CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETA' E LA BORSA

DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE

PROPOSTE DI MODIFICA AL REGOLAMENTO EMITTENTI IN MATERIA DI VOTO PLURIMO

5 novembre 2014

Le osservazioni al documento di consultazione dovranno pervenire entro il 26 novembre 2014 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.

Indice:

QUADRO GIURIDICO DI RIFERIMENTO

1. MAGGIORAZIONE DEL DIRITTO DI VOTO
1.1 *La natura giuridica dell'elenco*
1.2 *L'autonomia statutaria*
1.3 *La vigilanza sulla perdita del voto maggiorato*
1.4 *Articolato*

2. ASSETTI PROPRIETARI
2.1 *Il riferimento temporale*
2.2 *Le variazioni di natura passiva delle soglie rilevanti*
2.3 *Patti parasociali*
2.4 *Articolato*

3. DISCIPLINA DELL'OPA OBBLIGATORIA
3.1 *Il criterio di calcolo della partecipazione rilevante*
3.2 *Il superamento della soglia rilevante dei diritti di voto per fatto del terzo*
3.3 *L'obbligo di OPA al superamento della soglia del 25%*
3.4 *Gli obblighi ex art. 108 e 111 del TUF*
3.5 *Articolato*

4. QUESTIONARIO
Simulazione delle ipotesi regolamentari

QUADRO GIURIDICO DI RIFERIMENTO

1. L'articolo 20 del decreto legge 24 giugno 2014, n. 91, convertito con modificazioni dalla legge 11 agosto 2014, n. 116, ha apportato rilevanti modifiche al diritto societario, con particolare riferimento all'abrogazione del divieto di emissione di azioni con diritto di voto plurimo, in precedenza disciplinato dall'articolo 2351, comma 4, cod. civ.

Con riguardo alla disciplina applicabile alle società quotate, il nuovo articolo 127-*quinquies* del Testo unico finanziario, introdotto dal citato decreto, consente di attribuire un diritto di voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, alle azioni appartenute a uno stesso azionista per almeno 24 mesi. Tale diritto viene meno nelle ipotesi previste dal comma 3 della citata disposizione, ovvero, tra gli altri, nei casi di cessione a titolo oneroso delle azioni con diritto di voto maggiorato. Il diritto di voto maggiorato, in sostanza, non assume natura reale, non essendo incorporato, per cui le azioni con voto maggiorato non rappresentano una speciale categoria di azioni differenti da quelle ordinarie (art. 127-*quinquies*, comma 5).

L'articolo 127-*quinquies*, comma 7, precisa, inoltre, che il possesso continuativo per almeno 24 mesi si computa a decorrere dalla data di iscrizione in un apposito elenco tenuto dalle società, fatta salva l'ipotesi in cui la delibera di modifica dello statuto sia assunta nel corso del procedimento di quotazione in un mercato regolamentato delle azioni di una società non risultante da una fusione e che coinvolga una società con azioni quotate, potendosi a tal fine computare il possesso anteriore alla data di iscrizione dell'elenco citato.

I diritti di voto risultanti dalla maggiorazione si computano per la determinazione dei *quorum* costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale, salvo che lo statuto non disponga diversamente (art. 127-*quinquies*, comma 8). La maggiorazione trova applicazione, quindi, in sede di deliberazione concernente tanto le materie di competenza dell'assemblea ordinaria (quali la nomina o la revoca dei componenti degli organi sociali e azione di responsabilità, l'approvazione del bilancio d'esercizio e la distribuzione degli utili), quanto quelle di competenza dell'assemblea straordinaria (modifiche allo statuto, operazioni di finanza straordinaria), ma non ha effetto sui diritti, diversi dal voto, spettanti in forza del possesso di determinate aliquote di capitale (convocazione dell'assemblea su richiesta dei soci, denunzie e altri diritti dei soci, quale, ad esempio, la facoltà di presentazione delle liste di candidati per la nomina degli organi sociali).

Il citato decreto n. 91/2014 ha poi introdotto nel Testo unico un ulteriore articolo che consente alle società, che abbiano emesso azioni a voto plurimo anteriormente all'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato, di mantenere inalterati i diritti e le caratteristiche di tali azioni, nonché, nei limiti ivi previsti, di emettere azioni a voto plurimo a seguito di aumento di capitale, fusione e scissione (art. 127-*sexies* del TUF).

Il decreto, inoltre, ha apportato al Testo unico le modifiche di coordinamento riguardanti la disciplina dell'OPA obbligatoria e del recesso del socio. Quanto alle prime, è stato modificato

l'articolo 106 del TUF, prevedendo l'obbligo di offerta pubblica totalitaria nel caso di superamento della soglia del 30% per effetto della maggiorazione, nonché nei casi di consolidamento della partecipazione rilevante ai sensi dell'articolo 106, comma 5, lett. *a)*, del TUF. Tali obblighi trovano applicazione anche nei casi di concerto tra più soggetti, qualora il superamento della soglia rilevante consegua alla maggiorazione del diritto di voto (art. 109, comma 1, secondo periodo, del TUF).

È stata apportata una modifica all'articolo 106, comma 5, lett. *d)*, del TUF, prevedendo, quale esenzione dall'obbligo di OPA, il superamento della soglia rilevante di carattere temporaneo. È stato, altresì, modificato l'articolo 104-*bis* del TUF per allineare la regola di neutralizzazione a quanto previsto dall'articolo 11 della direttiva 2004/25/CE del 21 aprile 2004, concernente le offerte pubbliche di acquisto.

Il comma 2 dell'articolo 127-*quinquies* delega alla Consob il compito di stabilire le disposizioni di attuazione in materia di maggiorazione del diritto di voto, al fine di assicurare la trasparenza degli assetti proprietari e l'osservanza delle regole in materia di obblighi di offerta, fermi restando gli obblighi di comunicazione previsti in capo ai titolari di partecipazioni rilevanti.

Peraltro, il decreto ha modificato l'articolo 105, comma 3, del TUF, che delega la Consob a determinare, con proprio regolamento, i criteri di calcolo della partecipazione rilevante, tenuto conto che il menzionato articolo 106 del TUF già chiarisce che l'obbligo di offerta si applica nei confronti di chi dispone di "*diritti di voto in misura superiore al trenta per cento*".

Le anzidette modifiche si aggiungono alla normativa vigente che già demanda alla Consob la regolamentazione di particolari aspetti della disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto, quali, tra gli altri, il criterio di calcolo della partecipazione rilevante e i casi di esenzione dagli obblighi di offerta (articoli 105, comma 3, e 106, comma 5, del TUF). Le modifiche apportate al Testo unico comportano la necessità, pertanto, di una revisione delle disposizioni regolamentari attualmente in vigore per adeguarle alle innovazioni introdotte in materia di maggiorazione del diritto di voto e di emissione di azioni con diritto di voto plurimo.

2. L'intervento legislativo ha, inoltre, apportato alcune modifiche che riguardano la disciplina applicabile alle piccole e medie imprese (PMI), tali intendendosi le società che rientrano nella definizione introdotta all'art. 1, comma 1, lett. *w-quater.1)*, del TUF, in relazione alla capitalizzazione media (inferiore a 500 euro/mln) e al fatturato (inferiore a 300 euro/mln)[1].

[1] La definizione precisa che "*Non si considerano PMI gli emittenti azioni quotate che abbiano superato entrambi i predetti limiti per tre esercizi, ovvero tre anni solari, consecutivi*". Peraltro, con l'ordine del giorno n. 9/2568-AR/162, accolto dal Governo come raccomandazione in data 6 agosto 2014, si è precisato che, riferendosi al fatturato, non sono escluse dall'ambito applicativo degli interventi a favore delle piccole e medie imprese le società diverse da quelle industriali, per le quali il criterio del fatturato è di difficile applicazione. Limitatamente alle banche e agli altri intermediari finanziari, la soglia relativa al fatturato va calcolata ai sensi dell'articolo 16 della legge 10 ottobre 1990, n. 287, in materia di comunicazione delle concentrazioni, avuto riguardo al decimo del totale dell'attivo dello stato patrimoniale, esclusi i conti d'ordine, nonché, per le imprese di assicurazione, tenendo conto del valore dei premi incassati. Peraltro, si è chiarito che la definizione sopra citata si riferisce all'ultimo bilancio annuale consolidato ove redatto. Cfr. Resoconto stenografico dell'Assemblea, seduta n. 280, in *www.camera.it*

In particolare, per le società – anche già quotate - che rientrino in tali parametri si è previsto l'innalzamento della soglia dal 2% al 5% del capitale per le comunicazioni delle partecipazioni rilevanti e per le partecipazioni reciproche; la possibilità di determinare con apposita clausola statutaria una soglia OPA compresa tra il 25% e il 40%, nonché la facoltà di *opt-out* statutario dell'obbligo di OPA da consolidamento in regime di *grace period*.

3. Il decreto citato ha apportato ulteriori modifiche della normativa primaria aventi ad oggetto:

- l'introduzione della facoltà per le società chiuse di utilizzare gli IAS/IFRS ai fini della redazione del bilancio di esercizio (art. 4, comma 6, del decreto legislativo 28 febbraio 2005, n. 38) senza necessità del decreto attuativo da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze;
- i criteri di determinazione del valore delle azioni in caso di recesso (art. 2437-*ter*, cod. civ.);
- l'ammontare minimo del capitale sociale, ridotto da euro 120.000 a 50.000 (art. 2327 cod. civ.);
- la possibilità di prevedere, in via statutaria, che il diritto di voto sia limitato a una misura massima o di disporne scaglionamenti (art. 2351, comma 3, cod. civ.);
- la riduzione da trenta a quindici giorni del termine per l'esercizio del diritto di opzione (art. 2441 cod. civ.).

* * *

1. MAGGIORAZIONE DEL DIRITTO DI VOTO

L'articolo 127-*quinquies*, comma 2, del TUF demanda alle società quotate l'individuazione in via statutaria delle "*modalità per l'attribuzione del voto maggiorato e per l'accertamento dei relativi presupposti*", fermo restando la necessità che le stesse prevedano un apposito elenco in cui devono iscriversi i soci che intendano beneficiare del voto maggiorato, al termine del periodo di 24 mesi che decorre, appunto, dalla medesima iscrizione.

La funzione assolta dall'elenco è duplice: da un lato, l'iscrizione si pone quale presupposto indefettibile ai fini del computo del periodo di possesso continuato previsto dalla disposizione, costitutivo del diritto di voto maggiorato; dall'altro, consente all'emittente il monitoraggio del proprio azionariato, in virtù della nominatività delle iscrizioni, indipendentemente dall'applicazione degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti.

1.1 *La natura giuridica dell'elenco*

Il primo aspetto concerne la natura giuridica di tale elenco. Sembrerebbe, infatti, che l'elenco cui si riferisce la disposizione in esame, lungi dal costituire un nuovo libro sociale, possa essere considerato documentazione complementare al libro soci. In tale elenco, pertanto, dovranno essere indicati quantomeno i dati identificativi degli azionisti che hanno richiesto l'iscrizione e il numero delle azioni possedute, ai sensi dell'articolo 2421, comma 1, n. 1), cod. civ.

Sotto l'aspetto della trasparenza delle iscrizioni nell'elenco, in ragione di quanto si è detto, 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 ritiene 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. Tali informazioni dovranno essere, pertanto, oggetto di pubblicazione nel sito *internet* della società emittente.

1.2 *L'autonomia statutaria*

Altro aspetto di particolare rilevanza concerne il meccanismo di acquisto del diritto di voto maggiorato. L'art. 127-*quinquies* del TUF demanda 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 (*concambio per i casi di fusione o scissione*), e, nel corso del procedimento di quotazione, 7 (*computo del possesso pregresso*). Nell'esercizio dell'autonomia riconosciuta dalla legge, 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 (*on going* oppure in determinate finestre temporali), 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, l'eventuale previsione di un intermediario presso cui depositare le azioni.

Ciò posto, nel rispetto dell'autonomia statutaria riconosciuta in materia, si ritiene di sottoporre al mercato una regolamentazione che imponga alcuni adempimenti *de minimis* 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.

In particolare, tenuto conto del regime di dematerializzazione dei titoli azionari, si ritiene opportuno che una volta ottenuta la legittimazione all'esercizio dei diritti sociali (incluso, quindi, il diritto all'iscrizione nell'elenco e alla conseguente maggiorazione), a seguito della registrazione, l'azionista esibisca alla società una certificazione rilasciata dall'intermediario conformemente alle proprie scritture contabili, 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).

Analoga certificazione è richiesta al termine del periodo di possesso continuato per 24 mesi dall'iscrizione; in tal caso la certificazione deve contenere, oltre alle informazioni già previste dall'articolo 21 dal citato Regolamento, anche l'attestazione della durata della detenzione dei relativi strumenti finanziari.

1.3 ***La vigilanza sulla perdita del voto maggiorato***

Un aspetto di particolare rilevanza concerne l'*enforcement* nei casi di perdita del voto maggiorato a seguito di cessione delle azioni. Infatti, qualora il soggetto che ha ceduto azioni con diritto di voto maggiorato non comunichi l'avvenuta cessione alla società partecipata, risulterebbe falsato il numero complessivo dei diritti di voto sui quali gli altri azionisti sono tenuti a computare le proprie partecipazioni, ai fini dell'applicazione degli obblighi di trasparenza previsti in materia di assetti proprietari e OPA obbligatoria. Per tale motivo si ritiene opportuno introdurre un obbligo di segnalazione alla società nei casi di cessione delle azioni con diritto di voto maggiorato. A tal fine si intende procedere ad una modifica dell'articolo 26 del Regolamento in materia di gestione accentrata, prevedendo tale obbligo in capo all'intermediario in linea con la disciplina relativa alle altre segnalazioni.

Inoltre, sono in corso ulteriori approfondimenti al fine di chiarire se nelle ipotesi di cessione delle azioni – quale causa estintiva della maggiorazione del diritto di voto – vadano ricondotte le fattispecie di scissione tra titolarità del diritto di voto e titolarità delle relative azioni, come nei casi di pegno, usufrutto e sequestro delle azioni.

1.4 ***Articolato***

Tenuto conto di quanto illustrato nei precedenti paragrafi, si propone di apportare all'articolato del Regolamento Emittenti le seguenti modifiche:

Regolamento Emittenti

(…)

TITOLO IV
~~Esercizio del~~ DIRITTO DI VOTO

(…)

Capo III-*bis*
(Maggiorazione del diritto di voto)

Art. 143-*quater*
(Iscrizione e cancellazione dall'elenco)

1. Ove lo statuto non disponga diversamente, nelle società che consentono la maggiorazione del diritto di voto:
a) **l'azionista che intende iscriversi nell'elenco previsto dall'articolo 127-*quinquies* esibisce all'emittente la certificazione prevista dall'articolo 83-*quinquies*, comma 3, del Testo unico;**
b) **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.**
c) **l'intermediario segnala all'emittente le operazioni di cessione delle azioni con diritto di voto maggiorato, secondo quanto previsto dall'articolo 127-*quinquies*, comma 3, del Testo**

unico, ai fini dell'adempimento degli obblighi previsti dall'articolo 85-*bis*.
2. Le medesime società rendono noti, mediante 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.

2. ASSETTI PROPRIETARI

L'articolo 120, comma 1, del TUF, a seguito della novella legislativa, 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), che chiaramente nelle società i cui statuti prevedano la maggiorazione del diritto di voto potrebbe non coincidere con la percentuale detenuta rapportata alle azioni che compongono il capitale.

Esempio: *Tizio ha acquistato il 2,01% del capitale che rappresenta l'1,9% dei diritti di voto; Tizio non è soggetto all'obbligo di comunicazione di tale partecipazione.*

La possibilità che il numero complessivo dei diritti di voto subisca delle oscillazioni in aumento o in riduzione comporta due ordini di problemi: l'individuazione di un riferimento temporale per determinare il numero dei diritti di voto esistenti, sulla base del quale calcolare il denominatore delle partecipazioni rilevanti, e l'applicazione degli obblighi di comunicazione in presenza di oscillazioni di natura meramente passiva[2].

2.1 *Il riferimento temporale*

In ordine alla prima problematica, si propone di introdurre 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 di calendario durante il quale si è verificato un aumento o una diminuzione di tale ammontare e, comunque, entro il termine di pubblicazione dell'avviso di

[2] L'art. 9, par. 2, della Direttiva 2004/109/CE prevede che "*lo Stato membro d'origine assicura che gli azionisti notifichino all'emittente la percentuale di diritti di voto laddove tale percentuale raggiunga, superi, o scenda al di sotto delle soglie di cui al paragrafo 1, a seguito di eventi che modificano la distribuzione dei diritti di voto e sulla base delle informazioni pubblicate a norma dell'articolo 15. Qualora un emittente abbia sede in un paese terzo la notifica è compiuta per eventi di portata equivalente*".

convocazione dell'assemblea dei soci[3], con le modalità di diffusione previste per la pubblicazione delle informazioni regolamentate.

L'introduzione di tale obbligo di comunicazione da parte dell'emittente corrisponde ad un livello di regolamentazione minima, tenuto conto di quanto previsto dall'articolo 15 della Direttiva *Transparency*, ai sensi del quale "*lo Stato membro d'origine prescrive almeno che l'emittente comunichi al pubblico il totale dei diritti di voto e del capitale alla fine di ciascun mese di calendario durante il quale si è verificato un aumento o una diminuzione di tale totale*", e, peraltro, 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[4].

La pubblicazione di tale informativa ad ogni occasione di aumento o riduzione del numero complessivo dei diritti di voto comporterebbe, per la società emittente, un obbligo di trasparenza 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.

Esempio: *Nella società Alfa l'ammontare complessivo dei diritti di voto è pari 100. Tizio detiene 2 diritti di voto pari al 2% del totale diritti di voto; Caio detiene 25 diritti di voto, che rappresentano il 25%; per effetto della maggiorazione Caio dispone di 50 diritti di voto sul totale di 125, quindi, del 40% dei diritti di voto. Tizio, per effetto della maggiorazione dei diritti di voto di Caio, vedrà ridotta la propria partecipazione in misura inferiore alla soglia del 2% e dovrebbe comunicare tale riduzione.*

Sulla base dell'informativa pubblicata dalla società sul numero complessivo dei diritti di voto, ai sensi dell'articolo 85-*bis* del Regolamento Emittenti, coloro che partecipano al capitale dell'emittente 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.

Il beneficio dell'impostazione adottata è quello di concentrare le comunicazioni delle partecipazioni rilevanti per effetto della maggiorazione in un'unica finestra temporale (prima metà di ogni mese). Resta fermo 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.

[3] 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 sul sito internet della società entro il termine di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea.

[4] Analoga soluzione è adottata in Francia (L. 233-8 (II), *Code de Commerce* e art. 223-16, del *Règlement Général* dell'AMF).

2.2 *Le variazioni di natura passiva delle soglie rilevanti*

Per quanto riguarda l'applicazione degli obblighi di comunicazione in presenza di oscillazioni di natura meramente passiva, con la proposta di modifica apportata all'articolo 117, comma 2, del Regolamento Emittenti, si introduce per tutte le società uno specifico esonero (ai sensi dell'articolo 120, comma 4, lett. *d-quater)*, del TUF) dall'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti nei casi di aumento o di riduzione in misura maggiore o inferiore alla soglia del 2%. Tale soluzione risulta coerente con quanto previsto dalla Direttiva *Transparency*, che prevede, quale prima soglia rilevante ai fini della notifica dell'acquisizione o della cessione di partecipazioni rilevanti, quella del 5%.

La *ratio* di tale semplificazione muove dalla necessità di contemperare gli obblighi 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 nel mercato.

Con particolare riguardo alle ipotesi di maggiorazione dei diritti di voto, l'imposizione di un obbligo di comunicazione per il superamento (o riduzione) di natura passiva della soglia del 2% potrebbe, infatti, comportare effetti distorsivi sullo sviluppo del mercato azionario italiano e disincentivare la partecipazione – specie da parte degli investitori istituzionali - al capitale delle società quotate italiane. Si tenga presente che, in presenza di un obbligo anzidetto, i soggetti che hanno un interesse meramente finanziario e partecipano al capitale in misura inferiore al 2% potrebbero ritenere economicamente più conveniente cedere la propria partecipazione, piuttosto che adottare adeguati sistemi di gestione degli obblighi di *disclosure*, a causa di eventi, appunto, non derivanti da un proprio atto di volontà.

In particolare, nell'ottica di una semplificazione degli oneri relativi agli obblighi informativi, si ritiene che allineare gli obblighi di comunicazione in caso di superamenti delle soglie meramente passivi alla soglia minima comunitaria del 5% non comporti un indebolimento della finalità della disciplina della trasparenza proprietaria nello specifico contesto italiano, anche tenuto conto che restano fermi i poteri di vigilanza informativa della Consob, previsti dagli articoli 114 e 115 del TUF.

2.3 *Patti parasociali*

Per quanto riguarda la disciplina degli obblighi di comunicazione dei patti parasociali, ai sensi dell'art. 122 del TUF e degli art. 127 e ss. del Regolamento Emittenti, si propone di apportare talune modifiche in considerazione sia dell'intervenuta novella legislativa, sia dell'esigenza di semplificare ulteriormente il regime di pubblicità dei patti medesimi.

Tali proposte riguardano:

- il riferimento al numero dei diritti di voto, in luogo delle azioni, detenuti, sia singolarmente che complessivamente dagli aderenti ai patti parasociali sia in sede di prima stipula che di eventuali modifiche dell'accordo;
- la semplificazione degli obblighi di *disclosure* in caso di variazione relative esclusivamente al numero dei diritti di voto sindacati dagli aderenti ove tali variazioni non comportino superamenti o riduzioni entro (singolarmente o congiuntamente) delle soglie di cui all'articolo 120 del TUF. Ove ciò si verifichi, l'obbligo di comunicazione delle variazioni è ridotto a una volta l'anno (entro cinque giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale);
- la semplificazione nelle modalità di diffusione dell'estratto, nel medesimo caso di variazioni quantitative non significative, che va pubblicato sul sito internet della società i cui strumenti sono oggetto del patto.

2.4 *Articolato*

Tenuto conto di quanto illustrato nei precedenti paragrafi, si propone di apportare all'articolato del Regolamento Emittenti le seguenti modifiche:

Regolamento Emittenti

(…)

PARTE III
EMITTENTI

(…)

TITOLO II
INFORMAZIONE SOCIETARIA

(…)

Capo II
Comunicazioni al pubblico

(…)

Sezione VI
Altre informazioni

(…)

Art. 85-*bis*
(Modifiche del capitale sociale **e dei diritti di voto**)

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-*quinquies*, 65-*sexies* e 65-*septies*, e
b) alla Consob, mediante il sistema di Teleraccolta, secondo le specifiche modalità indicate dalla stessa con propria comunicazione.
2. La comunicazione prevista dal comma 1 è effettuata entro il giorno successivo:
a) al deposito presso il registro delle imprese dell'attestazione dell'aumento di capitale prevista dagli articoli 2420-*bis*, comma 3, e 2444, comma 1, del codice civile;
b) a quello in cui la deliberazione di riduzione del capitale può essere eseguita ai sensi dell'articolo 2445, comma 3, del codice civile;
c) alla data di decorrenza degli effetti della fusione o della scissione ai sensi degli articoli 2504-*bis* e 2506-*quater* del codice civile.

3. La comunicazione è effettuata entro cinque giorni dall'iscrizione presso il registro delle imprese:
a) della delibera di aumento di capitale ai sensi dell'articolo 2442 del codice civile o di riduzione del capitale per perdite;
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.
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.
4-*bis*. Nel caso in cui lo statuto preveda la maggiorazione del diritto di voto ai sensi dell'articolo 127-*quinquies*, ovvero l'emissione di azioni con diritto di voto plurimo ai sensi dell'articolo 127-*sexies* 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 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 di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea.

TITOLO III
ASSETTI PROPRIETARI

Capo I
Partecipazioni rilevanti

Art. 116-*terdecies*
(Definizioni)

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;
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;**

(…)

Sezione I
Partecipazioni in emittenti quotati

Art. 117
(Comunicazione delle partecipazioni rilevanti)

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).
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 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*.**

Art. 118
(Criteri di calcolo delle partecipazioni)

1. Ai fini degli obblighi di comunicazione disciplinati dall'articolo 120 del Testo unico e dalla presente Sezione, sono considerate partecipazioni le azioni delle quali un soggetto è titolare, anche se il diritto di voto spetta o è attribuito a terzi ovvero è sospeso. Sono, altresì, considerate partecipazioni le azioni in relazione alle quali spetta o è attribuito ad un soggetto il diritto di voto ove ricorra uno dei seguenti casi o una combinazione degli stessi:
a) il diritto di voto spetti in qualità di creditore pignoratizio o di usufruttuario;
b) il diritto di voto spetti in qualità di depositario o intestatario conto terzi, purché tale diritto possa essere esercitato discrezionalmente;
c) il diritto di voto spetti in virtù di delega, purché tale diritto possa essere esercitato discrezionalmente in assenza di specifiche istruzioni da parte del delegante;
d) il diritto di voto spetti in base ad un accordo che prevede il trasferimento provvisorio e retribuito del medesimo.
2. Nel caso di azioni oggetto di operazioni di prestito titoli o di riporto, l'obbligo di comunicazione ricade sia sul prestatore o riportato sia sul prestatario o riportatore. Tale obbligo non sorge in capo al prestatario o riportatore nel caso previsto dall'articolo 119-*bis*, comma 3, lettera a), purché lo stesso non eserciti il diritto di voto.
3. Ai medesimi fini di cui al comma 1, sono computate sia le azioni di cui sono titolari interposte persone, fiduciari, società controllate sia quelle in relazione alle quali il diritto di voto spetta o è attribuito a tali soggetti.
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.
4. …*omissis*…
5. Le società di gestione e i soggetti abilitati calcolano la partecipazione con riferimento al totale delle partecipazioni gestite.
6. Nell'ipotesi di più operazioni realizzate nel medesimo giorno di negoziazione, la partecipazione da considerare ai fini dell'assolvimento degli obblighi è quella risultante dall'ultima operazione effettuata.
7. Le partecipazioni delle quali un soggetto è titolare devono essere rapportate, per il calcolo della percentuale, al capitale sociale.
8. Qualora sussista l'obbligo di comunicazione ai sensi dell'articolo 117, la medesima comunicazione dovrà, altresì, contenere:
a) l'indicazione delle azioni di cui il soggetto tenuto all'obbligo è titolare suddivise per categoria; nonché
b) la percentuale da esse rappresentata sul totale delle azioni della medesima categoria.

Art. 120
(Trasparenza sugli aderenti a patti parasociali)

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** conferit~~e~~**i** nel patto dagli altri aderenti, indicando:
a) ~~le azioni~~ **i diritti di voto riferiti alle azioni** complessivamente conferit~~e~~**i** nel patto;
b) ~~le proprie azioni~~ **i propri diritti di voto riferiti alle azioni** conferit~~e~~**i** nel patto;
c) ~~le proprie ulteriori azioni~~ **i propri ulteriori diritti di voto riferiti alle azioni** non conferit~~e~~**i** nel patto.
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.
3. La comunicazione è effettuata ~~secondo le indicazioni contenute nell'Allegato 4B~~ nei termini di cui all'articolo 121, comma 1.
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.

Capo II
Patti parasociali

Sezione I
Comunicazione del patto

(…)

Art. 128
(Altre comunicazioni)

1. Entro cinque giorni dal loro perfezionamento sono comunicate alla Consob:
a) le modifiche del patto, mediante trasmissione di copia integrale del patto modificato con evidenza delle variazioni intervenute ovvero di copia del separato accordo che ha modificato il patto originario; il patto modificato o l'accordo modificativo è altresì trasmesso mediante riproduzione su strumenti informatici;
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);
c) la notizia del rinnovo e dello scioglimento del patto.
2. Copia dell'estratto e di quanto pubblicato ai sensi dell'articolo 131 è trasmesso alla Consob, anche mediante riproduzione su supporto informatico, entro cinque giorni dalla pubblicazione, con indicazione del quotidiano e della data di pubblicazione. Nelle ipotesi previste dall'articolo 131, il supporto contiene le informazioni essenziali del patto pubblicate ai sensi dell'articolo 130 ovvero dell'articolo 131.
3. Nell'ipotesi di recesso prevista dall'articolo 123, comma 2 del Testo unico la notizia del preavviso è trasmessa alla Consob, a cura del recedente, entro cinque giorni dal suo inoltro.

Sezione II
Estratto del patto

Art. 129
(Contenuto e modalità di pubblicazione dell'estratto)

1. L'estratto è pubblicato su un quotidiano a diffusione nazionale e contiene almeno l'indicazione del tipo di patto, la percentuale complessiva del capitale sociale, avente diritto di voto, **ovvero il numero complessivo dei diritti di voto** conferit**~~a~~** 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.
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*.**

Art. 130
(Informazioni essenziali)

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:
a) la società i cui strumenti finanziari sono oggetto del patto;
b) il numero **dei diritti di voto riferiti alle azioni** e 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, 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;
c) i soggetti aderenti al patto, esplicitando:
- 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 conferit**~~i~~e** rispetto al numero totale ~~delle azioni~~ **dei diritti di voto** conferit**~~i~~e** ~~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 categoria nonché il numero delle azioni che possono essere acquistate o sottoscritte;
- 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.
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 conferit**ie** ~~e~~ 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 conferit**ie**. L'elenco è reso disponibile dalla società per la consultazione da parte del pubblico;

d) il contenuto e la durata del patto**, precisandone la data di stipula e la relativa efficacia**;

e) l'ufficio del registro delle imprese presso cui il patto è depositato~~,~~ **e** la data ~~e gli estremi~~ del deposito.

2. Le informazioni previste dal comma 1, lettera c) sono integrate, se oggetto di previsione nell'accordo, dall'indicazione:

a) del tipo di patto tra quelli previsti dall'articolo 122, commi 1 e 5, del Testo unico;

b) degli organi del patto, dei compiti ad essi attribuiti e delle modalità di composizione e di funzionamento;

c) della disciplina del rinnovo del patto e del recesso dallo stesso;

d) delle clausole penali;

e) del soggetto presso il quale gli strumenti finanziari sono depositati.

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:

a) l'indicazione dei soggetti che controllano gli aderenti al patto;

b) il numero ~~delle azioni detenute~~ **dei diritti di voto riferiti alle azioni** d~~e~~**a**gli aderenti e non **conferitie** al patto.

Art. 131

(Variazioni, rinnovo e scioglimento del patto)

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.**

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~~, ~~indicando la situazione al momento esistente~~, ~~qualora nessuna delle percentuali menzionate nell'anzidetto articolo 130, comma 1, lettere b) e c), secondo alinea vari di più di due punti percentuali.~~

2-*bis*. In deroga a quanto disposto dal comma precedente, qualora nessuna delle percentuali indicate dall'articolo 130, comma 1, lettere b) e c), secondo alinea, raggiunga o superi le soglie del 2%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50%, 66,6%, 90% e 95%, ovvero si riduca al di sotto delle stesse, le modifiche sono pubblicate, con le modalità di cui al comma 2, entro cinque giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale, indicando la situazione al momento esistente.

3. Con le modalità previste dall'articolo 129, sono pubblicate:
a) nell'ipotesi di recesso prevista dall'articolo 123, comma 2, del Testo unico, la notizia del preavviso, a cura del recedente, entro cinque giorni dall'inoltro dello stesso;
b) la notizia del rinnovo e dello scioglimento del patto entro cinque giorni dal loro perfezionamento.
3-bis. Contestualmente alla pubblicazione, le informazioni essenziali aggiornate secondo quanto disposto dai precedenti commi sono inviate alla società i cui strumenti finanziari sono oggetto del patto che ne cura la diffusione al pubblico, con le modalità indicate dagli articoli 65-*quinquies*, 65-*sexies* e 65-*septies*.

3. DISCIPLINA DELL'OPA OBBLIGATORIA

3.1 *Il criterio di calcolo della partecipazione rilevante*

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.

Il legislatore non è intervenuto sul testo dell'articolo 105, comma 2, del TUF, 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 ha modificato, come già anticipato, 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 OPA alternativa, correlata, cioè, sia alla detenzione delle azioni con diritto di voto in misura superiore al 30% del totale del capitale sociale, sia conseguente alla detenzione di più del 30% del totale dei diritti di voto.

La *ratio* dell'obbligo di OPA, nel sistema delineato dalla Direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto, è quella 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, il cui ammontare (così come le modalità di calcolo) è rimesso alla discrezionalità degli Stati membri in cui la società ha la sede legale (cfr. *Considerando* n. 9 e articolo 5, paragrafi 1-3). Nello stesso depone il citato articolo 105, comma 2, del TUF, che, come detto, riconduce la definizione di partecipazione alla detenzione di titoli che attribuiscono il diritto di voto, così come la nuova formulazione dell'articolo 106, comma 1, del TUF.

In attuazione della delega anzidetta, per le società che hanno introdotto la maggiorazione del diritto di voto, ovvero consentono l'emissione di azioni con diritto di voto plurimo, si ritiene pertanto che

l'obbligo di OPA venga in rilievo al superamento delle soglie percentuali calcolate in relazione al numero complessivo dei diritti di voto.

Il vantaggio di tale criterio di calcolo si coglie sul piano della semplificazione dei criteri di computo della partecipazione - che il legislatore ha demandato alla Consob anche nelle ipotesi di maggiorazione del diritto di voto - e della (tendenziale) uniformità con la disciplina degli assetti proprietari, poiché in tutti i casi il denominatore di calcolo sarebbe corrispondente, con le rispettive peculiarità, al numero complessivo dei diritti di voto.

L'imposizione di un obbligo di OPA correlato alla detenzione di azioni con diritto di voto in misura superiore al 30% del totale del capitale sociale - anche qualora tale partecipazione, rapportata al numero complessivo dei diritti di voto, rappresenti una percentuale inferiore – potrebbe comportare effetti disincentivanti alla partecipazione al capitale delle medesime società.

Esempio: *Tizio per effetto di acquisti detiene il 31% rapportato al numero complessivo delle azioni ordinarie con diritto di voto emesse dalla società (il capitale sociale), mentre dispone del 29% dei diritti di voto, a causa del voto maggiorato di Caio. Tizio è obbligato a lanciare l'OPA.*

La differenza tra le opzioni possibili si coglie, altresì, sul piano della contendibilità delle imprese. Poiché la maggiorazione dei diritti di voto è garantita dallo statuto a tutti i soci, la disponibilità di diritti di voto in misura superiore alla soglia è pur sempre una situazione precaria soggetta a variazioni dipendenti dal comportamento degli altri soci, se ad essa non corrisponde (anche) la detenzione di partecipazioni rilevanti in termini di capitale sociale.

3.2 *Il superamento della soglia rilevante dei diritti di voto per fatto del terzo*

Questione strettamente connessa con le modalità di esercizio della delega sui criteri di calcolo delle partecipazione rilevante, è quella concernente i superamenti meramente passivi delle soglie rilevanti ai fini OPA.

Tali superamenti della soglia rilevante si possono verificare tenuto conto che il numero totale dei diritti di voto (il denominatore su cui si calcola partecipazione) può subire variazioni in diminuzione, a seguito della rinuncia alla maggiorazione ovvero della vendita delle azioni che attribuivano diritto di voto maggiorato e un azionista si trovi a superare le predette soglie per un fatto non derivante, appunto, dalla propria volontà.

La Direttiva OPA, all'articolo 5, paragrafo 1, contiene un riferimento all'acquisto di partecipazioni come presupposto dell'obbligo d'offerta (fermo restando che gli Stati membri sono liberi di declinare la nozione di "controllo" rilevante), ma al contempo sancisce la necessità di tutela degli azionisti di minoranza in presenza di "*un cambiamento nel controllo*" (*Considerando* n. 2), ovvero "*all'assunzione di controllo*" della società (*Considerando* n. 9). Inoltre, per essere efficaci, le norme sulle offerte pubbliche di acquisto dovrebbero essere "*flessibili e adattabili*" ad eventuali nuove

circostanze e, di conseguenza, dovrebbero contemplare la possibilità di "*eccezioni e deroghe*" (così *Considerando* n. 6).

L'OPA obbligatoria assolve alla funzione di consentire la distribuzione tra i soci del premio pagato – laddove sussista - per ottenere il controllo di una società («premio del controllo»), in ciò postulando un trasferimento oneroso di un pacchetto di maggioranza; nondimeno, come si è già detto, l'obbligo di OPA offre uno strumento di protezione degli azionisti di minoranza, mediante riconoscimento del diritto di *exit* in caso di acquisizione del controllo da parte di un nuovo soggetto, ciò che di per sé consentirebbe di ritenere astrattamente sussistente un obbligo di OPA anche in presenza di un superamento meramente passivo della soglia rilevante.

L'articolo 106, comma 1, del TUF (anche a seguito della novella legislativa), prevede il sorgere dell'obbligo di OPA per chiunque venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia indicata "*…a seguito di acquisti ovvero di maggiorazione…*".

Alla luce del quadro normativo di riferimento e delle regole specifiche che presiedono la materia, poste in essere secondo una tecnica di deroghe ed eccezioni rispetto ad obblighi previsti in via generale, nel complesso della materia in esame si evince che, sul piano della qualificazione dell'obbligo legale[5], il termine "*acquisto*" è da intendere in senso ampio, come omnicomprensivo di tutte le condotte di *acquisizione* del controllo di una società quotata.

Ne è una conferma il rilievo che la normativa vigente attribuisce espressamente rilevanza al superamento della soglia - ovvero all'acquisizione del controllo – conseguente alle operazioni di fusione o scissione (articolo 106, comma 5, lett. *e)*, del TUF), a prescindere dall'indagine circa l'espressione del voto da parte del soggetto che ha superato la soglia e anche in assenza, in siffatte ipotesi, di un "*acquisto*" in senso stretto, tale non potendosi ritenere il concambio[6]. Nella prospettiva dei soci, quest'ultimo esprime invero il criterio in forza del quale verranno ripartite, all'interno della compagine allargata, le pretese residuali sui flussi finanziari generati dalla entità *post*-fusione, nonché i poteri amministrativi funzionali alla gestione (indiretta) di quei flussi.

Sotto altro versante, nella fattispecie di esenzione dall'obbligo per "*causa indipendente dalla volontà dell'acquirente*" (prevista dall'articolo 106, comma 5, lett. *c)*, del TUF), il superamento

[5] Al riguardo, non si fa a riferimento alle regole che presiedono alla determinazione del prezzo dell'OPA (art. 106, comma 2) e alla disciplina dell'acquisto di concerto, in caso di stipulazione di un patto parasociale (art. 109, comma 2, del TUF).

[6] Ciò richiede, appunto, l'approvazione assembleare (poiché l'operazione incide sul contenuto e la conformazione della partecipazione sociale) la quale si impone anche nei confronti del socio dissenziente, che subisce il concambio della partecipazione senza possibilità di sottrarsi ai suoi effetti. La Consob ha avuto modo di chiarire che il nesso di consequenzialità, tra l'acquisto della partecipazione e l'operazione di fusione, si ritiene esistente non solo quando il superamento delle soglie rilevanti ai fini dell'obbligo di OPA consegua direttamente al concambio azionario, ma anche qualora tale superamento derivi dalla somma delle partecipazioni detenute nella società risultante dalla fusione per effetto della stipulazione di un patto parasociale, rilevante *ex* art. 122, TUF, "*strettamente funzionale alla realizzazione di una fusione e contestuale agli accordi relativi al progetto di fusione*" (cosi, tra le altre, la comunicazione n.DEM/11047987 del 26 maggio 2011). A seguito delle modifiche apportate all'articolo 49, comma 1, lett. *g)*, del Regolamento Emittenti, l'esenzione dall'obbligo di OPA in caso di acquisti conseguenti ad operazioni di fusione è subordinata al c.d. *whitewash* assembleare.

della soglia è determinato non dalla volontà dell'azionista di acquisire una partecipazione rilevante (cioè intenzionalità del superamento), ma per effetto di una scelta altrui non imputabile al soggetto che ha posto in essere un "*acquisto*"[7].

La previsione di una specifica esenzione, in presenza di una causa indipendente, consente di affermare che, in via di principio, ai fini del sorgere degli obblighi previsti dall'articolo 106 del TUF, è da escludersi che occorra necessariamente accertare la volontarietà del superamento della soglia. Tale obbligo può configurarsi – seppur in astratto - anche in presenza di un superamento obiettivamente non riconducibile ad un atto volontario di un azionista. L'indagine circa la volontarietà dell'evento che ha causato il superamento della soglia rileva, semmai, ai fini dell'applicabilità dell'esenzione sopra riportata.

Tale conclusione appare, altresì, coerente con la *ratio* dell'obbligo citato, quale strumento di tutela degli interessi - di rango poziore - degli azionisti di minoranza, che trova un contemperamento in presenza di altri interessi meritevoli di tutela, specificamente individuati nei casi di esenzione previsti dall'articolo 106, comma 5, del TUF.

In sostanza, nel sistema attuale si può riscontrare una circolarità di disciplina 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 sopra riportate.

Sul punto, si evidenzia che nel panorama europeo si riscontrano sistemi normativi con previsioni piuttosto eterogenee. In particolare, in Francia[8] e Spagna[9] le norme applicabili in materia non

[7] Ad oggi tale esenzione è applicata in ipotesi di superamento della soglia determinato dall'esercizio di "*diritti di opzione, di sottoscrizione o di conversione originariamente spettanti*", in sede, quindi, di operazioni aventi ad oggetto il capitale sociale (art. 49, comma 1, lett. *d)*, del Regolamento Emittenti). L'esenzione in esame potrebbe consentire manovre elusive dell'obbligo di OPA se interpretata formalmente. Ad esempio, un socio di maggioranza relativa potrebbe incrementare la propria partecipazione e superare la soglia del 30% grazie all'esercizio del diritto d'opzione, quando gli altri soci non lo esercitano perché il prezzo di emissione è troppo alto rispetto a quello di mercato. Siffatta ipotesi non è riconducibile nell'esenzione prevista dall'art. 106, comma 5, lett. *c*), del TUF, perché – laddove si dimostri la preordinazione da parte del socio di maggioranza o l'accordo con altri soci – non può trattarsi di una causa "indipendente dalla volontà dell'acquirente".

[8] In Francia l'obbligo di offerta pubblica di acquisto è imposto a chiunque venga a detenere più del 30% dei *titoli di capitale* (con diritto di voto) *o dei diritti di voto* di una società, secondo le modalità di calcolo previste per le comunicazioni delle partecipazioni rilevanti (art. 234-1 e 234-2, *Reg. Gen.* AMF). Peraltro, la duplice concorrenza dell'obbligo di offerta tenendo conto del capitale e dei diritti di voto è stata confermata nella recente "*Loi 2014- 384, du 29 mars 2014, visant à reconquérir l'économie réelle*" a proposito della soglia di decadenza (*seuil de caducité*) per le OPA che non raggiungono il 50% del capitale o dei diritti di voto (art. 433-1-2 del *Code Monétaire et financier*). 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).

[9] Il *Real Decreto* 1066/2007, *de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores*, prevede all'art. 4 l'obbligo di OPA al conseguimento di una partecipazione di controllo, tale intendendosi il superamento della soglia del 30%, ovvero qualora nei 24 mesi successivi all'acquisizione di una partecipazione inferiore al 30% dei diritti di voto l'acquirente nomini più della metà dei componenti dell'organo di amministrazione della società. In ordine alle

richiedono che, affinché sussista l'obbligo di OPA, il superamento debba essere necessariamente conseguente ad un acquisto di partecipazioni o ad un atto di volontà. Diversamente, nel Regno Unito[10] e in Germania[11] sembrerebbe determinante in ogni caso l'acquisto di partecipazioni, anche tenuto conto che non si riscontrano disposizioni di esonero specifiche in presenza di cause indipendenti.

Ciò considerato, in revisione delle norme attuative della delega conferita dall'articolo 106, comma 5, lett. *c)*, del TUF, si ritiene opportuno inserire nel testo dell'articolo 49 del Regolamento Emittenti una specifica previsione che, nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto o hanno previsto l'emissione di azioni a voto plurimo, esenti dall'obbligo di OPA le ipotesi di superamento delle soglie, previste dall'articolo 106 del TUF[12], determinato dalla riduzione del numero complessivo dei diritti di voto.

Sempre la medesima previsione fissa un limite all'operatività dell'esenzione in esame, con conseguente sussistenza dell'obbligo di OPA nel caso in cui lo stesso soggetto, che ha superato la soglia rilevante, abbia acquistato una partecipazione superiore alle medesime soglie, calcolata in rapporto al numero dei titoli emessi dall'emittente che attribuiscono il diritto di voto sui medesimi argomenti, quindi sull'ammontare del capitale.

Esempi: *Tizio detiene il 25% delle azioni ordinarie, pari al 29% dei diritti di voto; per effetto della perdita del diritto di voto maggiorato di Caio, Tizio incrementa i propri diritti di voto al 34%. Tizio non sarà tenuto a promuovere l'OPA.*

---

modalità di conseguimento di una partecipazione di controllo, l'art. 3 specifica che ciò può avvenire mediante acquisizione di azioni, stipula di un patto parasociale, ovvero in conseguenza delle ipotesi di controllo previste dall'art. 7. Quest'ultimo espressamente 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 abbia diritti di voto in misura superiore alle percentuali rilevanti, tale soggetto 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*").

[10] La *Rule 9.1(a)* del *Tekeover Code* prevede l'obbligo di offerta in capo a "*any person acquires, whether by a series of transactions over a period of time or not, an interest in shares which (taken together with shares in which persons acting in concert with him are interested) carry 30% or more of the voting rights of a company; or[…]*". Ove un soggetto incorra nell'obbligo di OPA a causa di un "*inadvertent mistake*", si prevede (*Notes n. 4*) che "*Panel will not normally require an offer if sufficient interests in shares are disposed of within a limited period to persons unconnected with him, so that the percentage of shares carrying voting rights in which the person, together with persons acting in concert with him, is interested is reduced to below 30% in a manner satisfactory to the Panel*".

[11] In Germania, il paragrafo 37 (*Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots*) del *Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz* (*WpÜG*) consente all'Autorità di vigilanza di esentare dall'obbligo di OPA un soggetto che consegue il controllo ("*die Kontrolle…erlangt*") se ciò appare giustificato, tenuto conto degli interessi del richiedente e dei possessori di azioni nella società *target*, in considerazione delle modalità di realizzazione, ("*..ein nach der Erlangung der Kontrolle erfolgendes Unterschreiten der Kontrollschwelle, die Beteiligungsverhältnisse an der Zielgesellschaft oder die tatsächliche Möglichkeit zur Ausübung der Kontrolle unter Berücksichtigung der Interessen des Antragstellers und der Inhaber der Aktien der Zielgesellschaft gerechtfertigt erscheint*").

[12] Ci si riferisce alle soglie percentuali previste dai commi 1, 1-*bis* e 1-*ter*, nonché 3, lett. *b)* dell'articolo 106 del TUF.

Tizio ha acquistato il 31% delle azioni ordinarie pari al 22% dei diritti di voto; per effetto della perdita del diritto di voto maggiorato di Caio (unico azionista con voto maggiorato), Tizio incrementa i propri diritti di voto al 31%. Tizio è tenuto a promuovere l'OPA.

Tale previsione è coerente con la *ratio* dell'obbligo e contempera i diritti degli azionisti di minoranza con la necessità di non imporre obblighi non proporzionali a condotte del tutto prive di volontarietà, poiché il superamento della soglia rilevante è determinato da un fatto posto in essere da un terzo e non agevolmente prevedibile (perdita del voto maggiorato).

In ipotesi di operazioni con finalità elusive dell'obbligo di OPA – laddove si accerti che il superamento sia stato, in qualche misura, preordinato - potrebbe comunque ritenersi sussistente tale obbligo qualora "*..le particolari circostanze concrete, inducano a ritenere che i comportamenti dei soggetti partecipanti a vario titolo all'operazione medesima, pur formalmente rispettosi del disposto regolamentare, siano in realtà volti ad eludere la disciplina in materia di opa obbligatoria*" (principio già espresso nella prassi applicativa)[13].

Analogamente, nel caso in cui il superamento della soglia rilevante sia il frutto di un accordo tra l'azionista con diritto di voto maggiorato che cede la propria partecipazione e colui che, per effetto della conseguente riduzione del numero complessivo dei diritti di voto, viene a detenere una partecipazione superiore alla soglia rilevante, va ovviamente escluso che nel caso di specie il superamento possa essere ritenuto indipendente. Al contrario, il superamento della soglia rappresenta l'effetto di un'azione di concerto tra i medesimi soggetti, che va valutata nell'ambito della disciplina generale applicabile in materia (cfr. art. 101-*bis*, commi 4 e 4-*bis*, e art. 109 del TUF).

La previsione di un limite all'operatività dell'esenzione dall'obbligo di OPA – che viene in rilievo, come già detto, in presenza di una partecipazione calcolata sul numero dei diritti di voto esistenti – avuto riguardo alla detenzione di una quota del capitale sociale (rappresentato da titoli con diritto di voto nelle citate deliberazioni), muove dalla considerazione che anche nelle società i cui statuti prevedono la maggiorazione del diritto di voto, ovvero l'emissione di azioni con diritto di voto plurimo[14], non viene meno il valore "segnaletico" della partecipazione espresso in termini di quota

[13] Cfr. Comunicazione n. DEM/2045801 del 28 giugno 2002. Per quanto riguarda la possibilità di configurare un obbligo di OPA *ex post*, va osservato che l'ipotesi presa in considerazione da precedenti Comunicazioni della Consob è quella in cui un azionista, nell'ambito di un aumento di capitale, incrementi la percentuale di partecipazione limitandosi a sottoscrivere i propri diritti di opzione, esclusivamente perché altri azionisti rinunciano ad esercitare i medesimi diritti. Ogni successivo acquisto di azioni ordinarie da parte di tale soggetto, pertanto, non potrebbe che ricondursi direttamente alla sua volontà, ricorrendo, in presenza dei necessari presupposti, l'obbligo di OPA. Tale ultimo concetto è stato rappresentato nella Comunicazione Consob n. DEM/1081336 del 26 ottobre 2001, ove si è detto che gli acquisti "*comunque effettuati, volti a mantenere, incrementare o comunque a non far scendere la percentuale di partecipazione eventualmente acquisita in virtù dei diritti di opzione originariamente spettanti al di sotto della soglia del 30%, rilevante ex art. 106, comma l, del TUF, manifesterebbero in modo inequivoco, seppure a posteriori, che il superamento della soglia non sia stato o non sia in realtà indipendente dalla volontà dell'acquirente, come richiesto dall'art. 106, comma 5, ma al contrario a quest'ultimo direttamente imputabile*" (principio ripreso, da ultimo, nella Comunicazione DEM/11019934 del 16 marzo 2011).

[14] Occorre tenere conto che tale categoria di azioni è quella delineata dal nuovo comma 4 dell'articolo 2351, cod. civ., per cui lo statuto può prevedere un diritto di voto plurimo anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di

percentuale del numero dei titoli emessi; infatti, 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.

Anche in tali società, quindi, un soggetto che a seguito di acquisti superi la soglia del trenta percento 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 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.

L'esenzione in esame e la relativa limitazione, in presenza di un soggetto che abbia acquistato una partecipazione rilevante, troverà 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 all'introduzione del voto maggiorato non rilevano ai fini dell'applicabilità della limitazione in esame, in quanto soggetti ad una diversa disciplina vigente al momento dell'acquisizione (obbligo di OPA, ovvero esenzione).

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, in applicazione della disciplina sui superamenti temporanei (art. 49, co. 1, lett. *e)*, del Regolamento Emittenti).

Al riguardo, tenuto conto delle peculiarità della disciplina in esame, che può comportare significativi scostamenti percentuali, si ritiene opportuno eliminare il vincolo quantitativo per l'applicazione dell'esimente sulle operazioni o superamenti di carattere temporaneo (attualmente previsto nel 3% ovvero nell'1% per i casi di consolidamento).

Da ultimo, 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, il superamento passivo rientra in ogni caso nella fattispecie di esenzione dall'obbligo di OPA, in ragione delle peculiarità della disciplina che regola tale obbligo di offerta.

3.3 *L'obbligo di OPA al superamento della soglia del 25%*

Il decreto legge n. 91 ha introdotto il nuovo comma 1-bis all'articolo 106 del Testo unico, secondo cui "*Nelle società diverse dalle PMI l'offerta di cui al comma 1 è promossa anche da chiunque, a*

particolari condizioni non meramente potestative. Ciascuna azione a voto plurimo può attrivuire, in ogni caso, fino a un massimo di tre voti.

seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del venticinque per cento in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata".

La nuova disposizione non fa menzione del superamento della soglia per effetto della maggiorazione dei diritti di voto, come invece previsto dal comma 1, tenuto conto che il richiamo a quest'ultimo comma è riferito all' "*offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso*".

Pertanto, si ritiene che tale obbligo venga a configurarsi qualora il superamento della soglia sia determinato unicamente dall'acquisto di titoli, fermo restando che la partecipazione va calcolata avuto riguardo al numero complessivo dei diritti di voto.

3.4 *Gli obblighi ex art. 108 e 111 del TUF*

Da ultimo, si segnala 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.

3.5 *Articolato*

Tenuto conto di quanto illustrato nei precedenti paragrafi, si propone l'introduzione nel Regolamento Emittenti del seguente l'articolato:

Regolamento Emittenti

(…)

PARTE II
APPELLO AL PUBBLICO RISPARMIO

(…)

TITOLO II
OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO O DI SCAMBIO

(…)

Capo II
Offerte pubbliche di acquisto obbligatorie

Art. 44-*bis*
(Regime delle azioni private del diritto di voto)

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.
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.
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.
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:
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;
b) per l'adempimento delle obbligazioni derivanti da piani di compenso approvati ai sensi dell'articolo 114-bis del Testo unico.
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.
5-bis. Il presente articolo si applica anche ai fini del calcolo della partecipazione rilevante nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto o hanno previsto l'emissione di azioni a voto plurimo.

Art. 44-*bis.1*
(Maggiorazione del diritto di voto e azioni a voto plurimo)

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.

Art. 44-*ter*
(Strumenti finanziari derivati)

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.

Art. 45
(Acquisto indiretto)

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, ~~o~~ **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, ~~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-*bis* e 1-*ter*, del Testo unico in una società quotata.**

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-*ter*, del Testo unico a seguito della maggiorazione dei diritti di voto.

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.

3. Si ha prevalenza, ai fini dei commi 1 e 2, quando ricorra almeno una delle condizioni seguenti:

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;

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.

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.

Art. 46

(Consolidamento della partecipazione)

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.

Art. 49

(Esenzioni)

1. ~~L'acquisto non comporta~~ **L**' obbligo di offerta previsto dall'articolo 106 del Testo unico **non si applica** se:

a) un altro socio, o altri soci congiuntamente, dispongono della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria;

b) è compiuto:

(…)

d) il superamento della soglia è determinato dall'esercizio di diritti di opzione, di sottoscrizione o di conversione originariamente spettanti**;**.

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;
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 delle azioni in eccedenza è pari a diciotto mesi, fermo l'impegno a non esercitare i relativi diritti di voto;
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;
(…)

4. QUESTIONARIO

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?
Q4) Si condivide la soluzione adottata con riguardo al riferimento temporale per determinare il numero dei diritti di voto (par. 2)?
Q5) Si condivide la scelta regolamentare in ordine alle variazioni passive delle partecipazioni rilevanti?
Q6) Si condivide la scelta in ordine ai criteri di calcolo della partecipazione rilevante ai fini dell'OPA obbligatoria (par. 3)?
Q7) Si condivide la proposta concernente i superamenti di natura passiva della soglia OPA?

Simulazione delle ipotesi regolamentari

1) **Criteri di calcolo della partecipazione rilevante ai fini dell'OPA; ipotesi di soglia correlata sia alla detenzione delle azioni con diritto di voto in misura superiore al 30% del totale del capitale sociale, sia conseguente alla detenzione di più del 30% del totale dei diritti di voto.**

Ipotesi regolamentare	*Scenario ante – operazione*	*Scenario post - operazione*	*Conseguenze*	*Note*
Doppia soglia OPA concorrente:	29% rapportato al totale delle	**31% rapportato al totale delle**	Obbligo di OPA per **superamento**	

30% / tot. n. azioni ordinarie Ovvero 30% / tot. n. diritti di voto	azioni ordinarie 29% rapportato al totale dei diritti di voto	**azioni ordinarie** 29% rapportato al totale dei diritti di voto (*ipotesi di acquisto rilevante*)	**attivo** della soglia *oppure* - esenzione per superamenti temporanei	
Doppia soglia OPA concorrente: 30% / tot. n. azioni ordinarie Ovvero 30% / tot. n. diritti di voto	29% rapportato al totale delle azioni ordinarie 29% rapportato al totale dei diritti di voto	29% rapportato al totale delle azioni ordinarie **31% rapportato al totale dei diritti di voto** (*ipotesi di maggiorazione attiva del diritto di voto*)	Obbligo di OPA per **superamento attivo** della soglia *oppure* - esenzione per superamenti temporanei	
Doppia soglia OPA concorrente: 30% / tot. n. azioni ordinarie Ovvero 30% / tot. n. diritti di voto	29% rapportato al totale delle azioni ordinarie 29% rapportato al totale dei diritti di voto	29% rapportato al totale delle azioni ordinarie **31% rapportato al totale dei diritti di voto** (*perdita del voto plurimo da parte di altro socio*)	Non sussiste l'obbligo di OPA per **superamento passivo** della soglia per effetto della nuova esenzione	➡ **Possibilità di acquistare azioni nei limiti del 30% del capitale;** **- Possibilità di incrementare i diritti di voto fino al 5% in 12 mesi.**
Doppia soglia OPA concorrente: 30% / tot. n. azioni ordinarie Ovvero 30% / tot. n. diritti	**SOCIETA' ALFA** Capitale sociale n. 100 azioni Tot. diritti di voto n. **133** **Tizio** (n. 33 azioni e 66	**Caio** acquista n. 34	**Caio** **ha l'obbligo di**	

di voto (società X)	diritti di voto): **33%** rapportato al capitale sociale **49,2%** rapportato al totale dei diritti di voto	azioni ordinarie: **34%** rapportato al capitale sociale **25,3%** rapportato al totale dei diritti di voto	**OPA** **(criticità: è corretto imporre un obbligo di OPA in questo caso?)**	

2) Criteri di calcolo della partecipazione rilevante ai fini dell'OPA; soglia calcolata sul numero complessivo dei diritti di voto: irrilevanza della quota del capitale sociale ed esenzione in caso di superamento passivo.

Ipotesi regolamentare	*Scenario ante – operazione*	*Scenario post - operazione*	*Conseguenze*	*Note*
Denominatore OPA 30% / tot. n. diritti di voto	29% rapportato al capitale sociale 29% rapportato al totale dei diritti di voto	29% rapportato al capitale sociale **31% rapportato al totale dei diritti di voto**	Obbligo di OPA per **superamento attivo** della soglia	La possibilità di acquistare azioni oltre le percentuali è sempre irrilevante
Denominatore OPA 30% / tot. n. diritti di voto	25% rapportato al capitale sociale 29% rapportato al totale dei diritti di voto	25% rapportato al capitale sociale **31% rapportato al totale dei diritti di voto** (*perdita del voto plurimo da parte di altro socio*)	Non sussiste l'obbligo di OPA per **superamento passivo**	➡ **Possibilità di incrementare i diritti di voto fino al 5% in 12 mesi**

3) Correttivo: rilevanza del superamento passivo in presenza di acquisti superiori al 30% del capitale - obbligo di OPA.

<table>
<tr><td rowspan="3">Denominatore OPA

30% / tot. n. diritti di voto</td><td>SOCIETA’ ALFA
Capitale sociale n. 100 azioni
Tot. diritti di voto n. 133</td><td>SOCIETA’ ALFA
Capitale sociale n. 100 azioni
Tot. diritti di voto n. 100</td><td rowspan="3">Caio
ha l’obbligo di OPA</td><td rowspan="3">-Deve vendere le azioni eccedenti.</td></tr>
<tr><td>Tizio (n. 33 azioni e 66 diritti di voto):

33% rapportato al capitale sociale

49,2% rapportato al totale dei diritti di voto</td><td>Tizio vende</td></tr>
<tr><td>Caio acquista n. 34 azioni ordinarie:

34% rapportato al capitale sociale

25,3% rapportato al totale dei diritti di voto</td><td>Caio ha:

34% rapportato al capitale sociale

34% rapportato al totale dei diritti di voto</td></tr>
</table>