

Proposte di modifica del regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti

DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE

PROPOSTE DI MODIFICA AL REGOLAMENTO EMITTENTI IN MATERIA DI TRASPARENZA SOCIETARIA

27 GIUGNO 2019

Le osservazioni al documento di consultazione dovranno pervenire entro il 17 luglio 2019 al seguente indirizzo:

C O N S O B

Divisione Strategie Regolamentari

Via G. B. Martini, n. 3

00198 ROMA

oppure *on-line* per il tramite del [SIPE – Sistema Integrato Per l'Esterno](#)

I commenti pervenuti saranno resi pubblici al termine della consultazione, salvo espressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della *e-mail*, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati.

I. QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO

1. Disposizioni di attuazione della delega di cui all'art. 120, comma 4-bis, del TUF

Il decreto-legge 16 ottobre 2017, n. 148, convertito con modificazioni dalla legge 4 dicembre 2017, n. 172 (c.d. *Decreto Fiscale*), ha introdotto all'art. 120 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), il nuovo comma 4-bis, che impone un'informativa aggiuntiva rispetto a quella attualmente prevista in materia di assetti proprietari, volta a rendere trasparenti eventuali tentativi di scalata che interessino emittenti quotati italiani¹.

¹ Si riporta il testo della disposizione:

“4-bis. In occasione dell'acquisto di una partecipazione in emittenti quotati pari o superiore alle soglie del 10 per cento, 20 per cento e 25 per cento del relativo capitale, salvo quanto previsto dall'articolo 106, comma 1-bis, il soggetto che effettua le comunicazioni di cui ai commi 2 e seguenti del presente articolo deve dichiarare gli obiettivi che ha intenzione di perseguire nel corso dei sei mesi successivi. Nella dichiarazione sono indicati sotto la responsabilità del dichiarante:

a) i modi di finanziamento dell'acquisizione;

b) se agisce solo o in concerto;

c) se intende fermare i suoi acquisti o proseguirli nonché se intende acquisire il controllo dell'emittente o comunque esercitare un'influenza sulla gestione della società e, in tali casi, la strategia che intende adottare e le operazioni per metterla in opera;

d) le sue intenzioni per quanto riguarda eventuali accordi e patti parasociali di cui è parte;

In particolare, tale disposizione stabilisce l'obbligo da parte di chiunque acquisti *“una partecipazione in emittenti quotati pari o superiore alle soglie del 10 per cento, 20 per cento e 25 per cento del relativo capitale, salvo quanto previsto dall'articolo 106 comma 1-bis”* di *“dichiarare gli obiettivi che ha intenzione di perseguire nel corso dei sei mesi successivi”*.

In tal senso, è previsto poi che nella dichiarazione debbano tassativamente essere indicati, sotto la responsabilità del dichiarante: *a)* i modi di finanziamento dell'acquisizione; *b)* se agisce solo o in concerto; *c)* se intende fermare i suoi acquisti o proseguirli nonché se intende acquisire il controllo dell'emittente o comunque esercitare un'influenza sulla gestione della società e, in tali casi, la strategia che intende adottare e le operazioni per metterla in opera; *d)* le sue intenzioni per quanto riguarda eventuali accordi e patti parasociali di cui è parte; *e)* se intende proporre l'integrazione o la revoca degli organi amministrativi o di controllo dell'emittente.

Inoltre, il legislatore ha previsto che la dichiarazione in questione sia trasmessa alla società partecipata e alla Consob, nonché comunicata al pubblico secondo i medesimi termini e modalità già previsti per le comunicazioni delle partecipazioni rilevanti, inserendo un richiamo al comma 4, lett. *c)* e *d)*², del medesimo articolo 120 del TUF.

Al contempo, è stato attribuito alla Consob il potere di individuare con regolamento *“i casi in cui la suddetta dichiarazione non è dovuta tenendo conto, se del caso, delle caratteristiche del soggetto che effettua la dichiarazione o della società di cui sono state acquistate le azioni”*, in ragione del fatto che una previsione generalizzata dell'obbligo informativo in esame avrebbe potuto incidere anche su fattispecie rispetto alle quali non si pongono esigenze di *disclosure* delle intenzioni di acquisto del “presunto” scalatore.

In aggiunta, fermo restando quanto previsto ai sensi dell'art. 185 del TUF (*Manipolazione del mercato*), è stabilito che, se nel termine di sei mesi dalla comunicazione della dichiarazione intervengono cambiamenti delle intenzioni sulla base di circostanze oggettive sopravvenute, una nuova dichiarazione motivata dovrà essere indirizzata senza ritardo alla società e alla Consob e portata alla conoscenza del pubblico secondo le medesime modalità, nel qual caso la nuova dichiarazione farà decorrere nuovamente l'anzidetto termine di sei mesi.

e) se intende proporre l'integrazione o la revoca degli organi amministrativi o di controllo dell'emittente.

La CONSOB può individuare con proprio regolamento i casi in cui la suddetta dichiarazione non è dovuta, tenendo conto delle caratteristiche del soggetto che effettua la dichiarazione o della società di cui sono state acquistate le azioni. La dichiarazione è trasmessa alla società di cui sono state acquistate le azioni e alla CONSOB, nonché è oggetto di comunicazione al pubblico secondo le modalità e i termini stabiliti con il regolamento della CONSOB emanato in attuazione del comma 4, lettere c) e d). Fermo restando quanto previsto ai sensi dell'articolo 185, se nel termine di sei mesi dalla comunicazione della dichiarazione intervengono cambiamenti delle intenzioni sulla base di circostanze oggettive sopravvenute, una nuova dichiarazione motivata deve essere senza ritardo indirizzata alla società e alla CONSOB e portata alla conoscenza del pubblico secondo le medesime modalità. La nuova dichiarazione fa decorrere nuovamente il termine di sei mesi citato nel primo periodo del presente comma”.

² Secondo cui: “La Consob, tenuto anche conto delle caratteristiche degli investitori, stabilisce con regolamento:

(...)

c) il contenuto e le modalità delle comunicazioni e dell'informazione del pubblico, nonché le eventuali deroghe per quest'ultima;

d) i termini per la comunicazione e per l'informazione del pubblico”.

Con il presente documento si sottopongono alla consultazione del mercato le proposte regolamentari di attuazione che riguardano i casi di esenzione dall'obbligo di effettuare la dichiarazione di intenzioni e le relative modalità di assolvimento degli obblighi informativi.

2. SINTESI DELLE PROPOSTE REGOLAMENTARI

La relazione illustrativa del decreto-legge 16 ottobre 2017, n. 148 riferisce che lo scopo dell'informativa richiesta dall'articolo 120, comma 4-*bis*, del TUF, sarebbe quello *“di migliorare il grado di trasparenza del mercato e di incrementare il grado di conoscenza e di informazione degli stakeholder onde favorire l'assunzione di decisioni consapevoli”* e che la stessa *“risulta giustificata anche dall'attuale situazione di mercato, caratterizzata da un elevato grado di volatilità dei corsi azionari e, sovente, da un disallineamento tra i prezzi di mercato e i valori fondamentali delle società emittenti; il disvelamento delle finalità, sia di breve che di lungo periodo, delle acquisizioni di partecipazioni azionarie significative e delle strategie industriali e finanziarie ad esse collegate contribuirebbe a realizzare condizioni di maggiore efficienza del mercato dei titoli azionari”*.

La dichiarazione di intenzioni si configura in ambito nazionale come un obbligo di informativa aggiuntiva rispetto a quella che sono tenuti a pubblicare i soggetti che partecipano in misura rilevante al capitale degli emittenti quotati³ in ragione del sistema delineato dalla direttiva 2004/109/CE (*Transparency*), come modificata dalla direttiva 2013/50/UE.

A quanto noto, tuttavia, analoghe forme di trasparenza sulle intenzioni del soggetto acquirente sono previste in altri Stati membri dell'UE (Francia e Germania) e negli U.S.A.⁴.

Sulla base della delega regolamentare contenuta nell'articolo 120, comma 4-*bis*, del TUF, si è proceduto a individuare una serie di possibili casi di esenzione dall'obbligo in parola, in presenza dei quali si ritiene ininfluenza l'accertamento dell'intenzione del soggetto acquirente.

2.1 Regime delle esenzioni

In esercizio della delega regolamentare, sono stati individuati i seguenti casi di esenzione dall'obbligo di effettuare la dichiarazione *ex art.* 120, comma 4-*bis*, del TUF:

- a) nei casi di esenzione previsti in materia di OPA obbligatorie di cui all'art. 49, comma 1, lettere a), c), d) e h), del RE;
- b) nei casi di esenzione indicati dall'articolo 119-*bis*, comma 3, lettere a), b) e c-*ter*), del RE;

³ L'art. 12 della citata direttiva prevede che la notifica della partecipazione rilevante includa le seguenti informazioni:

- a) la situazione risultante dall'operazione, in termini di diritti di voto;
- b) la catena di imprese controllate mediante le quali i diritti di voto sono effettivamente detenuti, se del caso;
- c) la data alla quale è stata raggiunta o superata la soglia; e
- d) l'identità dell'azionista, anche se quest'ultimo non ha diritto ad esercitare i diritti di voto alle condizioni previste dall'articolo 10, e della persona fisica o giuridica avente il diritto di esercitare i diritti di voto per conto dell'azionista.

⁴ Nell'ordinamento francese, art. L. 233-7, *Code de commerce*, e art. 223-17, par. II, del Regolamento Generale approvato dall'AMF; nel sistema tedesco, § 43 (1) del *Wertpapierhandelsgesetz* – WpHG (già § 27a, (1) del WpHG); in quello statunitense, Section 13 (d) del *Securities Exchange Act*.

- c) superamenti passivi delle soglie rilevanti;
- d) acquisti effettuati da gestori di determinate tipologie di fondi;
- e) acquisti effettuati nell'ambito di un'offerta pubblica di acquisto o scambio già comunicata al mercato.

* * *

Di seguito si riporta l'illustrazione dei singoli casi di esenzione sopra citati, mentre si rimanda all'articolato per il testo del nuovo articolo 122-ter del RE.

a) ***Esenzioni previste in materia di OPA obbligatorie***

Nel testo dell'articolo 122-ter, comma 1, lettera a), si propone di esentare dall'obbligo di effettuare la dichiarazione prevista dall'articolo 120, comma 4-bis, del TUF, gli acquisti di partecipazioni che superano le soglie del 10%, 20% e 25%, in taluni casi di esenzione previsti in materia di offerte pubbliche, pur con taluni adattamenti di seguito illustrati.

1. Acquisto di partecipazioni in società con controllo solitario di diritto

L'articolo 49, comma 1, lett. a), del RE, ai fini OPA, esclude l'obbligo di offerta quando un altro socio, o altri soci congiuntamente, dispongono della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria. La *ratio* di tale esenzione è legata al fatto che l'acquisto non può determinare alcun un cambiamento del controllo, in quanto è impossibile la scalata senza il consenso dello stesso azionista di controllo.

Si è ritenuto opportuno circoscrivere la causa di esenzione dalla dichiarazione di intenzioni ai casi di acquisizione della partecipazione in società sottoposte a controllo solitario di diritto (quindi con un altro azionista che detenga più del 50% dei diritti di voto), con esclusione dunque dei casi di società sottoposte a controllo tramite patto parasociale. Ciò in quanto, in tali ultime ipotesi, l'acquirente potrebbe comunque influire sugli assetti di controllo della società.

2. Acquisto di partecipazioni infragruppo

L'art. 49, comma 1, lett. c), del RE, esclude l'obbligo di OPA quando la partecipazione è acquisita a seguito di trasferimento fra società in cui lo stesso o gli stessi soggetti dispongono, anche congiuntamente e/o indirettamente tramite società controllata ai sensi dell'articolo 2359, comma 1, numero 1), del codice civile, della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria o è acquisita a seguito di trasferimento tra una di queste società e tali soggetti.

L'esempio tipico è che la società Alfa ceda alla società Beta la partecipazione superiore al 10% nel capitale della società Gamma. Le società Alfa e Beta, tuttavia, sono sottoposte al comune controllo di diritto della società Delta, oppure fanno parte dello stesso gruppo societario verticale.

A tal riguardo, si ritiene che anche l'obbligo di effettuare la dichiarazione nel caso in esame risulterebbe superfluo, non potendovi essere, a fronte dell'acquisizione della partecipazione, una "scalata" in senso stretto (trattandosi di soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione).

3. Superamento di soglie determinato dall'esercizio di diritti di opzione, di sottoscrizione o di conversione originariamente spettanti

L'art. 49, comma 1, lett. d), del RE, esclude l'obbligo di OPA quando il superamento della soglia rilevante è determinato dall'esercizio di diritti di opzione, di sottoscrizione o di conversione originariamente spettanti. Si tratta di ipotesi di acquisto per cause indipendenti dalla volontà del titolare della partecipazione, rispetto alle quali non si pone la necessità di effettuare la dichiarazione delle intenzioni. In tali casi, dunque, il superamento della soglia rilevante comporterà l'obbligo di effettuare la comunicazione della partecipazione *ex art. 120 del TUF*, ma non anche quello di dichiarare le intenzioni dell'acquirente.

4. Acquisti conseguenti a successioni

L'art. 49, comma 1, lett. h), del RE, esclude l'obbligo di OPA quando il superamento della soglia è determinato da un acquisto tra vivi a titolo gratuito o in caso di successione *mortis causa*.

Al riguardo, mutuando quanto previsto dalla disposizione in esame, si è ritenuto di circoscrivere l'esenzione dall'obbligo di effettuare la dichiarazione *ex art. 120, comma 4-bis, del TUF*, ai soli casi di successione *mortis causa*, in considerazione dell'imprevedibilità dell'evento da parte del titolare della partecipazione.

Tale esenzione non è stata estesa anche agli atti tra vivi a titolo gratuito, in quanto, per le finalità di trasparenza che la disposizione del TUF si prefigge, la dichiarazione di intenzioni in siffatte ipotesi potrebbe assumere una forma di utilità.

b) Casi di esenzione indicati dall'articolo 119-bis

L'articolato prevede l'esenzione dall'obbligo di effettuare la dichiarazione prevista dall'articolo 120, comma 4-bis, del TUF, per gli acquisti di partecipazioni negli stessi casi in cui non sussiste l'obbligo di effettuare la comunicazione richiesta in materia di assetti proprietari, ai sensi dell'art. 119-bis, comma 3, lettere a), b) e c-ter), del RE.

Ci si riferisce ai seguenti casi:

1. acquisto di azioni esclusivamente al fine della compensazione e liquidazione delle operazioni aventi ad oggetto le predette azioni entro il ciclo di negoziazione e alle controparti centrali per le azioni oggetto delle operazioni da esse garantite e sottoposte a procedure esecutive, nei limiti temporali richiesti per il completamento di dette procedure;

2. azioni detenute nell'ambito della prestazione del servizio di custodia di azioni, purché i prestatori del servizio possano soltanto esercitare i diritti di voto inerenti a dette azioni secondo istruzioni fornite per iscritto o con mezzi elettronici dagli azionisti cui spetta il diritto di voto;

3. azioni acquistate ai fini di stabilizzazione in conformità all'articolo 5 del regolamento (UE) n. 596/2014 e delle relative norme tecniche di attuazione purché i diritti di voto inerenti a tali azioni non siano esercitati né altrimenti utilizzati per intervenire nella gestione dell'emittente.

Tali esenzioni opererebbero con riguardo agli obblighi di effettuare la dichiarazione di intenzioni, in caso di acquisto di partecipazioni superiori alle soglie - previste dall'art. 120, comma 4-*bis*, del TUF - del 10%, 20% e 25% del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto (fermi eventuali obblighi di OPA), in modo da garantire omogeneità della disciplina in materia di assetti proprietari, attesa la contiguità della *ratio* sottesa alle sopra indicate esenzioni, operanti rispetto all'obbligo generale contenuto al comma 2 dell'articolo 120 del TUF: in tutti i casi, infatti, trattasi di circostanze in cui l'acquisto della partecipazione avviene per motivi pre-individuati e nell'ambito di chiare limitazioni.

c) Superamenti passivi delle soglie rilevanti

Si potrebbe porre il dubbio se gli azionisti rilevanti debbano effettuare una dichiarazione anche in caso di superamento di soglia di natura meramente "passiva", conseguente a modifiche del capitale sociale (riduzione del capitale sociale) e/o del numero dei diritti di voto (perdita del voto maggiorato), sussistendo l'obbligo di notifica della partecipazione rilevante⁵. La previsione di una specifica esenzione per il caso di specie consente di chiarire l'insussistenza dell'obbligo informativo, il cui contenuto risulterebbe comunque superfluo.

Ciò premesso, mediante il rinvio all'ultima parte dell'art. 49, comma 1, lett. d-*bis*, del RE si intende circoscrivere l'esenzione al caso di condotte del tutto prive di volontarietà; restano invece soggetti all'obbligo di effettuare la dichiarazione di intenzione i soggetti che abbiano effettuato acquisti di partecipazioni tali da determinare comunque un superamento delle soglie rilevanti ai fini di tale obbligo, tenuto conto della partecipazione espressa in rapporto al capitale sociale. (V. le osservazioni contenute nel Documento di esiti della consultazione sulle "*Proposta di modifiche al regolamento emittenti in materia di voto plurimo*" del 23 dicembre 2014).

d) Acquisti effettuati da gestori di fondi

Si è ritenuto opportuno prevedere a livello regolamentare un regime di favore per i gestori di fondi che assumano una posizione meramente "finanziaria", anche in considerazione del fatto che i soggetti autorizzati al servizio di gestione collettiva del risparmio aggregano le partecipazioni gestite ai fini del rispetto degli obblighi di notifica delle partecipazioni rilevanti (secondo le regole

⁵ Cfr. art. 117, comma 2, del RE.

dettate dall'art. 119-ter, commi 1 e 2, del RE)⁶. In tale circostanza, i relativi acquisti possono essere effettuati anche su base transfrontaliera, per il tramite di diversi organismi di investimento (che, sebbene riconducibili ad uno stesso gruppo, operano in modo autonomo), e mirano a cogliere opportunità di investimento nell'interesse di una pluralità di investitori che accedono ai prodotti (o servizi) del gestore. Inoltre, sulla base di un'analisi di tipo comparatistico, si evince che negli altri ordinamenti in cui è prevista una analoga comunicazione sulle intenzioni, sono stabilite specifiche esenzioni per i gestori, pur se diversamente articolate⁷.

Per tali motivi, l'articolato prevede [all'art. 122-ter, comma 1, lett. d)] un'apposita esenzione dall'obbligo di effettuare la dichiarazione per i gestori che acquisiscono partecipazioni azionarie nell'ambito dell'attività di gestione del risparmio su base collettiva [art. 116-terdecies, comma 1, lettere e)], esercitata alle condizioni definite nella direttiva 2009/65/UE (Direttiva UCITS), o, se extra-UE, alle previste condizioni di accesso, in coordinamento con la disciplina di settore che impone limiti di investimento in società con azioni quotate.

Per comprendere la *ratio* dell'esenzione, si rammenta che la normativa italiana di settore⁸ prevede che le SGR che gestiscono OICVM e FIA aperti non riservati a investitori professionali possano

⁶ Di cui si riporta il testo: “1. Il soggetto controllante una o più società di gestione non è tenuto ad aggregare le proprie partecipazioni, anche potenziali, o una posizione lunga complessiva, o quelle di altra società controllata con le partecipazioni gestite, anche potenziali, purché la società di gestione eserciti il diritto di voto inerente alle partecipazioni gestite indipendentemente dal soggetto controllante o da altra società dallo stesso controllata.

2. Il soggetto controllante uno o più soggetti abilitati non è tenuto ad aggregare le proprie partecipazioni, anche potenziali, o una posizione lunga complessiva, o quelle di altra società controllata, con le partecipazioni gestite, anche potenziali, o una posizione lunga complessiva, purché i soggetti abilitati:

a) esercitino il diritto di voto inerente alle partecipazioni gestite esclusivamente dietro istruzioni impartite dal cliente per iscritto o con mezzi elettronici, ovvero assicurino che il servizio di gestione di portafogli sia prestato indipendentemente da qualsiasi altra attività o servizio di investimento a condizioni equivalenti a quelle previste dalla direttiva 2009/65 UE e/o dalla direttiva 2011/61/UE, mediante la creazione di opportuni meccanismi; e

b) esercitino il diritto di voto inerente alle partecipazioni gestite indipendentemente dal soggetto controllante o da altra società da esso controllata.

⁷ Nell'ordinamento francese, art. 223-17, par. II, del Regolamento Generale approvato dall'AMF, che prevede una esenzione nei limiti delle soglie del 10% e del 15% a condizione che il soggetto interessato dichiari di non essere interessato al controllo dell'emittente. Nell'ordinamento statunitense, la Rule 13-d-1 “Filing of Schedules 13D and 13G”, 17 C.F.R. § 240.13.d, consente agli investitori istituzionali di redigere la più agevole Schedule 13G in luogo della 13D che richiede anche informazioni sulle intenzioni dell'acquirente; nel sistema tedesco, § 43 (1) del Wertpapierhandelsgesetz – WpHG [già § 27a, (1) del WpHG] prevede un'esenzione per i gestori che operano ai sensi della direttiva 2009/65/CE, nei limiti del 10% o nei casi in cui è ammesso un investimento più elevato conformemente, appunto, all'articolo 57 della direttiva 2009/65/CE.

⁸ La normativa recepisce quanto contenuto negli articoli 56 e 57 della direttiva 2009/65/CE (“Ucits”). In particolare, l'articolo 56, par. 1, prevede che “Una società di investimento o una società di gestione che agisca, per l'insieme dei fondi comuni di investimento che essa gestisce e che rientrano nell'ambito di applicazione della presente direttiva, non acquista azioni che diano diritto di voto e che le consentano di esercitare un'influenza notevole sulla gestione di un emittente. Fino a un successivo coordinamento, gli Stati membri devono tener conto delle norme esistenti nel diritto degli altri Stati membri che definiscono il principio di cui al primo comma”. Il successivo articolo 57 prevede che “1. Gli OICVM non sono tenuti a osservare i limiti stabiliti nel presente capo qualora esercitino il diritto di sottoscrizione pertinente a valori mobiliari o strumenti del mercato monetario che formano parte del loro patrimonio (...).2. Se il superamento dei limiti di cui al paragrafo 1 ha luogo indipendentemente dalla volontà dell'OICVM o in seguito all'esercizio dei diritti di sottoscrizione, quest'ultimo, nelle sue operazioni di vendita, si prefigge come obiettivo prioritario la regolarizzazione di tale situazione tenendo conto dell'interesse dei detentori di quote”.

investire in azioni di società quotate entro il limite del 10% del capitale dell'emittente⁹. Analogo limite è previsto per i FIA chiusi non riservati a investitori professionali, sebbene in quest'ultimo caso i limiti possano essere superati solo nell'ambito di operazioni volte a valorizzare la partecipazione con l'obiettivo di cederla, nell'interesse dei partecipanti, in un orizzonte temporale coerente con la politica di investimento del fondo¹⁰. Per i FIA riservati, invece, non è previsto alcun limite all'assunzione di partecipazioni.

Inoltre, la normativa di settore prevede che i limiti posti all'investimento dei fondi non pregiudicano l'esercizio, da parte della SGR, dei diritti di sottoscrizione derivanti da strumenti finanziari in portafoglio. Nelle ipotesi in cui l'esercizio di tali diritti comporti il superamento dei limiti di investimento, la posizione deve essere riportata nei limiti stabiliti nel più breve tempo possibile, tenendo conto dell'interesse dei partecipanti del fondo. Analogo criterio andrà seguito per i casi di superamento dei limiti determinati da mutamenti del valore dei titoli in portafoglio in epoca successiva all'investimento ovvero da altri fatti non dipendenti dalla SGR¹¹.

Dunque, la previsione di un'esenzione nei termini descritti consente di rendere maggiormente proporzionati gli obblighi informativi in relazione alle varie tipologie di soggetti operanti nel mercato finanziario, che possono detenere una partecipazione superiore alle predette soglie in limitati casi, previsti dalla disciplina di settore, di superamento tecnico della soglia del 10% o in ipotesi di aumento di capitale¹².

e) Acquisti effettuati nell'ambito di un'offerta pubblica di acquisto o scambio già comunicata al mercato

Quando l'acquisto della partecipazione è precedente o è conseguente al lancio di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio (parziale o totalitaria), già comunicata al mercato, si può ritenere che gli adempimenti informativi richiesti dall'art. 120, comma 4-*bis*, del TUF, siano assorbiti negli adempimenti informativi previsti per le finalità dell'OPA (pubblicazione del comunicato dell'offerente e pubblicazione del documento d'offerta)¹³. La previsione di un'esenzione apposta nel caso di specie consente quindi di evitare onerose duplicazioni.

* * *

Nell'ordinamento nazionale "l'influenza notevole" si presume, in conformità all'art. 2359, comma 3, codice civile, quando nell'assemblea ordinaria (o in altro organo equivalente) può essere esercitato almeno il 20% dei voti ovvero il 10% se la società ha azioni quotate in mercati regolamentati.

⁹ Cfr. Regolamento Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio, pag. V.3.17 e V.3.21.

¹⁰ Cfr. Reg. *cit.*, pag. V.3.27.

¹¹ Cfr. Reg. BI *cit.*, a pag. V.3.3.

¹² Resta fermo che laddove il superamento della soglia del 10% sia conseguente all'esercizio dei diritti di sottoscrizione spettanti in relazione alle azioni già detenute, troverà applicazione l'esenzione di cui alla precedente lettera *a*) (cfr. art. 49, comma 1, lett. *d*), del RE) dall'obbligo di effettuare la dichiarazione.

¹³ Cfr. art. 37 e 38 del RE.

A completamento di quanto sopra, si ricorda che l'art. 117-*bis*, comma 1, del RE, prevede che gli obblighi di comunicazione in materia di assetti proprietari si applichino anche agli emittenti azioni quotate “*relativamente alle azioni proprie detenute direttamente ovvero tramite società controllate*”.

Tenuto conto che in tal caso non può esservi una “scalata”, si ritiene opportuno precisare in questa sede che non sussiste l'obbligo di effettuare la dichiarazione prevista dall'art. 120, comma 4-*bis*, del TUF, per gli acquisti di azioni proprie da parte dell'emittente, in attuazione di un piano comunicato al mercato ai sensi dell'art. 144-*bis*, comma 3, del RE.

Inoltre, anche in risposta a talune domande da parte degli operatori, si precisa che la dichiarazione non è dovuta in occasione della prima comunicazione di partecipazioni rilevanti con riferimento alle suddette soglie da parte di soci venditori nell'ambito di IPO.

Resta invece fermo che l'obbligo di effettuare la dichiarazione delle intenzioni va assolto anche nei casi di superamento delle soglie rilevanti per maggiorazione dei diritti di voto.

3. ANALISI DI IMPATTO DELLA REGOLAMENTAZIONE SULLE ESENZIONI POSTE IN CONSULTAZIONE

Relativamente ai casi di esenzione sopra illustrati, è stata effettuata l'analisi di impatto assumendo come riferimento le dichiarazioni delle intenzioni pubblicate dalla data di entrata in vigore dell'articolo 120, comma 4-*bis*, del TUF, ad oggi.

Dal mese di novembre 2017 sono state presentate n. 49 dichiarazioni che hanno interessato n. 36 emittenti quotati così ripartite:

- n. 16 dichiarazioni hanno avuto ad oggetto partecipazioni detenute in n. 13 emittenti sottoposti a controllo di diritto (n. 3 dei quali revocati dalla quotazione); secondo quanto proposto nel presente documento in tali ipotesi avrebbe trovato applicazione un'esenzione specifica dall'obbligo di effettuare la dichiarazione delle intenzioni;
- n. 33 dichiarazioni hanno avuto ad oggetto n. 23 emittenti non soggetti a controllo di diritto (n. 2 dei quali revocati dalla quotazione), rispetto alle quali la proposta regolamentare non avrebbe effetti.

Inoltre, in n. 8 casi sul totale di n. 49, sono state presentate dichiarazioni di intenzioni a seguito di superamento “passivo” della soglia rilevante. Anche in tali casi, salve le ipotesi previste dall'ultima parte dell'articolo 49, comma 1, lett. *d-bis*), avrebbe trovato applicazione l'esenzione dall'obbligo di effettuare la dichiarazione delle intenzioni.

Complessivamente, n. 18 dichiarazioni sono state presentate da gestori che hanno acquistato partecipazioni azionarie in società quotate nell'ambito della prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio:

Tabella 1- Numero di dichiarazioni censite suddivise per tipologia di dichiarante

Dichiarazioni Censite	Dichiarazione presentate da OICR		Dichiarazione di altri	
	Frequenze Assolute	Frequenze Relative	Frequenze Assolute	Frequenze Relative
49	18	37%	31	63%

Si precisa che non risultano presentate dichiarazioni di intenzioni da parte di soggetti abilitati diversi da SGR, relative alla gestione individuale (banche e intermediari finanziari).

Di seguito si riporta il dettaglio relativo alla tipologia di regime normativo in base al quale operano i gestori sopra indicati:

Tabella 2 – Ripartizione degli OICR secondo il tipo autorizzazione

OICR		
Autorizzazione	Frequenza Assoluta	Frequenza Relativa
AIFMD E UCITS	12	67%
UCITS	0	0%
AIFMD	2	11%
EXTRA UE	4	22%
Totale	18	100%

Di seguito si riporta il dettaglio relativo alle soglie percentuali di partecipazione (10%, 20%, 25%) al cui raggiungimento o superamento è conseguito l'obbligo di effettuare le dichiarazioni di intenzioni:

Tabella 3 - Numero di dichiarazioni presentate da OCIR suddivise per classi di soglia

Dichiarazione presentate da OICR		
Partecipazione	Frequenze Assolute	Frequenze Relative
$\geq 10\% \leq 20\%$	14	78%
$\geq 20\% \leq 25\%$	3	17%
$\geq 25\%$	1	6%
Totale	18	100%

Tabella 4 - Numero di dichiarazioni presentate da soggetti diversi da OCIR suddivise per classi di soglia

Comunicazione presentate da Altri		
Partecipazione	Frequenze Assolute	Frequenze Relative
$\geq 10\% \leq 20\%$	16	53%
$\geq 20\% \leq 25\%$	10	33%
$> 25\%$	4	13%
Totale *	30	100%

* Il totale delle dichiarazioni risulta 30 piuttosto che 31 in quanto in un caso si è trattato di una dichiarazione successiva ad altra dichiarazione di intenzioni presentata per conto del medesimo soggetto.

Come emerge dal raffronto delle tabelle 3 e 4, la soglia del 10% è quella maggiormente interessata dalla dichiarazione di intenzioni da parte degli investitori professionali (circa il 78% delle dichiarazioni di intenzioni pubblicate dai predetti soggetti ha riguardato la soglia iniziale del 10%), diversamente da quanto accade per gli investitori diversi da questi, le cui dichiarazioni appaiono frequenti con riguardo alle soglie del 20% e del 25%.

* * *

Le predette ipotesi di esenzione saranno definite nel regolamento emittenti mediante l’inserimento di un nuovo articolo 122-ter, denominato “Esenzioni dall’obbligo di dichiarazione delle intenzioni”.

L’operatività dell’esenzione nei casi di cui alle precedenti lettere a), c), d) ed e) sarà subordinata ad una dichiarazione del soggetto interessato circa la sussistenza nel caso concreto di una delle esenzioni sopra esposte. Tale dichiarazione sarà riportata nel modello previsto per l’adempimento degli obblighi di comunicazione ex art. 120 del TUF (allegato 4 del RE) che sarà reso disponibile contestualmente all’adozione della delibera di approvazione delle modifiche regolamentari.

La dichiarazione della sussistenza di una causa di esenzione non troverà applicazione in relazione all’ipotesi di cui alla precedente lettera b) – ossia nei casi di esenzione dall’obbligo di effettuare le comunicazioni in materia di assetti proprietari ai sensi dell’art. 119-bis, comma 3, del RE – atteso che in tal caso viene meno l’obbligo di notificazione mediante il modello contenuto nell’allegato 4.

Ciò posto, si ricorda che la previsione di specifici casi di esenzione non pregiudica il potere della Consob – all’esito di specifiche evidenze di vigilanza e sulla base delle circostanze riscontrate – di richiedere al dichiarante, oppure all’emittente quotato, la pubblicazione di un comunicato con i contenuti della dichiarazione, ai sensi dell’art. 114, comma 5, del TUF, qualora ciò sia necessario per la corretta informazione del pubblico.

2. Comunicazione delle partecipazioni superiori al 3% detenute nelle società che perdono la qualifica di PMI

Sempre in materia di assetti proprietari si sottopongono alla consultazione talune proposte di modifica del RE che riguardano l'art. 117. In particolare, il nuovo comma *2-bis* dell'articolo menzionato, di cui si propone l'introduzione, è volto a favorire l'emersione delle partecipazioni comprese tra le soglie del 3% e del 5% del capitale al venir meno della qualifica di PMI, a causa del superamento dei criteri indicati all'articolo 1, comma 1, lettera *w-quater.1*), del TUF. La modifica introduce un obbligo di notifica della partecipazione detenuta infra-soglia, a seguito del cambiamento del regime applicabile (da PMI a società quotata ordinaria), con riferimento alla soglia iniziale (dal 5% al 3%) prevista per la notifica delle partecipazioni in azioni [comma 1, lett. *a)-b)*].

La necessità dell'intervento in esame muove dalla constatazione che, per effetto del mutato quadro di riferimento, talune partecipazioni non precedentemente comunicate potrebbero trovarsi in una posizione di rilevanza al momento della perdita della qualifica di PMI in capo alla società partecipata. Tali circostanze pongono in rilievo l'esigenza di garantire la piena trasparenza informativa per il mercato e per l'Autorità di vigilanza, in ordine agli assetti proprietari delle società quotate italiane.

Con riferimento alla tempistica entro la quale va effettuata la notifica, si propone di aggiungere un nuovo comma *3-bis* all'articolo 121 del RE, che preveda un termine di 15 giorni, più ampio dunque rispetto a quello previsto per la notifica delle partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art. 121 del RE (pari a 4 giorni di negoziazione).

Tale regime temporale rappresenta una previsione di favore per il socio e risulta giustificato in considerazione del fatto che detto obbligo di comunicazione deriva da un evento eccezionale (la perdita di qualifica di PMI) estraneo rispetto al regime delineato dalla Direttiva *Transparency*.

Nello specifico, la proposta regolamentare prevede che:

- gli emittenti diffondano una comunicazione al mercato in merito alla variazione della qualifica di PMI (art. *2-ter*, comma 2, secondo periodo). Allo scopo di non incrementare gli adempimenti in capo agli emittenti quotati, tale informativa potrà essere riportata direttamente nel comunicato diffuso a seguito dell'assemblea annuale di approvazione del bilancio di cui agli articoli 2364 e *2364-bis* del codice civile;
- dalla data del comunicato sopra descritto decorrerà l'obbligo per coloro che detengono una partecipazione superiore al 3% e inferiore al 5% dei diritti di voto dell'emittente che abbia perso la qualifica di PMI di comunicare tale partecipazione alla Consob e alla società partecipata (art. 117, nuovo comma *2-bis*, e 121, nuovo comma *3-bis*, del RE).

A tale proposito, si ricorda che la regola generale, prevista dagli articoli 1, comma 1, lettera *w-quater.1*), del TUF, e *2-ter* del RE è quella secondo cui "...*Non si considerano PMI gli emittenti azioni quotate che abbiano superato entrambi i predetti limiti per tre anni consecutivi*". Pertanto, in tale ipotesi la comunicazione alla Consob e alla società partecipata deve essere fatta entro 15 gg di calendario decorrenti dalla data della assemblea, nel corso della quale è approvato il bilancio relativo al terzo esercizio consecutivo nel quale la società ha superato i predetti limiti.

Ancorché l'art. 2-ter preveda una rilevazione del parametro del fatturato già al tempo della predisposizione del progetto di bilancio di esercizio, il *dies a quo* stabilito per l'effettuazione delle comunicazioni delle partecipazioni rilevanti comprese fra il 3% e il 5% è stato ancorato alla data dell'assemblea di approvazione del bilancio onde evitare che i partecipanti al capitale si trovino soggetti a un onere aggiuntivo prima della ratifica definitiva dei dati di bilancio da parte dell'organo sociale a ciò deputato.

Oltre al caso generale sopra descritto, le disposizioni di cui all'art. 2-ter, comma 3, del RE, consentono alle società di nuova costituzione che intendono quotarsi, di fare riferimento alla c.d. "*capitalizzazione presunta*", ferma restando la possibile assunzione della qualifica di PMI in base al parametro del fatturato. La predetta disposizione regolamentare prevede che, all'atto della comunicazione da rendere alla chiusura del primo esercizio successivo all'IPO (anche se inferiore ad un anno), venga riverificata, sulla base di dati effettivi, la sussistenza della qualifica di PMI rispetto a quanto risultato in sede di IPO, non trovando applicazione la sopra richiamata regola secondo cui "*...Non si considerano PMI gli emittenti azioni quotate che abbiano superato entrambi i predetti limiti per tre anni consecutivi*".

Analogamente, per le *Special Purpose Acquisition Company* (SPAC), l'articolo 2-ter, comma 4, prevede che l'effettiva sussistenza della qualifica di PMI debba essere nuovamente verificata alla data di approvazione del primo bilancio successivo alla *business combination* (indicata come la "*prima operazione di investimento*", corrispondente a quella che nella prassi viene definita in via statutaria "operazione rilevante").

Anche in tali due ultime ipotesi, dunque, qualora venga accertato il venir meno della qualifica di PMI in capo all'emittente, occorre procedere all'aggiornamento delle partecipazioni detenute dai singoli azionisti in misura superiore al 3% e inferiore al 5% e la comunicazione alla Consob e alla società partecipata deve essere fatta entro 15 giorni di calendario decorrenti dalla data del comunicato relativo alla prima assemblea di bilancio successiva all'ammissione alle negoziazioni o all'operazione di investimento, sia per le società che adottano il modello tradizionale (art. 2364 c.c.), che per quelle che adottano il sistema dualistico (art. 2364-bis c.c.).

3. Articolato

Per un'analisi dettagliata delle proposte regolamentari indicate nel presente documento si rinvia all'esame dell'articolato.

TESTO PROPOSTO	NOTE
<p style="text-align: center;">Parte I FONTI NORMATIVE E DEFINIZIONI</p> <p style="text-align: center;">Art. 2-ter (Disposizioni attuative della definizione di PMI)</p> <p>1. Le condizioni richieste dall'articolo 1, comma 1, lettera <i>w-quater.1</i>), del Testo unico, per l'acquisto della qualifica di PMI, sono verificate in base:</p> <p><i>a)</i> alla media semplice delle capitalizzazioni giornaliere calcolate con riferimento al prezzo ufficiale, registrate nel corso dell'esercizio sociale annuale; nel caso di quotazione di più categorie di azioni si considera la somma della capitalizzazione di ciascuna categoria di azioni; in caso di società le cui azioni risultano di nuova ammissione alle negoziazioni, o in caso di sospensione delle negoziazioni, la capitalizzazione è calcolata sulla base del periodo di negoziazione disponibile;</p> <p><i>b)</i> al fatturato risultante dal progetto di bilancio di esercizio, o, per le società che abbiano adottato il sistema di amministrazione e controllo dualistico, dal bilancio di esercizio, o, se redatto, dal bilancio consolidato del medesimo esercizio, calcolato in conformità ai</p>	<p>L'inciso "<i>quali risultanti dall'elenco di cui al comma 5</i>", era contenuto nella versione originaria della proposta regolamentare, poi non confermata ad esito della relativa consultazione, che prevedeva due distinte comunicazioni da parte dell'emittente alla Consob (una relativa alla capitalizzazione alla data di chiusura dell'esercizio, l'altra relativa al fatturato dopo l'approvazione del progetto di bilancio).</p> <p>Il testo finale dell'art. 2-ter del RE, come introdotto dalla delibera n. 20621 del 10 ottobre 2018, in materia di obblighi informativi cui sono tenuti gli emittenti in relazione all'acquisto o perdita della qualifica di PMI, prevede che gli stessi emittenti pubblichino le informazioni relative all'acquisto e al mantenimento della qualifica di PMI, indicando il valore della capitalizzazione e del fatturato, nella relazione sul governo societario e gli assetti proprietari. Al contempo, il comma 5 della menzionata disposizione prevede che la Consob pubblichi sul proprio sito internet l'elenco delle PMI, sulla base dei valori della capitalizzazione e del fatturato da essa calcolati.</p> <p>Dal momento che la pubblicazione da parte degli emittenti della relazione sul governo societario precede la rilevazione da parte della Consob dei valori relativi al fatturato ai fini dell'aggiornamento dell'elenco delle PMI, l'inciso "<i>quali risultanti dall'elenco di cui al comma 5</i>" di cui all'articolo 2-ter, comma 2, del RE potrebbe generare alcune incertezze applicative. Dunque, nella prospettiva di chiarire il significato dell'articolo 2-ter, commi 2 e 5, del RE, si propone l'abrogazione di tale inciso.</p>

TESTO PROPOSTO	NOTE
<p>criteri previsti nell'Appendice, paragrafo 1.1, del Regolamento sul Procedimento Sanzionatorio adottato dalla Consob con delibera n. 18750 del 19 dicembre 2013, e successive modifiche; in caso di società le cui azioni risultano di nuova ammissione alle negoziazioni sono prese in considerazione le informazioni finanziarie appositamente predisposte ai fini del prospetto di ammissione alle negoziazioni o, se non disponibili, il progetto di bilancio di esercizio o, per le società che abbiano adottato il sistema di amministrazione e controllo dualistico, il bilancio di esercizio o, se redatto, il bilancio consolidato del medesimo esercizio.</p> <p>2. Gli emittenti azioni riportano nell'ambito della relazione sul governo societario e gli assetti proprietari, prevista dall'articolo 123-<i>bis</i> del Testo unico, le informazioni relative all'acquisto e al mantenimento della qualifica di PMI, indicando il valore della capitalizzazione e del fatturato, quali risultanti dall'elenco di cui al comma 5. La variazione della qualifica di PMI è resa nota al pubblico con il comunicato diffuso a seguito dell'assemblea annuale di bilancio di cui agli articoli 2364 e 2364-<i>bis</i> del codice civile.</p> <p>(...)</p> <p>5. La Consob pubblica sul proprio sito internet l'elenco delle PMI, sulla base dei valori della capitalizzazione e del fatturato da essa calcolati.</p>	<p>Nell'ottica di favorire l'opportuna e tempestiva informazione del pubblico, con la modifica al comma 2 si chiede all'emittente di diffondere una comunicazione al mercato in merito alla perdita della qualifica di PMI. Tuttavia, allo scopo di non incrementare gli adempimenti in capo agli emittenti quotati, tale informativa potrà essere riportata direttamente nel comunicato diffuso a seguito dell'assemblea annuale di approvazione del bilancio di cui agli articoli 2364 e 2364-<i>bis</i> del codice civile.</p> <p>Da tale data decorrerà l'obbligo per coloro che detengono una partecipazione superiore al 3% e inferiore al 5% dei diritti di voto dell'emittente di comunicare tale partecipazione alla Consob e alla società partecipata ai sensi dell'articolo 117, nuovo comma 2-<i>bis</i>, e 121, nuovo comma 3-<i>bis</i>, del RE (v. oltre).</p>

TESTO PROPOSTO	NOTE
<p style="text-align: center;">Parte III EMITTENTI</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;">Sezione I Partecipazioni in emittenti quotati</p> <p style="text-align: center;">Art. 117 (Comunicazione delle partecipazioni rilevanti in azioni)</p> <p>1. Coloro che partecipano al capitale sociale di un emittente azioni quotate comunicano alla società partecipata e alla Consob:</p> <p>a) il superamento della soglia del 3% nel caso in cui la società non sia una PMI;</p> <p>b) il raggiungimento o il superamento delle soglie del 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 66,6% e 90%;</p> <p>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 coloro che raggiungono o superano le soglie indicate dalla lettera b) del medesimo comma, ovvero riducono la partecipazione al di sotto delle medesime, a</p>	<p>L'introduzione all'art. 117 del nuovo comma <i>2-bis</i> è volta a favorire l'emersione delle partecipazioni comprese tra le soglie del 3% e del 5% del capitale al venir meno della qualifica di PMI, a causa del superamento dei criteri indicati all'articolo 1, comma 1, lettera <i>w-quater.1</i>), del TUF. In particolare, la modifica introduce un obbligo di notifica della partecipazione detenuta infra-soglia, a seguito della mera variazione in diminuzione della soglia iniziale (dal 5% al 3%) prevista per la notifica delle partecipazioni in azioni [comma 1, lettere <i>a</i>) - <i>b</i>)].</p> <p>La necessità dell'intervento in esame muove dalla constatazione che, per effetto del mutato quadro di riferimento, talune partecipazioni non precedentemente comunicate potrebbero trovarsi in una posizione di rilevanza al momento della perdita della qualifica di PMI in capo alla società partecipata. Tali circostanze pongono in rilievo l'esigenza di garantire la piena trasparenza informativa per il mercato, nonché la coerenza delle informazioni disponibili per l'Autorità di vigilanza, in ordine agli assetti proprietari delle società quotate italiane.</p> <p>Ciò premesso, nella prospettiva di raggiungere un bilanciamento tra l'esigenza di assicurare un'adeguata trasparenza delle suddette partecipazioni infra-soglia nell'ipotesi di perdita della qualifica di PMI e quella di evitare l'introduzione di oneri non proporzionati in capo ai soci destinatari del nuovo obbligo informativo, si propone di prevedere un</p>

TESTO PROPOSTO	NOTE
<p>seguito di eventi che comportano modifiche del capitale sociale e sulla base delle informazioni pubblicate dall'emittente azioni quotate ai sensi dell'articolo 85-<i>bis</i>.</p> <p>2-<i>bis</i>. Chiunque, al momento della perdita della qualifica di PMI della società partecipata, detenga una partecipazione superiore al 3% e inferiore al 5%, deve darne comunicazione alla Consob e alla società partecipata, entro il termine previsto dall'articolo 121, comma 3-<i>bis</i>.</p>	<p>regime temporale di maggior favore entro il quale va effettuata la notifica, rispetto a quello ordinariamente applicabile (v. oltre, il nuovo art. 121, commi 3-<i>bis</i> e 3-<i>ter</i>).</p>
<p style="text-align: center;">Art. 121 (Termini e modalità di comunicazione)</p> <p>1. La comunicazione delle partecipazioni rilevanti in azioni, delle partecipazioni in strumenti finanziari e della partecipazione aggregata, è effettuata tempestivamente e comunque entro quattro giorni di negoziazione, decorrenti dal giorno in cui il soggetto è venuto a conoscenza 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 venuto a conoscenza degli eventi che comportano modifiche del capitale sociale di cui all'articolo 117, comma 2.</p> <p>1-<i>bis</i>. 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</p>	

TESTO PROPOSTO	NOTE
<p>alla maggiorazione del diritto di voto o alla rinuncia alla stessa, la comunicazione è effettuata tempestivamente e comunque entro quattro giorni di negoziazione dalla conoscenza della successiva pubblicazione del numero complessivo dei diritti di voto ai sensi dell'articolo 85-<i>bis</i>, comma 4-<i>bis</i>.</p> <p>1-<i>ter</i>. Nei casi previsti dai commi precedenti, la conoscenza si presume avvenuta alla data dell'operazione, degli eventi o della pubblicazione del numero complessivo dei diritti di voto, e comunque non più tardi di due giorni di negoziazione dopo la medesima data.</p> <p>2. La comunicazione è effettuata mediante l'utilizzo dei modelli previsti nell'Allegato 4.</p> <p>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>3-<i>bis</i>. Nei casi previsti dall'articolo 117, comma 2-<i>bis</i>, la comunicazione indica la partecipazione detenuta alla data del comunicato diffuso dall'emittente ai sensi dell'articolo 2-<i>ter</i>, comma 2, secondo periodo,</p>	<p>Il nuovo comma 3-<i>bis</i> disciplina il contenuto e la tempistica dell'obbligo informativo introdotto dal nuovo comma 2-<i>bis</i> dell'articolo 117 del RE (ossia, della notifica della partecipazione rilevante che il titolare deve effettuare alla Consob e all'emittente, qualora la società partecipata perda la qualifica di PMI).</p> <p>La proposta regolamentare prevede che gli azionisti rilevanti effettuino la notifica indicando la partecipazione (superiore al 3% e inferiore al 5%) detenuta alla data dell'assemblea annuale di bilancio, relativa all'esercizio a decorrere dal quale l'emittente ha perso la qualifica di PMI. A tale proposito, si ricorda che la regola generale, prevista dagli articoli 1, comma 1, lettera <i>w-quater.1</i>), del TUF, e 2-<i>ter</i> del RE è quella secondo cui "...<i>Non si considerano PMI gli emittenti azioni quotate che abbiano superato entrambi i predetti limiti per tre anni consecutivi</i>". Pertanto, in tale ipotesi la comunicazione alla Consob e alla società partecipata deve essere fatta entro 15 gg decorrenti dalla data del comunicato diffuso dall'emittente, a seguito dell'assemblea di bilancio, con il quale è resa nota la perdita della qualifica di PMI. Tale soluzione consente di definire con certezza il momento in cui i partecipanti al capitale sono tenuti all'aggiornamento della partecipazione detenuta, in considerazione della definitività dei dati di bilancio (a seguito dell'approvazione assembleare).</p> <p>Oltre al caso generale sopra descritto, l'art. 2-<i>ter</i>, comma 3, del RE, consente alle società di nuova costituzione, che intendono quotarsi, di fare riferimento alla c.d. "<i>capitalizzazione presunta</i>", ferma restando la possibile assunzione della qualifica di PMI in base al parametro del fatturato. La predetta disposizione regolamentare prevede che, all'atto della comunicazione da rendere alla chiusura del primo esercizio successivo all'IPO (anche se inferiore ad un anno), venga riverificata, sulla base di dati effettivi, la sussistenza della qualifica di PMI rispetto a quanto risultato in sede di IPO, non trovando applicazione la sopra richiamata regola secondo cui "...<i>Non si considerano PMI gli emittenti azioni quotate che abbiano superato entrambi i predetti limiti per tre anni consecutivi</i>".</p> <p>Analogamente, per le <i>Special Purpose Acquisition Company</i> (SPAC), l'articolo 2-<i>ter</i>, comma 4, prevede che l'effettiva sussistenza della qualifica di PMI debba essere</p>

TESTO PROPOSTO	NOTE
<p>ed è effettuata, con le modalità indicate dal comma 2, entro quindici giorni decorrenti dalla suddetta data.</p>	<p>nuovamente verificata alla data di approvazione del primo bilancio successivo alla <i>business combination</i> (indicata come la “<i>prima operazione di investimento</i>”, corrispondente a quella che nella prassi viene definita in via statutaria “operazione rilevante”).</p> <p>In tali due ultime ipotesi, dunque, la comunicazione alla Consob e alla società partecipata deve essere fatta entro 15 giorni di calendario decorrenti dalla data del comunicato relativo alla prima assemblea di bilancio successiva all’ammissione alle negoziazioni o all’operazione di investimento, sia per le società che adottano il modello tradizionale (art. 2364 c.c.) che per quelle che adottano il sistema dualistico (art. 2364-<i>bis</i> c.c.).</p> <p>Nelle predette ipotesi, essendo stato accertato il venir meno della qualifica di PMI in capo all’emittente, occorre procedere all’aggiornamento delle partecipazioni detenute dai singoli azionisti in misura superiore al 3% e inferiore al 5% anche ai fini della loro pubblicazione sul sito internet della Consob.</p>
<p>(...)</p> <p style="text-align: center;">Art. 122-ter (Esenzioni dall’obbligo di dichiarazione delle intenzioni)</p> <p>1. L’obbligo di effettuare la dichiarazione prevista dall’articolo 120, comma 4-bis, del Testo unico, al superamento delle soglie ivi indicate, non sussiste: a) nei casi indicati dall’articolo 49, comma 1, lettere a), limitatamente all’ipotesi in cui un socio dispone da solo della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell’assemblea ordinaria dell’emittente quotato, c), d) e h) limitatamente agli acquisti conseguenti a successioni;</p>	<p>L’art. 122-<i>ter</i> reca le disposizioni di attuazione dell’art. 120, comma 4-<i>bis</i>, del TUF. Per affinità della materia trattata, si è ritenuto di richiamare al comma 1, lettera a), alcune ipotesi che formano oggetto di esenzione dalla disciplina dell’OPA obbligatoria ai sensi dell’art. 49, comma 1, lettere <i>a)</i>, <i>c)</i>, <i>d)</i> e <i>h)</i>.</p> <p>In particolare, l’articolo 49, comma 1, lett. <i>a)</i>, del RE, esclude l’obbligo di OPA quando un altro socio, o altri soci congiuntamente, dispongono della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria. Si ritiene opportuno circoscrivere la causa di esenzione dalla dichiarazione ai casi di acquisizione della partecipazione in società sottoposte a controllo solitario di diritto (quindi con un altro azionista che detenga da solo più del 50% dei diritti di voto), con esclusione dunque dei casi di società sottoposte a controllo tramite patto parasociale. Ciò in quanto, in tali ultime ipotesi, l’acquirente potrebbe comunque influire sugli assetti di controllo della società.</p> <p>L’art. 49, comma 1, lett. <i>c)</i>, del RE, esclude l’obbligo di OPA quando la partecipazione è</p>

TESTO PROPOSTO	NOTE
<p>b) nei casi indicati dall'articolo 119-bis, comma 3, lettere a), b) e c-ter); c) fermo quanto previsto dall'ultima parte dell'art. 49, comma 1, lett. d-bis), se il raggiungimento o il superamento delle soglie è determinato da modifiche del capitale sociale e/o del numero dei diritti di voto, sulla base delle informazioni pubblicate dall'emittente ai sensi dell'articolo 85-bis; d) per le società di gestione che acquistano partecipazioni, anche in forma aggregata, in emittenti quotati nell'ambito delle attività di gestione di cui all'articolo 116-terdecies, comma 1, lettera e), esercitata secondo le condizioni definite nella direttiva 2009/65/UE, o per i soggetti extra-UE che svolgono un'attività per la quale, se avessero la sede legale o l'amministrazione centrale in uno Stato dell'UE, sarebbe necessaria l'autorizzazione ai sensi della direttiva 2009/65/UE, nonché per i FIA italiani non riservati a investitori professionali; e) se l'acquisto della partecipazione è effettuato nell'ambito di un'offerta pubblica di acquisto o scambio già comunicata al mercato. 2. La dichiarazione è effettuata entro i termini previsti dall'articolo 121, mediante l'utilizzo del modello previsto nell'Allegato 4. Si applica l'articolo 122. 3. Nei casi di cui al comma 1, ad eccezione</p>	<p>acquisita a seguito di trasferimento fra società in cui lo stesso o gli stessi soggetti dispongono, anche congiuntamente e/o indirettamente tramite società controllata ai sensi dell'articolo 2359, comma 1, numero 1), del codice civile, della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria o è acquisita a seguito di trasferimento tra una di queste società e tali soggetti. A tal riguardo, si ritiene che anche l'obbligo di effettuare la dichiarazione nel caso in esame risulterebbe superflua, non essendovi una "scalata" in senso stretto, trattandosi di soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione.</p> <p>L'art. 49, comma 1, lett. d), del RE, esclude l'obbligo di OPA quando il superamento della soglia rilevante è determinato dall'esercizio di diritti di opzione, di sottoscrizione o di conversione originariamente spettanti. Si tratta di ipotesi di acquisto per cause indipendenti dalla volontà del titolare della partecipazione, rispetto alle quali non si pone dunque la necessità di effettuare la dichiarazione delle intenzioni. In tali casi, dunque, il superamento della soglia rilevante comporterà l'obbligo di effettuare la comunicazione della partecipazione <i>ex art. 120 del TUF</i>, ma non anche quello di dichiarare le intenzioni dell'acquirente.</p> <p>L'art. 49, comma 1, lett. h), del RE, esclude l'obbligo di OPA quando il superamento della soglia è determinato da un acquisto tra vivi a titolo gratuito o in caso di successione <i>mortis causa</i>. Al riguardo, mutuando quanto previsto dalla disposizione in esame, si è ritenuto di circoscrivere l'esenzione dall'obbligo di effettuare la dichiarazione <i>ex art. 120, comma 4-bis, del TUF</i>, ai soli casi di successione <i>mortis causa</i>, in considerazione dell'imprevedibilità dell'evento da parte del titolare della partecipazione.</p> <p>La lettera b) prevede l'esenzione dall'obbligo di effettuare la dichiarazione prevista dall'articolo 120, comma 4-bis, del TUF, per gli acquisti di partecipazioni negli stessi casi in cui non sussiste l'obbligo di effettuare la comunicazione richiesta in materia di assetti proprietari, secondo quanto previsto dall'art. 119-bis, comma 3, lettere a), b) e c-ter), del RE.</p> <p>Ci si riferisce ai seguenti casi:</p>

TESTO PROPOSTO	NOTE
<p>della lettera b), la sussistenza di una causa di esenzione è indicata nel modello previsto nell'Allegato 4.</p>	<p>1. acquisto di azioni esclusivamente al fine della compensazione e liquidazione delle operazioni aventi ad oggetto le predette azioni entro il ciclo di negoziazione e alle controparti centrali per le azioni oggetto delle operazioni da esse garantite e sottoposte a procedure esecutive, nei limiti temporali richiesti per il completamento di dette procedure;</p> <p>2. azioni detenute nell'ambito della prestazione del servizio di custodia di azioni, purché i prestatori del servizio possano soltanto esercitare i diritti di voto inerenti a dette azioni secondo istruzioni fornite per iscritto o con mezzi elettronici dagli azionisti cui spetta il diritto di voto;</p> <p>3. azioni acquistate ai fini di stabilizzazione in conformità all'articolo 5 del regolamento (UE) n. 596/2014 e delle relative norme tecniche di attuazione, purché i diritti di voto inerenti a tali azioni non siano esercitati né altrimenti utilizzati per intervenire nella gestione dell'emittente.</p> <p>La lettera c) esclude l'obbligo di effettuare la dichiarazione di intenzioni qualora il superamento delle soglie rilevanti sia di natura "passiva", ossia conseguente a modifiche del capitale sociale (riduzione del capitale sociale) e/o del numero dei diritti di voto (perdita del voto maggiorato). In tali casi, infatti, i superamenti di soglia sono soggetti all'obbligo di notifica della partecipazione rilevante (cfr. art. 117, comma 2, RE). Si intende, tuttavia - attraverso il rinvio all'ultima parte dell'art. 49, comma 1, lett. <i>d-bis</i> RE - circoscrivere l'esenzione al caso di condotte del tutto prive di volontarietà; restano invece soggetti all'obbligo di effettuare la dichiarazione di intenzione i soggetti che abbiano effettuato acquisti di partecipazioni tali da determinare comunque un superamento delle soglie rilevanti ai fini di tale obbligo, tenuto conto della partecipazione espressa in rapporto al capitale sociale. (V. le osservazioni contenute nel Documento di esiti della consultazione sulle "<i>Proposta di modifiche al regolamento emittenti in materia di voto plurimo</i>" del 23 dicembre 2014).</p>

TESTO PROPOSTO	NOTE
	<p>Nella lettera d) è stata prevista un'apposita esenzione dalla dichiarazione per i gestori che acquisiscono partecipazioni azionarie nell'ambito dell'attività di gestione del risparmio su base collettiva [art. 116-<i>terdecies</i>, comma 1, lettera <i>e</i>)], esercitata alle condizioni definite nella direttiva 2009/65/UE (Direttiva UCITS), o, se extra-UE, alle previste condizioni di accesso, in coordinamento con la disciplina di settore che impone limiti di investimento in società con azioni quotate, nonché per i FIA italiani non riservati a investitori professionali.</p> <p>La proposta regolamentare avrebbe il pregio di esentare i predetti soggetti dall'obbligo di procedere con la dichiarazione delle intenzioni nei limitati casi, previsti dalla disciplina di settore, di superamento della soglia del 10%. La normativa applicabile prevede infatti che tali limiti si applicano alle SGR che gestiscono OICVM (precisamente, il limite del 10% del capitale sociale di ciascun emittente partecipato), nonché ai FIA italiani (sia chiusi che aperti) non riservati a investitori professionali, per i quali in ambito domestico trovano applicazione i medesimi limiti all'investimento di cui alla Direttiva UCITS.</p> <p>Resta fermo che laddove il superamento della soglia del 10% sia conseguente all'esercizio dei diritti di sottoscrizione spettanti in relazione alle azioni già detenute, troverà applicazione l'esenzione di cui alla precedente lettera <i>a)</i> (cfr. art. 49, comma 1, lett. <i>d</i>), del RE) dall'obbligo di effettuare la dichiarazione.</p> <p>Per maggiori approfondimenti si rinvia al documento di consultazione (Sezione 2, par. 4, lett. <i>d</i>) e alla relativa analisi di impatto della regolamentazione).</p> <p>La lettera e) introduce un'esenzione per i casi in cui l'acquisto della partecipazione è precedente o è conseguente al lancio di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio (parziale o totalitaria). In tali ipotesi si può ritenere che gli adempimenti informativi richiesti dall'art. 120, comma 4-<i>bis</i>, del TUF, siano assorbiti negli adempimenti informativi previsti per le finalità dell'OPA (pubblicazione del comunicato dell'offerente e pubblicazione del documento d'offerta, cfr. art. 37 e 38 del RE).</p>

TESTO PROPOSTO	NOTE
	<p>Infine, il comma 2 rinvia alla disciplina prevista in generale per gli assetti proprietari in ordine alle modalità e alla tempistica della trasmissione alla Consob della dichiarazione, come allegato al modulo contenuto nell'Allegato 4 del RE. Ai sensi del successivo comma 3, la sussistenza di una causa di esenzione dalla dichiarazione è riportata nel citato modulo con la quale si comunica la partecipazione rilevante detenuta (fatti salvi i casi di contestuale esenzione dalla comunicazione e dalla dichiarazione, come indicati dall'articolo 119-<i>bis</i> del RE).</p> <p>Il nuovo modello 120A contenuto nell'Allegato 4 sarà disponibile ad esito della consultazione con il mercato.</p>