

MODIFICHE REGOLAMENTARI
RICHIESTE DAL D.LGS. DI RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA 2004/25/CE (E DA SUCCESSIVI INTERVENTI LEGISLATIVI)

D.lgs. n. 58/ 98 (“TUF”)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
	<p style="text-align: center;">TITOLO II OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO O DI SCAMBIO Capo I Disposizioni generali</p> <p style="text-align: center;"><u>Art. 35</u> <i>(Definizioni)</i></p> <p>1. Nel presente Titolo si intendono per: <i>a) “giorni”</i>: i giorni di negoiazione intesi come giorni di apertura dei mercati regolamentati situati od operanti sul territorio italiano secondo il calendario pubblicato dalla Consob sul proprio sito internet; <i>b) “soggetti interessati”</i>: l’offerente, l’emittente, i soggetti ad essi legati da rapporti di controllo, le società sottoposte a comune controllo, e le società collegate, i componenti dei relativi organi di amministrazione e controllo e direttori generali, i soci dell’offerente o dell’emittente aderenti ad uno dei patti previsti dall’oggetto di comunicazione</p>	<p>Nell’articolo 35, comma 1, lettera <i>a)</i>, la definizione “<i>giorni</i>” viene implementata con i contenuti dell’articolo 116-<i>terdecies</i>, comma 1, lettera <i>l)</i>, del Regolamento Emittenti (di seguito, anche “RE”)¹. Tale modifica si rende necessaria al fine di tener conto delle definizioni enunciate dall’articolo 7 della Direttiva n. 2007/14/CE - che stabilisce le modalità di applicazione di talune disposizioni della Direttiva n. 2004/109/CE, (“Direttiva <i>Transparency</i>”) - in base al quale: «(...) <i>si applica il calendario dei giorni di negoziazione dello Stato membro di origine dell’emittente</i>» e che «<i>ciascuna autorità competente pubblica nel suo sito Internet il calendario dei giorni di negoziazione dei diversi mercati regolamentati situati o operanti sul territorio di sua competenza</i>».</p>

¹ L’articolo in questione è stato introdotto con la delibera Consob n. 16850 del 1 aprile 2009 che ha modificato il Regolamento Emittenti al fine di recepire la Direttiva 2004/109/CE.

<p style="text-align: center;">Capo II Offerte pubbliche di acquisto Sezione I Disposizioni generali Art. 101-bis <i>(Definizioni e ambito applicativo)</i></p> <p>1. Ai fini del presente capo si intendono per "società italiane quotate" le società con sede legale nel territorio italiano e con titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato di uno Stato comunitario.</p>	<p>ai sensi dell'articolo 122 del Testo unico;</p> <p>e) "società quotata": la società emittente con azioni ordinarie quotate in un mercato regolamentato.</p> <p>c) "emittente": la società i cui prodotti finanziari costituiscono oggetto di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio o nella quale un soggetto o più soggetti di concerto tra loro acquistano una partecipazione rilevante ai fini delle disposizioni della Parte IV, Titolo II, Capo II, Sezione II, del Testo unico;</p> <p>d) "offerente": qualsiasi persona fisica o giuridica che promuove una offerta pubblica di acquisto o di scambio;</p> <p>e) "parti correlate" e "operazioni con parti correlate": i soggetti e le operazioni come definiti nell'Allegato 1 del regolamento adottato dalla Consob con delibera del 12 marzo 2010, n. 17221;</p> <p>f) "amministratori indipendenti", "consiglieri di gestione indipendenti",</p>	<p>Si propone l'abrogazione della definizione contenuta nella lettera c), posto che una definizione generale di società quotata - rilevante ai fini dell'applicazione delle disposizioni in materia di offerte pubbliche di acquisto - è enunciata direttamente dall'articolo 101-bis, comma 1, del TUF.</p> <p>In linea con l'articolo 2, lettere b) e c), della Direttiva, al fine di assicurare una omogeneità terminologica all'articolato nella disposizione in commento viene inserita alla lettera c) la definizione di "emittente" i cui prodotti sono oggetto dell'offerta medesima, dando rilievo anche alle ipotesi di azione di concerto; alla lettera d) è inserita la nozione di "offerente" quale persona anche fisica che promuove l'offerta pubblica.</p> <p>Si è reso altresì opportuno inserire una definizione di "parti correlate", coincidente con quella prevista nel Regolamento adottato dalla Consob con delibera del 12 marzo 2010, n. 17221 in materia di operazioni con parti correlate (di seguito, "Regolamento sulle operazioni con parti correlate"); l'introduzione di tale nozione è motivata dalla nuova previsione contenuta nell'art. 50, comma 7, del RE che tra i criteri per il calcolo del corrispettivo dell'obbligo di acquisto, tiene conto, tra l'altro, della percentuale di adesione all'offerta precedente al netto dei titoli conferiti da soggetti qualificabili come parti correlate.</p> <p>In considerazione delle nuove funzioni ad essi assegnate dalla presente normativa (art. 39-bis), si è ritenuto opportuno inserire una nozione di</p>
---	---	---

<p>“consiglieri di sorveglianza indipendenti”: i soggetti come definiti nell’articolo 3, comma 1, lettera <i>h</i>), del regolamento adottato dalla Consob con delibera del 12 marzo 2010, n. 17221;</p> <p>g) “posizione lunga”: una posizione finanziaria in cui il contraente ha un interesse economico positivamente correlato all’andamento del sottostante;</p> <p>h) “posizione corta”: una posizione finanziaria in cui il contraente ha un interesse economico negativamente correlato all’andamento del sottostante;</p> <p>i) “strumenti finanziari derivati”: gli strumenti elencati dall’articolo 1, comma 3, del Testo unico, nonché ogni altro strumento finanziario o contratto in grado di determinare l’assunzione di una posizione finanziaria lunga o corta sui titoli sottostanti;</p> <p>j) “gruppo”: il controllante, le società controllate e le società sottoposte a comune controllo.</p> <p>2. Nel presente Titolo si intendono comunicate o rese note al mercato le informazioni che siano state trasmesse almeno a due agenzie di stampa e, in caso di società quotata, alla società di gestione del mercato, che ne cura la</p>	<p>amministratori indipendenti, mutuata dal predetto Regolamento sulle operazioni con parti correlate.</p> <p>Le definizioni contenute nelle lettere da <i>g</i>) a <i>i</i>) sono funzionali all’applicazione delle disposizioni contenute nel successivo art. 44-ter del RE che riguarda il computo dei derivati ai fini del superamento della soglia OPA. Come meglio specificato nel commento alla citata disposizione, la definizione di strumenti derivati ha una portata ampia idonea a ricomprendere tutti gli strumenti o contratti correlati all’andamento di un sottostante azionario.</p> <p>E’ stata introdotta una definizione generale di “gruppo” rilevante nella disposizione di cui all’articolo 44-quater, comma 1, lettera <i>b</i>), del RE.</p> <p>Il comma 2 è stato abrogato in conseguenza dell’introduzione del nuovo articolo 36 che contiene, tra l’altro, una disciplina generale delle modalità di diffusione e pubblicazione delle comunicazioni da rendere note al mercato in pendenza dell’offerta.</p>
---	--

	diffusione-	
D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
<p style="text-align: center;"><u>Art. 101-bis</u> (Definizioni e ambito applicativo)</p> <p>1.(...).</p> <p>“3-bis. Salvo quanto previsto dal comma 3, la Consob può individuare con regolamento le offerte pubbliche di acquisto o di scambio, aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dai titoli, alle quali le disposizioni della presente Sezione non si applicano in tutto o in parte, ove ciò non contrasti con le finalità indicate all’articolo 91.”</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 36-35-bis</u> (Ambito di applicazione)</p> <p>1. Il presente Titolo si applica alle tutte le offerte pubbliche di acquisto o di scambio, come definite dall'articolo 1, comma 1, lettera v), del Testo unico, aventi ad oggetto strumenti finanziari salvo quanto previsto dal presente articolo e dagli articoli 2, commi 3, 5 e 6, e 35-ter.</p> <p>2. Alle offerte pubbliche aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari si applicano l'articolo 37, commi 1,2,3,e 4 e le altre disposizioni del presente Capo che la Consob dichiara di volta in volta applicabili.</p> <p>3. Le disposizioni del presente Titolo non si applicano alle offerte pubbliche di acquisto e di scambio aventi ad oggetto strumenti finanziari diversi dai titoli ove:</p> <p><i>a) le offerte siano rivolte esclusivamente a controparti qualificate, clienti professionali, o investitori qualificati, come definiti, rispettivamente, ai sensi dell'articolo 6, commi 2-quater, lettera d), 2-quinquies</i></p>	<p>L’art. 36 (rinumerato 35-bis) è stato modificato, in primo luogo, per chiarire l’ambito applicativo delle disposizioni regolamentari in materia di OPA, tenendo conto delle nuove norme redatte in attuazione degli artt. 101-bis, comma 3-bis, del TUF (cfr. comma 3 dell’articolo in commento) e dell’art. 102, comma 4-bis, (cfr. art. 35-ter del RE), nonché delle vigenti disposizioni in attuazione dell’art. 205 del TUF (cfr. art. 2, commi 3, 5 e 6, del RE).</p> <p>In secondo luogo, è stato introdotto un nuovo comma 3 nel quale (nell’esercizio della delega prevista dall’art. 101-bis, comma 3-bis, del TUF) sono stati individuati <u>casi di inapplicabilità della disciplina OPA per le offerte pubbliche di acquisto o di scambio, aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dai titoli.</u> Nell’individuazione di tali fattispecie, si è tenuto conto, nel rispetto delle finalità dell’art. 91 del TUF, delle ipotesi previste dall’art. 100 del TUF (che prevede i casi di inapplicabilità per le offerte pubbliche di sottoscrizione e vendita) e dalle relative disposizioni regolamentari di attuazione (art. 34-ter del RE). Tra i casi di inapplicabilità della disciplina OPA sono state previste:</p> <p>- <u>le offerte rivolte esclusivamente a investitori qualificati, clienti professionali, o controparti qualificate (nell’individuare gli investitori</u></p>

<p>e <i>2-sexies</i>, del Testo unico nonché dall'articolo 34-ter, lettera b);</p> <p>b) gli strumenti finanziari siano emessi da uno Stato membro dell'Unione europea o da organismi internazionali a carattere pubblico di cui facciano parte uno o più Stati membri dell'Unione europea o che beneficiano della garanzia incondizionata e irrevocabile degli stessi, purché le offerte siano promosse direttamente o indirettamente dai medesimi emittenti;</p> <p>c) gli strumenti finanziari che l'offerente intende acquistare siano di valore nominale unitario minimo pari ad almeno 50.000 euro;</p> <p>d) i titolari di tali strumenti siano chiamati ad approvare modifiche dei termini, condizioni o altre clausole dei relativi regolamenti o statuti e siano messi a disposizione del pubblico documenti, in lingua italiana ovvero in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale, che contengano informazioni idonee a consentire un fondato giudizio sull'operazione. Ai documenti redatti in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale è allegata una nota in lingua italiana contenente la descrizione degli elementi</p>	<p>professionali si è tenuto conto delle modifiche alla direttiva n. 2003/71/CE, cd. "Prospetto", finalizzate ad allineare la definizione di "investitori qualificati" con quella di "clienti professionali" e di "controparti qualificate" ai sensi della direttiva 2004/39/CE, cd. "MIFID"). In tali ipotesi, infatti, la professionalità dei destinatari consente agli stessi una consapevole valutazione dell'offerta, rendendo l'applicazione della disciplina OPA non necessaria, non ravvisandosi l'esigenza di protezione [comma 2, lettera a)];</p> <ul style="list-style-type: none"> - ipotesi in cui, in analogia con quanto previsto in materia di offerta al pubblico di vendita e sottoscrizione, l'esigenza di protezione risulta ridotta in considerazione del <u>valore minimo degli strumenti oggetto dell'offerta ovvero della tipologia dei titoli offerti</u> [comma 2, lettere c), f), g), h)]; in questi casi, l'applicazione della disciplina OPA comporterebbe costi ritenuti ingiustificati. - altre ipotesi, <u>in considerazione della natura dell'emittente</u> (Stato membro dell'Unione europea o organismi internazionali, Banca Centrale Europea o banche centrali nazionali degli Stati membri UE), limitando tali previsioni ad operazioni di <i>buy back</i>, ossia quando sia lo stesso emittente a promuovere, direttamente o indirettamente, l'OPA o OPSc su propri titoli [comma 2, lett. b) e e)]; - <u>le cd. "consent solicitation"</u> [comma 2, lett. d)], nell'ottica di allineare la disciplina italiana a quella di altri paesi UE e di evitare la disparità di trattamento per gli investitori italiani. Il regime di inapplicabilità è però limitato al caso in cui, in occasione dell'approvazione delle modifiche dei termini e delle condizioni dei relativi regolamenti o statuti, senza l'emissione di nuovi prodotti, siano messi a disposizione del pubblico documenti che contengano informazioni idonee a consentire un fondato giudizio sull'operazione. Con riferimento al regime linguistico, è previsto che tali documenti siano redatti in lingua italiana ovvero in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale. In tale ultima ipotesi è richiesta una nota in lingua italiana contenente la
---	---

	<p>essenziali dell'operazione;</p> <p><i>e) gli strumenti finanziari che l'offerente intende acquistare siano emessi dalla Banca Centrale Europea o dalle banche centrali nazionali degli Stati membri dell'Unione Europea purché le offerte siano promosse direttamente o indirettamente dai medesimi emittenti;</i></p> <p><i>f) le offerte siano volte ad acquistare strumenti del mercato monetario emessi da banche con una scadenza inferiore a 12 mesi;</i></p> <p><i>g) le offerte siano volte ad acquistare OICR aperti il cui ammontare minimo di sottoscrizione sia pari ad almeno 250.000 euro;</i></p> <p><i>h) le offerte siano volte ad acquistare strumenti finanziari emessi da imprese di assicurazione con premio minimo iniziale pari ad almeno 250.000 euro.</i></p>	<p>descrizione degli elementi essenziali dell'operazione. In tal modo si consente agli obbligazionisti residenti in Italia la partecipazione alle decisioni concernenti la ristrutturazione del debito in operazioni transfrontaliere, evitandone la consueta esclusione dalla partecipazione all'assemblea chiamata a modificare le condizioni del prestito. Si sono, infatti, verificati casi in cui gli investitori italiani, in conseguenza dell'approvazione di tali delibere assembleari, si siano ritrovati automaticamente titolari di obbligazioni modificate nelle proprie caratteristiche sostanziali senza aver potuto valutare la proposta e partecipare alla relativa votazione. Nella prassi tali operazioni di ristrutturazione costituiscono per i titolari di tali strumenti una scelta quasi obbligata, in quanto riguardano società a rischio <i>default</i> sul debito.</p>
<p>D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)</p>	<p>Proposte modifiche regolamentari</p>	<p>Commenti</p>
<p><u>Art. 102</u> <i>(Obblighi degli offerenti e poteri interdittivi)</i></p> <p>1.(...).</p> <p><i>4-bis. Limitatamente alle offerte</i></p>	<p><u>Art. 35-ter</u> <i>(Offerte pubbliche di scambio aventi ad oggetto titoli di debito)</i></p> <p>1. Nell'ipotesi prevista dall'articolo 102, comma 4-bis, del Testo unico, l'offerente inoltra alla Consob una</p>	<p>In conseguenza dell'introduzione del comma 4-<i>bis</i> dell'art. 102 del TUF, è stato previsto un nuovo articolo 35-<i>ter</i> nel quale è stata specificata nel dettaglio la procedura da seguire per richiedere l'applicazione della disciplina delle offerte al pubblico di vendita e di sottoscrizione alle OPSc aventi ad oggetto titoli di debito e nel quale sono state tradotte, con le opportune modifiche, le disposizioni attualmente contenute nell'art. 37, commi 1-<i>bis</i>, 1-<i>ter</i> e 1-<i>quater</i> (introdotte con la delibera Consob del 14</p>

<p>pubbliche di scambio che abbiano ad oggetto obbligazioni e altri titoli di debito, l'offerente può richiedere alla Consob che l'offerta sia soggetta, anche in deroga alle disposizioni del presente Capo, alla disciplina delle offerte al pubblico di vendita e di sottoscrizione, di cui al Capo I del presente Titolo. La Consob, entro quindici giorni dalla presentazione della richiesta, accoglie la medesima, ove ciò non contrasti con le finalità indicate nell'articolo 91.</p>	<p>richiesta motivata, contenente le caratteristiche dell'operazione, le norme del presente Capo di cui si richiede la deroga nonché le relative motivazioni.</p> <p>2. In caso di offerte pubbliche di scambio svolte contestualmente in più Stati membri dell'Unione europea, l'offerente può utilizzare, in luogo del documento d'offerta previsto dall'articolo 38, il prospetto approvato, conformemente alla direttiva n. 2003/71/CE, dall'autorità competente dello Stato membro di origine. In tal caso, la bozza del prospetto trasmessa all'autorità competente è allegata alla richiesta motivata e la nota di sintesi è integrata almeno dalle seguenti informazioni:</p> <p>a) modalità e termini di adesione all'offerta in Italia;</p> <p>b) modalità di pagamento del corrispettivo e relativo trattamento fiscale;</p> <p>c) fattori di rischio che hanno rilevanza ai fini della decisione di adesione all'offerta;</p> <p>d) sussistenza di potenziali conflitti di interesse in capo ai soggetti coinvolti nell'operazione;</p> <p>e) elementi essenziali relativi all'emissione degli strumenti finanziari offerti in scambio, nonché al relativo</p>	<p>maggio 2009 n. 16893, che ha codificato il contenuto della comunicazione Consob DEM/9034174).</p> <p>In tal modo, oltre ad uniformare la disciplina italiana a quella di altri Paesi UE, si consente agli offerenti di fruire del cd. "passaporto europeo" del prospetto, contemperando l'esigenza di riduzione degli oneri con quella di rendere comunque adeguata la tutela informativa agli investitori.</p> <p>L'applicazione della disciplina delle offerte al pubblico di vendita e di sottoscrizione alle operazioni in esame non è automatica, ma richiede un'istruttoria da parte della Consob al fine di verificare il rispetto delle finalità di cui all'art. 91 del TUF.</p> <p>In particolare, è previsto che l'offerente inoltri alla Consob un'apposita richiesta, nella quale sono illustrate le caratteristiche dell'operazione e indicate le norme della disciplina OPA la cui applicazione non si ritiene compatibile con la prevista struttura dell'offerta. Con riferimento a quest'ultimo aspetto si evidenzia che le disposizioni del TUF, introdotte dal Decreto correttivo, con la formulazione dell'inciso "<i>anche in deroga alle disposizioni del presente Capo</i>", consentono una disapplicazione selettiva delle norme previste in materia di OPA, da valutarsi caso per caso, e non una deroga in blocco dell'intera disciplina OPA.</p> <p>Nell'ipotesi di OPSc svolte contestualmente in più Stati membri dell'UE, l'offerente può utilizzare, in luogo del documento d'offerta, il prospetto approvato dall'autorità competente dello Stato membro di origine, conformemente alla Direttiva Prospetto. In tal caso, alla suddetta richiesta da inviare alla Consob, sarà allegata la bozza di prospetto e una nota di sintesi integrata con alcune informazioni (espressamente indicate nel comma 2) che ricalcano sostanzialmente quelle contenute nel vigente comma 1-ter dell'art. 37 del RE [è stata soltanto modificata la lett. e) nel senso di richiedere, oltre agli "<i>elementi essenziali della delibera di emissione degli strumenti finanziari offerti in scambio</i>" anche informazioni relative al rapporto di scambio], al fine di consentire ai destinatari dell'offerta di</p>
--	---	---

	<p>rapporto di scambio.</p> <p>3. L'offerente invia senza indugio alla Consob le bozze di prospetto modificate trasmesse all'autorità competente nel corso dell'istruttoria.</p> <p>4. Al prospetto di cui al comma 2 si applica il regime linguistico previsto dall'articolo 12, comma 3.</p>	<p>pervenire a scelte consapevoli di investimento.</p> <p>Quanto al regime linguistico, è stata confermata (al pari di quanto attualmente previsto al comma 1-<i>quater</i> dell'art. 37), l'applicabilità della disciplina già prevista dall'art. 12, comma 3, del RE² per il prospetto di offerta al pubblico.</p>
D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
<p style="text-align: center;"><u>Art. 102</u> <i>(Obblighi degli offerenti e poteri interdittivi)</i></p> <p>1. La decisione ovvero il sorgere dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto o di scambio sono senza indugio comunicati alla Consob e contestualmente resi pubblici. La Consob stabilisce con regolamento i contenuti e le modalità di pubblicazione della comunicazione.</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 36</u> <i>(Pubblicazione dei comunicati e dei documenti relativi all'offerta)</i></p> <p>1. Nel presente Titolo si intendono comunicate o rese note al mercato le informazioni contenute in un comunicato trasmesso senza indugio alla Consob e ad almeno due agenzie di stampa. Nel caso in cui l'emittente ovvero l'offerente abbiano strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e il comunicato debba essere diffuso durante lo svolgimento delle contrattazioni, le informazioni devono essere trasmesse alla Consob e alla</p>	<p>Il nuovo articolo 36 contiene disposizioni generali in materia di diffusione e pubblicazione delle comunicazioni al pubblico nel corso del procedimento d'OPA nonché in materia di pubblicazione dei documenti relativi all'offerta. L'obiettivo perseguito con tali disposizioni è quello di garantire la diffusione delle informazioni relative all'offerta nonché favorire un completo e facile accesso a tutta la documentazione OPA.</p> <p>Il primo comma sostituisce il vigente comma 2 dell'articolo 35 e tiene conto della delega regolamentare contenuta nell'articolo 102, comma 1, del TUF, che affida alla Consob la disciplina dei contenuti e delle modalità di pubblicazione della comunicazione dell'offerta nonché delle modifiche al RE in attuazione della Direttiva <i>Transparency</i>.</p> <p>Le disposizioni regolamentari proposte introducono un regime uniforme per la diffusione al pubblico delle comunicazioni in pendenza di un'offerta pubblica che in alcuni casi prescinde dalla circostanza che l'offerente sia un soggetto quotato ovvero non quotato o una persona fisica. In particolare,</p>

² L'art. 12, comma 3, del RE dispone che : “*Se l'offerta di valori mobiliari è svolta in Italia, quale Stato membro ospitante, il prospetto è messo a disposizione in lingua italiana o in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale, a scelta dell'emittente o dell'offerente. In tale ultimo caso, la nota di sintesi è tradotta in lingua italiana*”.

<p>società di gestione del mercato almeno quindici minuti prima della diffusione.</p> <p>2. Nel caso in cui le informazioni contenute in un comunicato siano rese note al mercato da parte di un offerente o di un emittente con strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, si applicano, in deroga al comma 1, le modalità indicate nella Parte III, Titolo II, Capo I.</p> <p>3. I comunicati, gli avvisi e i documenti relativi all’offerta sono pubblicati senza indugio sul sito internet dell’emittente o, comunque, su quello indicato dall’offerente ai sensi dell’articolo 37, comma 1, lettera q).</p>	<p>all’obbligo vigente per l’offerente di comunicare qualsiasi informazione rilevante alla Consob e ad almeno due agenzie di stampa, si aggiunge quello in base al quale, ove l’offerente e/o l’emittente abbiano strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni ed il comunicato debba essere diffuso durante lo svolgimento delle contrattazioni, le informazioni devono essere trasmesse alla Consob e alla società di gestione del mercato almeno quindici minuti prima della diffusione. Tali ultime disposizioni, quindi, si applicano anche ad un offerente non quotato ove la società <i>target</i> sia quotata. Di conseguenza, posto che le suddette modalità di diffusione si applicano a qualsiasi informazione da divulgarsi in pendenza di offerta, si rende necessaria l’abrogazione del comma 5 del successivo articolo 37.</p> <p>Con il secondo comma è stato previsto che nel caso in cui le informazioni in merito all’offerta (da considerare non incluse nel novero delle “<i>informazioni regolamentate</i>” ai sensi della disciplina di attuazione delle Direttiva <i>Transparency</i>) siano diffuse da una società quotata (in qualità di offerente e/o società <i>target</i>), la stessa quotata debba rispettare gli obblighi di diffusione e di stoccaggio previsti dai nuovi adempimenti di trasparenza. Si precisa, al riguardo, che ai documenti relativi all’offerta, diversi dai comunicati, non si applicano le disposizioni sullo stoccaggio (con riferimento al comunicato dell’emittente si rinvia a quanto previsto dall’articolo 39, comma 3).</p> <p>Con il terzo comma è stato previsto l’obbligo di pubblicazione di tutti i comunicati diffusi in pendenza di offerta, degli avvisi e dei documenti relativi alla stessa (ivi compreso il documento d’offerta, i relativi allegati, la documentazione accessoria prevista dall’articolo 39 e i documenti relativi alla procedura del <i>sell-out</i> e/o <i>squeeze-out</i>). Tale obbligo è adempiuto attraverso la pubblicazione della suddetta documentazione sul sito internet della società <i>target</i> o, comunque, su quello indicato dall’offerente nella comunicazione di cui all’articolo 37; quest’ultima previsione richiede di indicare il sito su cui verranno pubblicati tutti i documenti relativi all’offerta (<i>i.e.</i> il sito dell’emittente e/o dell’offerente).</p>
--	--

		<p>La <i>ratio</i> della previsione in oggetto è quella di facilitare l'accesso alle informazioni sull'offerta da parte dell'investitore, auspicandone la pubblicazione su un unico sito, preferibilmente su quello dell'emittente; pertanto, solo in ipotesi residuali in cui non sia di fatto possibile la pubblicazione sul sito dell'emittente (come potrebbe accadere in ipotesi di OPA ostili) si è lasciata la possibilità di pubblicazione dei documenti su un diverso sito indicato dall'offerente.</p> <p>Inoltre, al fine di agevolare la circolazione delle informazioni e della documentazione relativa all'offerta, è stato imposto l'obbligo di scambio tempestivo tra la società <i>target</i> e l'offerente dei documenti da pubblicare.</p>
	<p>4. Ai fini della pubblicazione sui rispettivi siti internet, l'emittente e l'offerente si trasmettono reciprocamente senza indugio i documenti indicati al comma 1.</p>	
D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
<p style="text-align: center;"><u>Art. 103</u> (Svolgimento dell'offerta)</p> <p>1.(...).</p> <p>4. La Consob detta con regolamento disposizioni di attuazione della presente sezione e, in particolare, disciplina: (...) f) le modalità di pubblicazione dei provvedimenti da essa adottati ai sensi della presente sezione.</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 36-bis</u> (Pubblicazione dei provvedimenti Consob)</p> <p>1. I provvedimenti di cui all'articolo 103, comma 4, lettera f), del Testo unico sono pubblicati nel Bollettino della Consob e nel relativo sito internet.</p>	<p>Con la presente disposizione viene data attuazione alla delega contenuta nell'articolo 103, comma 4, lett. f), del TUF, in forza della quale la Consob disciplina le modalità di pubblicazione dei provvedimenti da essa adottati in materia di OPA (ad es. provvedimenti di sospensione o dichiarazione di decadenza dell'offerta; provvedimenti di correzione del prezzo dell'OPA obbligatoria). Tali provvedimenti saranno, quindi, oggetto, di pubblicazione nel bollettino Consob e nel sito internet istituzionale. Deve precisarsi che i "provvedimenti" oggetto di pubblicazione cui la norma in esame si riferisce sono gli atti conclusivi di un procedimento amministrativo o di una fase dello stesso.</p>
D.lgs. n. 58/98 (TUF)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
<p style="text-align: center;"><u>Art. 101-ter</u> (Autorità di vigilanza e diritto applicabile)</p> <p>1.(...).</p> <p>3. La Consob vigila sullo</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 36-ter</u> (Comunicazione della scelta dell'Autorità di vigilanza)</p> <p>1. La decisione della società emittente relativa alla scelta dell'autorità competente a vigilare sull'offerta di cui</p>	<p>Il nuovo articolo è introdotto al fine di dare attuazione alla delega regolamentare contenuta nell'articolo 101-ter, comma 3, lettera c), del Testo unico che ha attribuito alla Consob il potere di disciplinare le modalità e i termini con cui l'emittente comunica la scelta dell'autorità competente a vigilare sull'offerta.</p> <p>Tale comunicazione dovrà avvenire secondo le modalità indicate all'articolo 36, ai cui commenti si rinvia.</p>

<p>svolgimento delle offerte pubbliche: (...)</p> <p>b) aventi ad oggetto titoli emessi da una società la cui sede legale è situata in uno Stato comunitario diverso dall'Italia e ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati italiani e di altri Stati comunitari diversi da quello dove la società ha la propria sede legale, qualora siano stati ammessi per la prima volta alla negoziazione su un mercato regolamentato italiano ovvero, qualora i titoli siano stati ammessi per la prima volta alla negoziazione contemporaneamente sui mercati regolamentati italiani e di altri Stati comunitari, nel caso in cui la società emittente scelga la Consob quale autorità di vigilanza, informandone i suddetti mercati e le loro autorità di vigilanza il primo giorno della negoziazione. La Consob stabilisce con regolamento le modalità e i termini per la comunicazione al pubblico della decisione della società emittente relativa alla scelta dell'autorità competente per la vigilanza sull'offerta.</p>	<p>all'articolo 101-ter, comma 3, lettera c), del Testo unico è resa nota al mercato non oltre il primo giorno di negoziazione. La comunicazione rimane disponibile sul sito internet della società emittente.</p>	<p>Considerato che la promozione di un'OPA potrebbe avvenire a distanza di un notevole lasso di tempo dal primo giorno di negoziazione, non è previsto alcun termine per il mantenimento sul sito internet della predetta comunicazione (a differenza di quanto previsto per l'informazione regolamentata che deve essere disponibile sul sito internet per 5 anni).</p>
--	---	--

D.lgs. n. 58/98 (TUF)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
<p style="text-align: center;"><u>Art. 102</u> (<i>Obblighi degli offerenti e poteri interdittivi</i>)</p> <p>1. La decisione ovvero il sorgere dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto o di scambio sono senza indugio comunicati alla Consob e contestualmente resi pubblici. La Consob stabilisce con regolamento i contenuti e le modalità di pubblicazione della comunicazione.</p> <p>2. Non appena l'offerta sia stata resa pubblica, il consiglio di amministrazione o di gestione della società emittente e dell'offerente ne informano i rispettivi rappresentanti dei lavoratori o, in mancanza di rappresentanti, i lavoratori stessi.</p> <p>3.(....)</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 37</u> (<i>Comunicazione dell'offerta</i>)</p> <p>1. Alla comunicazione alla Consob prevista dall'articolo 102, comma 1, del Testo unico, resa nota al mercato e all'emittente, indica: sono allegati il documento d'offerta e la scheda di adesione redatti, rispettivamente, secondo gli schemi in allegato 2A e 2B, nonché la documentazione relativa all'avvenuta costituzione delle garanzie di esatto adempimento o, in alternativa, la dichiarazione di impegno a costituirle entro l'inizio del periodo di adesione, fornendone in tal caso specifica descrizione.</p> <p>a) l'offerente e i soggetti controllanti; b) le persone che agiscono di concerto con l'offerente in relazione all'offerta; c) l'emittente; d) le categorie e il quantitativo dei prodotti finanziari oggetto dell'offerta; e) il corrispettivo offerto per ciascuna categoria di prodotti finanziari oggetto dell'offerta nonché il</p>	<p>L'impianto della norma è stato integralmente riformulato al fine di tener conto della nuova articolazione procedimentale delle offerte pubbliche di acquisto, in base alla quale si distingue tra:</p> <p>a) comunicazione dell'offerta (art. 102, comma 1, TUF); b) promozione dell'offerta attraverso la trasmissione alla Consob del documento di offerta (art. 102, comma 3, TUF); c) approvazione da parte dell'Autorità di vigilanza e pubblicazione del documento di offerta (art. 102, comma 4, TUF).</p> <p>Venuta meno, in ragione dell'attuale scansione temporale, la contestualità della comunicazione dell'offerta e della relativa promozione è emersa l'esigenza di fornire maggiori informazioni sull'offerta sin dalla fase della relativa comunicazione al mercato.</p> <p>Ciò anche in considerazione degli effetti giuridici che sono connessi alla pubblicazione della comunicazione dell'offerta quali, la <i>passivity rule</i>³ e la <i>best price rule</i>.</p> <p>Si è, quindi, proceduto a individuare con un maggior grado di dettaglio gli elementi della comunicazione dell'offerta, previsti in forma sintetica nel vigente art. 37, comma 5.</p> <p>Nella nuova formulazione del comma 1 sono stati, pertanto, enucleati “<i>gli elementi essenziali dell'offerta</i>”, tenendo conto dell'esperienza applicativa e delle indicazioni contenute nella Direttiva. Si tratta, tra le altre, delle seguenti informazioni:</p> <ul style="list-style-type: none"> - i dati identificativi dell'offerente e dei soggetti controllanti; - le persone fisiche e giuridiche che agiscono di concerto con l'offerente in relazione all'offerta;

³ Come noto, la *passivity rule* è stata più volte oggetto di modifiche legislative. In particolare, si rammenta che a decorrere dal 1° luglio 2010 sono divenute vigenti le nuove disposizioni introdotte nell'art. 104 del TUF dal D.lgs. n. 146/2009 (cd. “decreto correttivo”) che ha reintrodotto la disciplina normativa della *passivity rule*, ma ne ha consentito la derogabilità da parte dell'emittente tramite apposita modifica statutaria.

<p>controvalore complessivo dell'offerta;</p> <p>f) il confronto tra il corrispettivo offerto e l'andamento recente del titolo, ove ammesso alle negoziazioni in un mercato regolamentato;</p> <p>g) i presupposti e le motivazioni dell'offerta;</p> <p>h) i programmi dell'offerente con particolare riferimento all'intenzione di revocare dalla negoziazione gli strumenti finanziari oggetto dell'offerta, e ad effettuare operazioni straordinarie;</p> <p>i) le modalità di finanziamento previste;</p> <p>j) le informazioni relative all'attestazione di cui all'articolo 37-bis, comma 1, lettera a), ivi compresa l'indicazione del soggetto abilitato che l'ha rilasciata;</p> <p>k) le condizioni alle quali l'offerta è subordinata;</p> <p>l) le partecipazioni detenute o acquistabili dall'offerente o dalle persone che agiscono di concerto con lo stesso in relazione alla società emittente;</p> <p>m) le comunicazioni o domande di autorizzazione richieste dalla normativa applicabile all'operazione, fornendo indicazioni circa l'avvio dei relativi</p>	<p>- il corrispettivo offerto per ciascuna categoria di prodotti finanziari oggetto dell'offerta. E' evidente che, ove ricorra la fattispecie di cui all'articolo 106, comma 2-bis, del TUF, dovrà essere fornita altresì indicazione del corrispettivo dell'offerta in contanti da offrire in alternativa a quello in titoli ai destinatari dell'offerta;</p> <p>- le risultanze del confronto tra il corrispettivo offerto e l'andamento recente del titolo, se negoziato;</p> <p>- le modalità di finanziamento nonché le informazioni relative all'attestazione prevista dall'articolo 37-bis, comma 1, lettera a), in materia di garanzie;</p> <p>- tutti i procedimenti di autorizzazione connessi all'intera operazione societaria, non limitandosi a dare evidenza, quindi, dei soli procedimenti autorizzatori di cui all'articolo 102, comma 4, seconda parte, del TUF, la cui pendenza comporta una sospensione del procedimento istruttorio dinanzi alla Consob;</p> <p>- l'avvenuta presentazione alla Consob dell'istanza per la determinazione dell'equivalenza tra le disposizioni in materia di <i>passivity rule</i> e di neutralizzazione applicabili all'offerente (nonché ai soggetti controllati ed alle persone che agiscono di concerto con esso) e a quelle cui potrebbe essere assoggettato l'emittente;</p> <p>- l'avvenuta presentazione alla Consob della istanza per la revisione del prezzo dell'OPA obbligatoria di cui all'articolo 106, comma 3, lettera c), del TUF, ove essa avvenga contestualmente alla diffusione della comunicazione dell'offerta, ovvero l'intenzione di presentarla. In tale sede ci si limita a evidenziare la funzione meramente ricognitiva della disposizione in commento, posto che l'intenzione di presentare alla Consob l'istanza per la modifica del prezzo dell'OPA obbligatoria nella maggior parte dei casi è oggetto di uno specifico obbligo di comunicazione che dovrà essere adempiuto senza indugio non appena essa abbia raggiunto un sufficiente grado di certezza;</p> <p>- l'indicazione da parte dell'offerente del sito nel quale sono pubblicati tutti i comunicati e documenti relativi all'offerta, come previsto dall'articolo 36, commi 3 e 4 (<i>cf.</i> commento a tali previsioni).</p>
---	--

	<p>procedimenti dinanzi alle competenti autorità;</p> <p><i>n)</i> le informazioni in merito alla avvenuta convocazione dell'organo competente all'emissione dei prodotti finanziari da offrire in corrispettivo ovvero in merito alla disponibilità dei prodotti finanziari da offrire in corrispettivo;</p> <p><i>o)</i> l'avvenuta presentazione alla Consob dell'istanza di cui all'articolo 104-ter, comma 3, del Testo unico ovvero l'intenzione di presentarla;</p> <p><i>p)</i> l'avvenuta presentazione alla Consob dell'istanza di cui all'articolo 106, comma 3, lettera c), del Testo unico, ovvero l'intenzione di presentarla;</p> <p><i>q)</i> il sito internet per la pubblicazione dei comunicati e dei documenti relativi all'offerta.</p> <p>2. Nel caso in cui l'offerta abbia ad oggetto prodotti finanziari diversi dai titoli, la comunicazione contiene gli elementi indicati al comma 1 in quanto applicabile.</p> <p>1 bis. Limitatamente alle offerte pubbliche di scambio aventi ad oggetto obbligazioni e altri titoli di debito svolte contestualmente in più Stati dell'Unione Europea, l'offerente può chiedere alla</p>	
		<p>In conseguenza delle nuove disposizioni in esame, che disciplinano nel dettaglio il contenuto della comunicazione ex articolo 102, comma 1, del TUF, si è ritenuto opportuno specificare che, qualora l'offerta non abbia ad oggetto titoli (<i>i.e.</i> offerte su obbligazioni o altri titoli di debito), la comunicazione possa non contenere talune informazioni non applicabili.</p> <p>Le vigenti previsioni in materia di offerte pubbliche di scambio transfrontaliere (introdotte con la delibera Consob del 14 maggio 2009 n. 16893), sono state modificate e spostate nel nuovo articolo 35-ter (rubricato "<i>Offerte pubbliche di scambio aventi ad oggetto titoli di debito</i>", al quale si rinvia per il commento).</p>

	<p>Consob di utilizzare, in luogo del documento d'offerta previsto dal comma 1, il prospetto approvato dall'autorità competente dello Stato membro di origine conformemente alla direttiva n. 2003/71/CE.</p> <p>1-ter. Ai fini di cui al comma 1-bis, la nota di sintesi è integrata, ove necessario, con almeno le seguenti informazioni:</p> <p>a) modalità e termini di adesione all'offerta in Italia;</p> <p>b) modalità di pagamento del corrispettivo e relativo trattamento fiscale;</p> <p>c) fattori di rischio che hanno rilevanza ai fini della decisione di adesione all'offerta;</p> <p>d) sussistenza di potenziali conflitti di interesse in capo ai soggetti coinvolti nell'operazione;</p> <p>e) elementi essenziali della delibera di emissione degli strumenti finanziari offerti in scambio.</p> <p>1-quater. Al prospetto indicato al comma 1-bis si applica il regime linguistico previsto dall'articolo 12, comma 3.</p> <p>2. La comunicazione indica che:</p> <p>a) sono state contestualmente presentate alle autorità competenti le richieste di autorizzazione necessarie per l'acquisto</p>	<p>In considerazione dell'attuale sequenza procedimentale delle offerte pubbliche nonché degli effetti giuridici ad essa connessi, si propone l'abrogazione delle disposizioni relative alla valutazione della completezza della comunicazione dell'offerta. Resta fermo che la Consob, in caso di</p>
--	--	--

<p>delle partecipazioni; b) è stata deliberata la convocazione dell'organo competente a deliberare l'eventuale emissione di strumenti finanziari da offrire in corrispettivo.</p> <p>3. La comunicazione prende data dal giorno in cui la stessa perviene alla Consob. Se la Consob comunica all'offerente, entro cinque giorni, che la comunicazione è incompleta, questa prende data dal giorno in cui pervengono alla Consob le informazioni o la documentazione mancanti. Il predetto termine è di otto giorni per le offerte aventi a oggetto o corrispettivo strumenti finanziari non quotati né diffusi tra il pubblico ai sensi dell'articolo 116 del Testo unico.</p> <p>4. In caso di offerte diverse da quelle effettuate ai sensi degli articoli 106, comma 1, e 108 del Testo unico, le informazioni o la documentazione previste dal comma precedente devono essere inoltrate alla Consob, a pena di inammissibilità della comunicazione, entro quindici giorni dalla data in cui l'offerente è informato della eventuale incompletezza.</p> <p>5. Dell'intervenuta comunicazione è data senza indugio notizia, mediante un comunicato, al mercato e,</p>	<p>incompletezza della comunicazione (in quanto carente degli elementi essenziali individuati nel comma 1 della disposizione in commento e/o della documentazione di cui all'articolo 37-bis ad essa allegata), possa pronunciarne la inidoneità ai fini della successiva promozione dell'offerta nonché della decorrenza della <i>best price rule</i> e della <i>passivity rule</i>, applicando i principi generali vigenti in materia di procedimenti amministrativi.</p> <p>Il comma 5 è abrogato in coerenza con quanto disposto dall'articolo 36 che introduce una disciplina generale in merito a tutte le comunicazioni diffuse durante l'offerta (sul punto <i>cfr.</i> commento <i>sub</i> art. 36).</p>
--	---

	<p>contestualmente, — all'emittente. Il comunicato indica gli elementi essenziali dell'offerta, le finalità dell'operazione, le garanzie che vi accedono e le eventuali modalità di finanziamento previste, le eventuali condizioni dell'offerta, le partecipazioni detenute o acquistabili dall'offerente o da soggetti che agiscono di concerto con lui e i nominativi degli eventuali consulenti. Nel caso in cui l'emittente sia una società quotata, ove il comunicato debba essere diffuso durante lo svolgimento delle contrattazioni, esso è trasmesso alla Consob e alla società di gestione del mercato almeno quindici minuti prima della sua diffusione.</p> <p>6. Con le modalità previste dal comma precedente — è data — notizia dell'incompletezza della comunicazione e del successivo completamento della stessa.</p>	
D.lgs. n. 58/98 (TUF)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
	<p style="text-align: center;"><u>Art. 37-bis</u> (<i>Garanzie</i>)</p> <p>1. Contestualmente alla comunicazione di cui all'articolo 37, l'offerente, unitamente ai propri recapiti e dati identificativi, invia alla Consob:</p> <p><i>a) una dichiarazione, rilasciata da un soggetto abilitato come definito all'articolo 1, comma 1, lettera r), del Testo unico, attestante che l'offerente</i></p>	<p>Al fine di corrispondere alle più stringenti previsioni della Direttiva 2004/25/CE (di seguito, Direttiva OPA) in materia di garanzie, è stata inserita una nuova disposizione. In proposito, si rammenta che tra i "Principi generali", l'articolo 3, paragrafo 1, lettera e), della Direttiva OPA - con l'obiettivo di garantire il corretto esito dell'offerta e l'adempimento di tutti gli obblighi ad essa connessi - richiede che l'offerente possa «<i>annunciare un'offerta solo dopo essersi messo in condizione di poter far fronte pienamente ad ogni impegno di pagamento del corrispettivo in contanti, se questo è stato offerto, e dopo aver adottato tutte le misure ragionevoli per assicurare il soddisfacimento degli impegni relativi a corrispettivi di altra natura</i>».</p>

<p>è in grado di far fronte pienamente al pagamento del corrispettivo dell'offerta;</p> <p>b) in caso di offerta pubblica di scambio:</p> <ul style="list-style-type: none"> - un'attestazione dell'avvenuta convocazione dell'organo competente in merito alla emissione dei prodotti finanziari da offrire in corrispettivo, ovvero - un'attestazione circa la disponibilità dei prodotti finanziari da offrire in corrispettivo. <p>2. L'offerente, entro il giorno antecedente alla data prevista per la pubblicazione del documento di offerta, trasmette alla Consob:</p> <ul style="list-style-type: none"> a) la documentazione relativa all'avvenuta costituzione delle garanzie di esatto adempimento dell'offerta; ovvero b) copia della delibera di emissione dei prodotti finanziari offerti in corrispettivo. 	<p>La nuova disposizione regolamentare - che tiene anche conto dell'analisi comparata della normativa di recepimento in materia - ha, in primo luogo, la finalità di evitare annunci di offerte da parte di soggetti che non siano seriamente intenzionati ovvero che non dispongano delle risorse economiche necessarie a promuovere l'offerta.</p> <p>Nel perseguire tale obiettivo si è altresì tenuto conto dell'esigenza di non rendere eccessivamente onerosa per gli offerenti la predisposizione della garanzia; infatti, il nuovo procedimento OPA comporta un allungamento del periodo intercorrente tra la comunicazione <i>ex art. 102 del TUF</i> e la data dell'approvazione del documento d'offerta, con conseguente incremento in capo all'offerente dei costi connessi alla predisposizione delle garanzie. In tale ottica, ispirandosi alle previsioni degli ordinamenti tedesco ed inglese, è stato previsto di acquisire sin dal momento iniziale del procedimento OPA una dichiarazione di un "<i>soggetto abilitato</i>" ai sensi dell'articolo 1, comma 1, lettera <i>r</i>), del TUF, che, da un lato, in conformità ai principi comunitari, attesti che l'offerente sia in grado di far fronte pienamente al pagamento del corrispettivo dell'offerta, e che, dall'altro, comporti, presumibilmente, per l'offerente costi inferiori a quelli che avrebbe sopportato se fosse stata confermata l'attuale "<i>dichiarazione di impegno alla costituzione delle garanzie</i>".</p> <p>E' stato necessario modificare il termine ultimo per la trasmissione alla Consob della documentazione relativa all'avvenuta costituzione delle garanzie di esatto adempimento dell'offerta (ovvero, in caso di offerte pubbliche di scambio, copia delle delibere di emissione dei prodotti finanziari offerti quale corrispettivo), non più individuato nel momento precedente l'inizio del periodo di adesione ma nel giorno antecedente alla data prevista per la pubblicazione del documento d'offerta. Tale modifica è motivata dall'esigenza di adeguare la durata dell'offerta ai termini fissati dall'articolo 7 della Direttiva OPA, che, tra l'altro, individua, quale <i>dies a quo</i>, la data di pubblicazione del documento di offerta.</p>
--	---

D.lgs. n. 58/98 (TUF)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
<p style="text-align: center;"><u>Art. 102</u> <i>(Obblighi degli offerenti e poteri interdittivi)</i></p> <p>1.(...).</p> <p>3. Salvo quanto previsto dall'articolo 106, comma 2, l'offerente promuove l'offerta tempestivamente, e comunque non oltre venti giorni dalla comunicazione di cui al comma 1, presentando alla Consob il documento d' offerta destinato alla pubblicazione. In caso di mancato rispetto del termine il documento d'offerta è dichiarato irricevibile e l'offerente non può promuovere un'ulteriore offerta avente a oggetto prodotti finanziari del medesimo emittente nei successivi dodici mesi.</p> <p>4. Entro quindici giorni dalla presentazione del documento d'offerta, la Consob lo approva se esso è idoneo a consentire ai destinatari di pervenire ad un fondato giudizio sull'offerta. Con l'approvazione la Consob può indicare all'offerente informazioni integrative da fornire, specifiche modalità di pubblicazione del documento d'offerta nonché particolari garanzie da prestare. Il</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 37-ter</u> <i>(Promozione dell'offerta)</i></p> <p>1. Alla comunicazione alla Consob prevista dall'articolo 102, comma 1, del Testo unico sono allegati L'offerente promuove l'offerta presentando alla Consob:</p> <p><i>a)</i> il documento d'offerta e l'eventuale scheda di adesione redatti, rispettivamente, secondo gli schemi in allegato 2A e 2B; nonché la documentazione relativa all'avvenuta costituzione delle garanzie di esatto adempimento o, in alternativa, la dichiarazione di impegno a costituirle entro l'inizio del periodo di adesione, fornendone in tal caso specifica descrizione.</p> <p><i>b)</i> un'attestazione circa l'avvenuta presentazione alle autorità competenti delle comunicazioni o domande di autorizzazioni richieste dalla normativa applicabile all'operazione.</p> <p>2. I documenti indicati nel comma 1, lettera a), sono trasmessi anche su supporto informatico.</p> <p>2. La comunicazione indica che: a) sono state contestualmente presentate</p>	<p>Tale disposizione è stata introdotta in ragione della sequenza procedimentale scandita dall'articolo 102 del Testo unico, in base alla quale la promozione si effettua venti giorni dopo la pubblicazione della comunicazione iniziale tramite la presentazione del documento di offerta. In tale fase, l'offerente è tenuto a inviare alla Consob, unitamente al documento di offerta (riprodotto anche su supporto informatico), un'attestazione circa l'avvenuta presentazione alle autorità competenti delle comunicazioni ovvero autorizzazioni richieste dalla normativa di settore per l'operazione, comprovando, in tal modo, l'effettiva pendenza del procedimento autorizzatorio necessario per l'operazione.</p> <p>In questa fase, in un'ottica di semplificazione e tenuto conto delle conseguenze previste dall'articolo 102, comma 3, del TUF circa la</p>

<p>termine è di trenta giorni per le offerte aventi ad oggetto o corrispettivo prodotti finanziari non quotati o diffusi tra il pubblico ai sensi dell'articolo 116. Qualora si renda necessario richiedere all'offerente informazioni supplementari, tali termini sono sospesi, per una sola volta, fino alla ricezione delle stesse. Tali informazioni sono fornite entro il termine fissato dalla Consob, comunque non superiore a quindici giorni. Nell'ipotesi in cui, per lo svolgimento dell'offerta, la normativa di settore richieda autorizzazioni di altre autorità, la Consob approva il documento d'offerta entro cinque giorni dalla comunicazione delle autorizzazioni stesse. Decorso il termine di cui al presente comma, il documento d'offerta si considera approvato.</p> <p>5. Non appena il documento sia stato reso pubblico, il consiglio di amministrazione o di gestione della società emittente e dell'offerente lo trasmettono ai rispettivi rappresentanti dei lavoratori o, in mancanza di rappresentanti, ai lavoratori stessi.</p> <p>6. In pendenza dell'offerta la Consob</p>	<p>alle autorità competenti le richieste di autorizzazione necessarie per l'acquisto delle partecipazioni;</p> <p>b) è stata deliberata la convocazione dell'organo competente a deliberare l'eventuale emissione di strumenti finanziari da offrire in corrispettivo.</p> <p>3. La comunicazione prende data dal giorno in cui la stessa perviene alla Consob. Se la Consob comunica all'offerente, entro cinque giorni, che la comunicazione è incompleta, questa prende data dal giorno in cui pervengono alla Consob le informazioni o la documentazione mancanti. Il predetto termine è di otto giorni per le offerte aventi a oggetto o corrispettivo strumenti finanziari non quotati né diffusi tra il pubblico ai sensi dell'articolo 116 del Testo unico.</p> <p>4. In caso di offerte diverse da quelle effettuate ai sensi degli articoli 106, comma 1, e 108 del Testo unico, le informazioni o la documentazione previste dal comma precedente devono essere inoltrate alla Consob, a pena di inammissibilità della comunicazione, entro quindici giorni dalla data in cui l'offerente è informato della eventuale incompletezza.</p> <p>5 3. Dell'intervenuta comunicazione</p>	<p>irricevibilità del documento di offerta, si ritiene di abrogare le disposizioni regolamentari relative alla completezza della documentazione rilevante ai fini dell'istruttoria della Consob, ferma restando l'applicazione dei principi generali in materia di procedimenti amministrativi.</p>
---	--	---

<p>può:</p> <p>a) sospenderla in via cautelare, in caso di fondato sospetto di violazione delle disposizioni del presente capo o delle norme regolamentari;</p> <p>b) sospenderla, per un termine non superiore a trenta giorni, nel caso intervengano fatti nuovi o non resi noti in precedenza tali da non consentire ai destinatari di pervenire ad un fondato giudizio sull'offerta;</p> <p>c) dichiararla decaduta, in caso di accertata violazione delle disposizioni o delle norme indicate nella lettera a).</p> <p>7. Ai fini dell'esercizio delle proprie funzioni di vigilanza sul rispetto delle disposizioni del presente capo, la Consob esercita i poteri previsti dall'articolo 115, comma 1, lettere a) e b), nei confronti di chiunque appaia informato dei fatti. In caso di fondato sospetto di violazione delle disposizioni del presente capo o delle norme regolamentari si applica l'articolo 187-<i>octies</i>.</p> <p>8. In presenza di indiscrezioni comunque diffuse tra il pubblico in merito ad una possibile offerta</p>	<p>promozione dell'offerta è data senza indugio notizia, mediante un comunicato reso noto al mercato e, contestualmente, all'emittente. Il comunicato indica gli elementi essenziali dell'offerta, le finalità dell'operazione, le garanzie che vi accedono e le eventuali modalità di finanziamento previste, le eventuali condizioni dell'offerta, le partecipazioni detenute o acquistabili dall'offerente o da soggetti che agiscono di concerto con lui e i nominativi degli eventuali consulenti. Nel caso in cui l'emittente sia una società quotata si applica l'articolo 66, comma 4-</p> <p>6- 4. L'offerente rende nota l'avvenuta sospensione dell'istruttoria ai sensi dell'articolo 102, comma 4, del Testo unico, e il successivo riavvio della stessa. del'incompletezza della comunicazione e del successivo completamento della stessa.</p>	<p>La norma in commento prevede l'obbligo in capo all'offerente di rendere noti al mercato i casi in cui la Consob (ai sensi dell'articolo 102, comma 4, del TUF) sospende i termini istruttori per richiedere all'offerente le informazioni supplementari sull'operazione e, successivamente, provvede al riavvio degli stessi.</p>
---	---	--

<p>pubblica di acquisto o scambio e di irregolarità nell'andamento del mercato dei titoli interessati, ai potenziali offerenti si applica l'articolo 114, commi 5 e 6.</p>		
<p>D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)</p>	<p>Proposte modifiche regolamentari</p>	<p>Commenti</p>
<p style="text-align: center;"><u>Art. 104-ter</u> (Clausola di reciprocità)</p> <p>1. Le disposizioni di cui agli articoli 104, commi 1 e 1-bis e, qualora previste negli statuti, le disposizioni di cui all'articolo 104-bis, commi 2 e 3 non si applicano in caso di offerta pubblica promossa da chi non sia soggetto a tali disposizioni ovvero a disposizioni equivalenti, ovvero da una società o ente da questi controllata. In caso di offerta promossa di concerto, è sufficiente che a tali disposizioni non sia soggetto anche uno solo fra gli offerenti.</p> <p>2 [... <i>omissis</i>...]</p> <p>3. La Consob, su istanza dell'offerente o della società emittente ed entro venti giorni dalla presentazione di questa, determina se le disposizioni applicabili ai soggetti di cui al comma 1 siano equivalenti a quelle cui è soggetta la società emittente. La Consob stabilisce con</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 37-quater</u> (Istanza per la determinazione dell'equivalenza)</p> <p>1. Dalla data di comunicazione di cui all'articolo 37 fino al giorno successivo alla data di diffusione del comunicato dell'emittente, l'offerente o l'emittente può presentare alla Consob l'istanza di cui all'articolo 104-ter, comma 3, del Testo unico. L'istanza è corredata della documentazione di supporto utile ai fini della valutazione ed è trasmessa contestualmente in copia all'emittente ovvero all'offerente. Dell'avvenuta presentazione dell'istanza alla Consob è data comunicazione senza indugio al mercato.</p> <p>2. Entro il termine di cinque giorni dalla ricezione della documentazione, il soggetto a cui è stata trasmessa l'istanza può fornire alla Consob le proprie osservazioni scritte, supportate da idonea documentazione.</p> <p>3. La Consob delibera, con provvedimento motivato, entro venti</p>	<p>Con l'introduzione dell'articolo 37-quater viene esercitata la delega regolamentare contenuta nell'articolo 104-ter, comma 3, del TUF, attraverso la definizione delle modalità per la presentazione dell'istanza finalizzata alla determinazione dell'equivalenza tra le disposizioni in materia di <i>passivity rule</i> e neutralizzazione applicabili all'offerente (nonché ai soggetti controllati ed alle persone che agiscono di concerto con esso) e quelle cui è assoggettato l'emittente.</p> <p>Nella definizione della tempistica per la presentazione dell'istanza sono stati individuati il <i>dies a quo</i> e il <i>dies ad quem</i>, rispettivamente nella data di comunicazione ex articolo 37 e nel giorno successivo a quello di diffusione del comunicato dell'emittente. In tal modo, si consente all'offerente e all'emittente di disporre del medesimo lasso temporale per valutare l'opportunità di investire la Consob del giudizio di equivalenza. Nell'istanza dovranno essere illustrate le motivazioni per le quali si ritengono applicabili o meno le disposizioni in materia di <i>passivity rule</i> e di neutralizzazione; ad essa dovrà inoltre essere allegata la documentazione di supporto utile ai fini della decisione della Consob (come, ad esempio, la legislazione domestica, lo statuto societario ed eventualmente la giurisprudenza disponibile in materia).</p> <p>Al fine di assicurare l'instaurazione di un corretto contraddittorio tra le parti, l'istanza, recante la suddetta documentazione, deve essere inoltrata anche agli altri soggetti interessati al procedimento che sono chiamati ad esprimere le proprie osservazioni per iscritto anche avvalendosi di documentazione di supporto.</p> <p>Analogamente a quanto contemplato in materia dall'ordinamento francese -</p>

<p>regolamento i contenuti e le modalità di presentazione di tale istanza.</p> <p>4. Qualsiasi misura idonea a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta adottata dalla società emittente in virtù di quanto disposto al comma 1 deve essere espressamente autorizzata dall'assemblea in vista di una eventuale offerta pubblica, nei diciotto mesi anteriori alla comunicazione della decisione di promuovere l'offerta ai sensi dell'articolo 102, comma 1. Fermo quanto disposto dall'articolo 114, l'autorizzazione prevista dal presente comma è tempestivamente comunicata al mercato secondo le modalità previste ai sensi del medesimo articolo 114.</p>	<p>giorni di calendario dalla data di presentazione dell'istanza. Qualora si renda necessario richiedere informazioni integrative ovvero ulteriore documentazione, tale termine è sospeso per una sola volta fino alla ricezione delle stesse.</p>	<p>e, tra l'altro, in linea con i principi applicabili ai procedimenti amministrativi promossi su istanza di parte - si è previsto che la Consob, ove ritenga non sufficienti ai fini della decisione gli elementi informativi e/o documentali prodotti dalle parti, possa richiederne l'integrazione sospendendo i termini del procedimento.</p>
<p>D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)</p>	<p>Proposte modifiche regolamentari</p>	<p>Commenti</p>
<p style="text-align: center;">Art. 102 <i>(Obblighi degli offerenti e poteri interdittivi)</i></p> <p>1.(...).</p> <p>4. Entro quindici giorni dalla presentazione del documento d'offerta, la Consob lo approva se esso è idoneo a consentire ai destinatari di pervenire ad un fondato giudizio sull'offerta. Con</p>	<p style="text-align: center;">Art. 38 <i>(Documento d'offerta)</i></p> <p>1. Il documento d'offerta, approvato dalla Consob e integrato secondo le eventuali richieste della Consob ai sensi dell'articolo 102, comma 24, del Testo unico, è trasmesso senza indugio alla Consob e all'emittente, anche su supporto informatico.</p> <p>2. Fermo restando l'articolo 36, commi</p>	<p>La modifica proposta al primo comma è in linea con il contenuto del nuovo art. 102 del TUF che, si rammenta, prevede un espresso atto di approvazione da parte della Consob del documento di offerta.</p> <p>Si è ritenuto di semplificare la disciplina della pubblicazione del documento</p>

<p>l'approvazione la Consob può indicare all'offerente informazioni integrative da fornire, specifiche modalità di pubblicazione del documento d'offerta nonché particolari garanzie da prestare. Il termine è di trenta giorni per le offerte aventi ad oggetto o corrispettivo prodotti finanziari non quotati o diffusi tra il pubblico ai sensi dell'articolo 116. Qualora si renda necessario richiedere all'offerente informazioni supplementari, tali termini sono sospesi, per una sola volta, fino alla ricezione delle stesse. Tali informazioni sono fornite entro il termine fissato dalla Consob, comunque non superiore a quindici giorni. Nell'ipotesi in cui, per lo svolgimento dell'offerta, la normativa di settore richieda autorizzazioni di altre autorità, la Consob approva il documento d'offerta entro cinque giorni dalla comunicazione delle autorizzazioni stesse. Decorsi i termini di cui al presente comma, il documento d'offerta si considera approvato.</p> <p style="text-align: center;">(...)</p>	<p>3 e 4. Il documento è diffuso tramite pubblicazione integrale su organi di stampa di adeguata diffusione o tramite consegna messo a disposizione presso gli intermediari incaricati e contestuale ovvero diffuso con altri mezzi altre modalità concordate con la Consob, secondo modalità tali in ogni caso da assicurare che in ogni caso assicurino la conoscibilità degli elementi essenziali dell'offerta e del documento da parte di tutti gli interessati e un'adeguata diffusione del documento stesso. Della modalità di diffusione del documento è data contestuale comunicazione mediante pubblicazione di un avviso su organi di stampa di adeguata diffusione dell'avviso di avvenuta consegna. Copia del documento è trasmessa alla Consob su supporto informatico.</p> <p>3. I depositari informano i depositanti dell'esistenza dell'offerta in tempo utile per l'adesione.</p> <p>4. Copia del documento d'offerta è consegnata dall'offerente e dagli intermediari incaricati a chiunque ne faccia richiesta. I depositanti possono ottenere il documento dai propri depositari.</p> <p>5. Ogni fatto nuovo o inesattezza del documento d'offerta che possa influire</p>	<p>informativo, facendo espresso riferimento solo alla modalità di messa a disposizione al pubblico usualmente utilizzata nella prassi.</p> <p>La modifica proposta al quinto comma è in linea con il contenuto del nuovo articolo 40-<i>bis</i> che disciplina la riapertura dei termini dell'offerta.</p>
---	--	---

	<p>sulla valutazione degli strumenti finanziari, che si verifichi o sia riscontrata nel periodo intercorrente tra la pubblicazione del documento e la conclusione del periodo di adesione o dell'eventuale periodo di riapertura previsto dall'articolo 40-bis, forma oggetto di apposito supplemento da allegare al documento d'offerta e da pubblicare con le stesse modalità utilizzate per quest'ultimo. Il supplemento è pubblicato decorsi tre giorni dal suo ricevimento da parte della Consob con le eventuali modifiche da questa richieste e contestualmente trasmesso all'emittente. Copia del supplemento pubblicato è trasmesso alla Consob e all'emittente su supporto informatico.</p>	
D.lgs. n. 58/98 (TUF)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
<p style="text-align: center;"><u>Art. 103</u> (Svolgimento dell'offerta)</p> <p>1.(...).</p> <p>4. La Consob detta con regolamento disposizioni di attuazione della presente sezione e, in particolare, disciplina: (...) e) il riconoscimento dei documenti d'offerta approvati da autorità di vigilanza di altri Stati comunitari</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 38-bis</u> (Riconoscimento in Italia del documento di offerta approvato dall'autorità di vigilanza di altri Stati membri della Unione europea)</p> <p>1. Il documento di offerta, approvato dall'autorità di vigilanza di un altro Stato membro della Unione europea, è riconosciuto in Italia previo invio dello stesso alla Consob tradotto in lingua italiana, unitamente al provvedimento di approvazione del documento reso</p>	<p>Con l'introduzione dell'articolo 38-bis viene esercitata la delega contenuta nell'articolo 103, comma 4, lettera e), del Testo unico, che attribuisce alla Consob il compito di regolamentare il riconoscimento delle offerte transfrontaliere con dimensione comunitaria, disciplinate all'articolo 6, paragrafo 2, seconda parte della Direttiva OPA.</p> <p>La proposta regolamentare contempla un ampliamento del perimetro applicativo della disciplina del riconoscimento rispetto alle previsioni comunitarie. Più precisamente, la norma prevede che il meccanismo del riconoscimento sia esteso a tutte le offerte, approvate dalle autorità degli Stati membri, che siano conformi al citato articolo 6 della Direttiva OPA e non sia limitato alle offerte aventi ad oggetto i titoli ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati italiani (<i>cf.</i> comma 6).</p>

<p>(...);</p>	<p>dall'autorità del Stato membro di origine.</p> <p>2. Nel caso in cui il documento d'offerta sia redatto in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale, lo stesso è trasmesso, unitamente ad una nota contenente la traduzione in lingua italiana delle parti del documento relative agli elementi essenziali dell'offerta individuati dall'articolo 6, paragrafo 3, della direttiva 2004/25/CE, in quanto applicabile nonché dell'eventuale paragrafo contenente le avvertenze e/o i fattori di rischio dell'operazione.</p> <p>3. I documenti in lingua italiana di cui ai commi 1 e 2 sono integrati dalle informazioni concernenti le modalità di adesione all'offerta svolta in Italia, le relative modalità di pagamento del corrispettivo nonché il regime fiscale applicabile.</p> <p>4. I documenti relativi all'offerta sono pubblicati, ai sensi degli articoli 36, commi 3 e 4, e 38, decorsi cinque giorni dalla data della ricezione degli stessi da parte della Consob. Al più tardi entro la data di pubblicazione, l'offerente diffonde un comunicato, in</p>	<p>Quanto alla procedura, essa è stata concepita come un riconoscimento automatico del documento di offerta approvato dall'Autorità di vigilanza dello Stato membro, previo invio alla Consob dello stesso unitamente al relativo provvedimento di approvazione.</p> <p>Con riguardo al regime linguistico, l'attuale primo comma richiede la traduzione integrale del documento di offerta in lingua italiana. Tuttavia, il secondo comma dell'articolo in esame prevede una procedura di riconoscimento semplificata e meno onerosa nel caso in cui il documento d'offerta sia redatto in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale. In tale ipotesi è richiesta la traduzione in lingua italiana solo delle parti del documento che potrebbero presentare maggiori profili di criticità quali le parti relative agli elementi essenziali dell'offerta, come indicati, dall'articolo 6, comma 3, della Direttiva OPA, nonché alle avvertenze e/o eventuali fattori di rischio connessi all'operazione.</p> <p>Con il comma 4 è previsto che il documento d'offerta e l'eventuale "nota" possano essere pubblicati decorsi cinque giorni dalla data ricezione degli stessi da parte della Consob. Si è ritenuto utile assoggettare l'offerente, al più tardi entro la data di pubblicazione del documento di offerta, all'obbligo di diffusione di un comunicato, in lingua italiana, recante gli elementi informativi contenuti nell'articolo 37. Ciò al fine di consentire ai potenziali aderenti all'offerta di disporre tempestivamente (al pari di quanto accade per</p>
---------------	--	---

	<p>lingua italiana, contenente gli elementi indicati dall'articolo 37.</p> <p>5. Il comunicato dell'emittente, ove redatto, è reso noto al mercato tradotto in lingua italiana. Qualora il comunicato sia redatto in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale, esso può essere reso noto unitamente ad una traduzione in lingua italiana delle valutazioni sull'offerta e sulla congruità del corrispettivo.</p> <p>6. Il presente articolo si applica anche ai fini del riconoscimento del documento d'offerta approvato dall'autorità di vigilanza di un altro Stato membro relativo ad un'offerta avente ad oggetto strumenti finanziari non ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati italiani.</p>	<p>le offerte nazionali) dei termini essenziali della stessa.</p> <p>Si richiede, inoltre, la diffusione in Italia del comunicato dell'emittente, ove redatto, tradotto in lingua italiana. Qualora esso sia redatto in una lingua accettata dalla finanza internazionale si è ritenuto di consentirne la diffusione unitamente ad una traduzione in lingua italiana solo delle parti relative alla valutazione dell'offerta e alla congruità del corrispettivo.</p>
<p>D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)</p>	<p>Proposte modifiche regolamentari</p>	<p>Commenti</p>
<p><u>Art. 103</u> (Svolgimento dell'offerta)</p> <p>1.(...).</p> <p>4. La Consob detta con regolamento disposizioni di attuazione della presente sezione e, in particolare, disciplina: (...)</p>	<p><u>Art. 38-ter</u> (Riconoscimento in Italia del documento di offerta approvato dall'autorità di vigilanza di Stati extracomunitari)</p> <p>1. Il documento di offerta approvato dall'autorità di vigilanza di uno Stato extracomunitario con la quale la Consob abbia accordi di cooperazione, è riconosciuto in Italia ove:</p>	<p>Con tale disposizione è stata data attuazione alla delega contenuta nell'articolo 103, comma 4, lettera e), del TUF, che attribuisce alla Consob il potere di disciplinare il riconoscimento dei documenti di offerta approvati da autorità di vigilanza di Stati extracomunitari, con le quali siano in vigore accordi di cooperazione.</p> <p>Tenuto conto delle disomogeneità normative presenti negli ordinamenti extracomunitari in materia di offerte pubbliche, la procedura di riconoscimento dei relativi documenti non può essere automatica.</p>

<p>e) il riconoscimento dei documenti d'offerta approvati da autorità di vigilanza di altri Stati extracomunitari con le quali vi siano accordi di cooperazione .</p>	<p>a) gli strumenti finanziari oggetto di offerta siano ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato del medesimo Stato extracomunitario;</p> <p>b) il documento contenga almeno le informazioni concernenti gli elementi essenziali dell'offerta individuati dall'articolo 6, paragrafo 3, della direttiva 2004/25/CE, in quanto applicabile, nonché le avvertenze e/o i fattori di rischio dell'operazione.</p> <p>2. Ai fini del riconoscimento, l'offerente trasmette alla Consob il documento d'offerta tradotto in lingua italiana, unitamente al provvedimento di approvazione del documento reso dall'autorità di vigilanza dello Stato extracomunitario.</p> <p>3. Nel caso in cui il documento d'offerta sia redatto in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale, lo stesso è trasmesso, unitamente ad una nota contenente la traduzione in lingua italiana delle parti del documento relative agli elementi di cui al comma 1, lettera b).</p> <p>4. I documenti in lingua italiana di cui</p>	<p>In tal senso il primo comma prevede che riconoscimento sia consentito a condizione che <i>i)</i> il documento d'offerta contenga almeno le informazioni concernenti gli elementi essenziali dell'offerta come indicati dalla Direttiva OPA (in quanto compatibili), e che <i>ii)</i> gli strumenti finanziari oggetto di offerta siano ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato del medesimo Stato extracomunitario.</p> <p>Con riferimento alla definizione della lingua utilizzabile per la diffusione del documento di offerta destinato ai soggetti italiani, si applicano i medesimi criteri previsti nell'articolo 38-<i>bis</i> per il riconoscimento dei documenti approvati da autorità di vigilanza di Paese UE (ossia traduzione integrale del documento in lingua italiana, salvo il caso in cui esso sia redatto in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale).</p> <p>Quanto all'attività istruttoria svolta dalla Consob, questa si sostanzia in un giudizio di equivalenza tra le informazioni contenute nel documento di offerta estero e le informazioni richieste dall'articolo 6, paragrafo 3, della Direttiva OPA (in quanto compatibili), fermo restando il potere di richiedere informazioni specifiche sull'offerta in Italia.</p>
---	---	---

	<p>ai commi 2 e 3 sono integrati dalle informazioni relative all'offerta in Italia concernenti le modalità di adesione all'offerta e di pagamento del corrispettivo nonché il relativo regime fiscale.</p> <p>5. I documenti relativi all'offerta sono pubblicati ai sensi degli articoli 36, commi 3 e 4, e 38, decorsi dieci giorni dalla data della ricezione degli stessi da parte della Consob; tale termine può essere ridotto dalla Consob a cinque giorni in considerazione delle caratteristiche dell'offerta. Al più tardi entro la data di pubblicazione del documento d'offerta, l'offerente diffonde un comunicato, in lingua italiana, contenente gli elementi indicati dall'articolo 37.</p> <p>6. Il comunicato dell'emittente, ove redatto, è reso noto al mercato tradotto in lingua italiana. Qualora il comunicato sia redatto in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale, esso può essere reso noto unitamente ad una traduzione in lingua italiana delle valutazioni sull'offerta e sulla congruità del corrispettivo.</p>	<p>La pubblicazione dei documenti relativi all'offerta è consentita decorsi 10 giorni dalla data di ricezione degli stessi da parte della Consob ovvero 5 giorni ove la Consob lo consenta tenuto conto delle caratteristiche dell'offerta. Al più tardi entro la data di pubblicazione, l'offerente è altresì tenuto alla diffusione di un comunicato, in lingua italiana, recante gli elementi di cui all'articolo 37. Anche tale previsione risponde alla esigenza di consentire agli oblati, analogamente a quanto accade per le offerte domestiche, di disporre tempestivamente di un'informativa completa in merito all'offerta.</p> <p>Con riferimento al comunicato dell'emittente, ove esso sia stato predisposto, è previsto che venga reso noto al mercato, una volta tradotto in lingua italiana. Analogamente a quanto previsto nel comma 5 dell'art. 38-<i>bis</i>, qualora il comunicato sia redatto in una lingua accettata dalla finanza internazionale, si è ritenuto di consentirne la diffusione unitamente ad una traduzione in lingua italiana delle parti relative alla valutazione dell'offerta e alla congruità del corrispettivo.</p>
--	---	---

D.lgs. n. 58/98 (TUF)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
<p style="text-align: center;"><u>Art. 103</u> (Svolgimento dell'offerta)</p> <p>3. Il consiglio di amministrazione dell'emittente diffonde un comunicato contenente ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta e la propria valutazione sulla medesima. Per le società organizzate secondo il modello dualistico il comunicato, eventualmente congiunto, è approvato dal consiglio di gestione e dal consiglio di sorveglianza.</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 39</u> (Comunicato dell'emittente)</p> <p>1. Il comunicato dell'emittente:</p> <p>a) indica i nominativi dei componenti dell'organo di amministrazione e di controllo presenti alla seduta avente ad oggetto la valutazione dell'offerta nonché di quelli assenti;</p> <p>b) indica se vi siano componenti degli organi di amministrazione e del consiglio di sorveglianza che abbiano dato notizia di essere portatori di un interesse proprio o di terzi relativo all'offerta precisandone la natura, i termini, l'origine e la portata;</p> <p>a) c) contiene ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta e una valutazione motivata dei componenti dell'organo di amministrazione e del consiglio di sorveglianza sull'offerta stessa e sulla congruità del corrispettivo, con l'indicazione dell'eventuale adozione a maggioranza,</p>	<p>Nella disposizione in commento, tenuto conto della delicata funzione che il comunicato dell'emittente assolve nella dinamica del procedimento di OPA, sono state enucleate le informazioni minime che esso deve contenere. Tali informazioni sono state codificate attingendo dai casi concreti emersi dalla prassi operativa e tenendo conto della Direttiva OPA.</p> <p>Tra le principali novità si segnala:</p> <ul style="list-style-type: none"> - la previsione di cui alla lettera a), codifica informazioni che vengono richieste nel corso delle istruttorie e che sono finalizzate a fornire una esatta rappresentazione dei soggetti presenti alla deliberazione per l'approvazione del comunicato; - la nuova previsione di cui alla lettera b) sancisce l'obbligo di <i>disclosure</i> degli interessi sussistenti in capo ai componenti dell'organo di amministrazione e del consiglio di sorveglianza. Al riguardo si osserva che sebbene la disciplina dettata dal codice civile per il consiglio di sorveglianza ed, in particolare, l'art. 2409-<i>quaterdecies</i> c.c. non rinvii all'art. 2391 c.c. relativo agli "interessi degli amministratori" - diversamente da quanto previsto dall'art. 2409-<i>undecies</i> c.c. per il consiglio di gestione - si ritiene opportuno estendere tale obbligo di informazione anche con riferimento agli interessi di cui i componenti il consiglio di sorveglianza potrebbero essere portatori, per conto proprio o di terzi, considerato che anche ad essi è attribuito dall'art. 103, comma 1, del TUF il potere-dovere di approvare il comunicato dell'emittente; - la modifica di cui alla lettera c) si è resa necessaria al fine di tener conto delle esigenze emerse in occasione di recenti istruttorie. La nuova norma è stata modellata sull'esempio inglese che, in caso di dissenso tra gli amministratori, richiede a quelli dissenzienti di esprimere in un comunicato <i>ad hoc</i> la propria opinione sull'offerta. Con la nuova previsione si chiede che il comunicato debba includere anche le informazioni sulle eventuali iniziative assunte dai membri dell'organo di amministrazione (nonché dai componenti del consiglio di sorveglianza) per migliorare il prezzo

<p>del numero e, se lo richiedono e del nome dei dissenzienti e degli astenuti, specificando le motivazioni degli eventuali dissensi o astensioni. Nel comunicato è altresì fornita indicazione, anche in negativo, dell'eventuale partecipazione a qualunque titolo dei membri dell'organo di amministrazione e del consiglio di sorveglianza alle trattative per la definizione dell'operazione e alle iniziative finalizzate alla ricerca di offerte concorrenti;</p> <p>d) indica se l'emittente, nel giudizio sull'offerta, si sia avvalso di pareri di esperti indipendenti o di appositi documenti di valutazione; in tali ultime ipotesi sono indicate le metodologie utilizzate e le risultanze di ogni criterio impiegato. Ove l'emittente abbia deciso di non avvalersi di un esperto indipendente è fornita indicazione delle motivazioni di tale scelta;</p> <p>e) fornisce informazioni sui fatti di rilievo non indicati nell'ultimo bilancio o nell'ultima situazione contabile infrannuale periodica pubblicata;</p> <p>f) fornisce informazioni sull'andamento recente e sulle prospettive dell'emittente, ove non riportate nel documento d'offerta;</p>	<p>dell'offerta ovvero i termini della stessa. In caso di OPA successiva, è richiesta l'indicazione dell'eventuale partecipazione diretta alle trattative per il trasferimento del pacchetto di controllo;</p> <p>- la previsione di cui alla lettera d) richiede che il comunicato evidenzi se, ai fini della valutazione dell'offerta, la società si sia avvalsa del parere di un <i>advisor</i> indipendente ovvero abbia utilizzato altra documentazione a supporto della relativa decisione. Il parere dell'esperto indipendente deve essere reso pubblico, integralmente o per estratto, secondo le modalità illustrate nei successivi commi 6 e 7. In tal modo si richiede che le valutazioni non si limitino, come spesso accade nella prassi applicativa, a sintetici e apodittici giudizi ma siano supportate da argomentazioni chiare e coerenti;</p>
---	--

<p>3-<i>bis</i>. Il comunicato contiene altresì una valutazione degli effetti che l'eventuale successo dell'offerta avrà sugli interessi dell'impresa, nonché sull'occupazione e la localizzazione dei siti produttivi. [...]</p>	<p>g) contiene, per le offerte diverse da quelle di cui all'articolo 101-<i>bis</i>, comma 3, del Testo unico, una valutazione degli effetti che l'eventuale successo dell'offerta avrà sugli interessi dell'impresa, nonché sull'occupazione e la localizzazione dei siti produttivi;</p> <p>h) ove sia prevista un'operazione di fusione che coinvolga l'emittente con un incremento dell'indebitamento della società, fornisce informazioni sull'indebitamento della società risultante dalla fusione; in tal caso, indica, altresì, gli effetti dell'operazione sui contratti di finanziamento in essere e sulle relative garanzie nonché l'eventuale necessità di stipulare nuovi contratti di finanziamento;</p> <p>i) indica l'identità delle persone che agiscono di concerto con l'emittente e, ove noti, i loro eventuali rapporti con l'offerente;</p> <p>l) rende note le eventuali previsioni statutarie ai sensi degli articoli 104 e 104-<i>bis</i> del Testo unico, le delibere assembleari assunte ai sensi dell'articolo 104-<i>ter</i> del Testo unico, nonché l'eventuale decisione di convocare assemblee l'assemblea ai</p>	<p>- con l'introduzione della lettera <i>g</i>) viene data attuazione all'articolo 103, comma 3-<i>bis</i>, del Testo unico che, a sua volta, recepisce le previsioni della Direttiva in merito alla valutazione che il comunicato della società <i>target</i> deve contenere sugli effetti che l'eventuale successo dell'offerta avrà sugli interessi dell'impresa, sull'occupazione e la localizzazione dei siti produttivi;</p> <p>- la lettera <i>h</i>) richiede che, nel caso in cui l'operazione di acquisizione possa perfezionarsi attraverso una fusione con un incremento dell'indebitamento della <i>target</i>, il comunicato fornisca informazioni sull'indebitamento della società risultante dalla eventuale fusione nonché sugli effetti dell'operazione sui contratti di finanziamento (nuovi o rinegoziati) e sulle relative garanzie (<i>covenants</i> operativi e/o finanziari, <i>negative pledges</i>, ecc.);</p> <p>- la lettera <i>i</i>) ha la finalità di dare trasparenza ai legami e agli eventuali interessi sussistenti tra i soggetti che agiscono di concerto con l'emittente e l'offerente;</p> <p>- le lettere <i>l</i>) e <i>m</i>) tengono conto della nuova disciplina in materia di <i>passivity rule</i>, nonché delle disposizioni contenute negli art. 104-<i>bis</i> e 104-<i>ter</i> del TUF in tema di neutralizzazione e reciprocità.</p>
---	---	---

	<p>sensi dell'articolo 104 del Testo unico, per l'autorizzazione a compiere atti od operazioni che possono contrastare l'offerta; ove questa la decisione venga assunta successivamente essa è tempestivamente resa nota al mercato;</p> <p>m) ove lo statuto dell'emittente deroghi alle disposizioni dell'articolo 104, commi 1 e 1-bis, del Testo unico, indica se l'emittente ha compiuto, ha deliberato ovvero se intenda porre in essere atti od operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta.</p> <p>e)n) fornisce informazioni aggiornate sul possesso diretto o indiretto di strumenti finanziari della società da parte dell'emittente o dei componenti dell'organo di amministrazione di amministrazione e del consiglio di sorveglianza, anche in società controllate o controllanti, nonché sui patti parasociali di cui all'articolo 122 del Testo unico aventi ad oggetto azioni dell' relativi all'emittente e al controllante;</p> <p>o) fornisce informazioni aggiornate sui compensi percepiti, a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma, dai componenti degli organi di amministrazione e controllo e dai direttori generali dell'emittente, ovvero deliberati a loro favore;</p>	
--	--	--

	<p>2. Nel caso in cui l'offerta abbia ad oggetto obbligazioni o altri titoli di debito assimilabili alle obbligazioni, il comunicato dell'emittente fornisce le informazioni previste dalle lettere <i>a), b), c), d), e), f), e i) ed o)</i> del comma 1 nonché informazioni aggiornate sul possesso diretto o indiretto dei titoli offerti degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta da parte dell'emittente o dei componenti dell'organo di amministrato amministrazione e del consiglio di sorveglianza.</p> <p>2-bis. Nel caso in cui l'offerta abbia ad oggetto quote di fondi comuni di investimento chiusi, si applicano le disposizioni di cui al presente articolo in quanto compatibili. Il comunicato è redatto e diffuso dalla Sgr che gestisce il fondo.</p> <p>3. Il comunicato e gli allegati di cui al comma 6 è sono sono trasmesse alla Consob almeno due tre giorni prima della data prevista per la sua loro diffusione. Essi, integrati integrati con le eventuali richieste della Consob, è sono sono resi noti al mercato entro il primo giorno del periodo di adesione. Agli allegati al comunicato dell'emittente si applica l'articolo 65-bis, comma 2. La variazione delle informazioni comunicate ai sensi dei</p>	<p>Si è ritenuto utile esplicitare che nel caso di offerte aventi ad oggetto quote di fondi chiusi, l'obbligo di redigere e diffondere il comunicato grava sulla Sgr che lo gestisce e che esso dovrà contenere, in quanto applicabili, le informazioni richieste dalla norma in commento.</p> <p>Alla luce dell'esperienza applicativa finora maturata, si intende confermare la disposizione che disciplina l'istruttoria della Consob sui contenuti del comunicato dell'emittente, ampliando il termine per il relativo svolgimento (che si è rivelato spesso esiguo a fronte della complessità e peculiarità delle offerte) da due a tre giorni.</p> <p>Infine, qualora il comunicato non sia compreso nel documento di offerta (e quindi pubblicato con le consuete modalità indicate dall'articolo 38), è stato previsto che l'emittente, con riferimento agli allegati richiesti dai commi 5 e 6 della norma in commento, si possa avvalere delle modalità indicate dall'art. 65-bis, comma 2, RE che consentono l'utilizzo del sito internet e la</p>
--	---	---

<p>3-bis. [...] Contestualmente alla sua diffusione, il comunicato è trasmesso ai rappresentanti dei lavoratori della società o, in loro mancanza, ai lavoratori direttamente. Se ricevuto in tempo utile, al comunicato è allegato il parere dei rappresentanti dei lavoratori quanto alle ripercussioni sull'occupazione.</p>	<p>commi 1 e 2 forma oggetto di apposito comunicato di aggiornamento.</p> <p>4. Fermo restando quanto previsto dall'articolo 101-bis, comma 3, del Testo unico, il comunicato è altresì reso noto contestualmente ai rappresentanti dei lavoratori o, in loro mancanza, ai lavoratori stessi.</p> <p>5. Il parere dei rappresentanti dei lavoratori di cui all'articolo 103, comma 3-bis, del Testo unico, ove rilasciato, è trasmesso senza indugio all'emittente e alla Consob ed è reso noto al mercato; ove ricevuto in tempo utile, è diffuso unitamente al comunicato dell'emittente. Esso è, altresì, pubblicato secondo le modalità previste dall'articolo 36, commi 3 e 4.</p> <p>6. L'emittente allega al comunicato di cui al comma 1: a) il parere previsto dall'articolo 39-bis ove applicabile; b) gli eventuali pareri degli esperti indipendenti.</p> <p>7. Con riferimento alla documentazione di cui al comma 6, lettera b), l'emittente può pubblicare i soli elementi indicati nell'Allegato 4, paragrafo 2.4, del regolamento adottato dalla Consob con delibera del</p>	<p>contestuale pubblicazione di un comunicato di annuncio della relativa diffusione.</p> <p>I commi 4 e 5 rispondono all'esigenza di dare attuazione all'articolo 103, comma 3-bis del TUF in materia di obblighi informativi nei confronti dei lavoratori e dei loro rappresentanti.</p> <p>I commi 6 e 7 disciplinano le modalità di pubblicazione del parere degli amministratori indipendenti (ovvero dei consiglieri di gestione indipendenti o del comitato di controllo interno o di altro comitato costituito nell'ambito del consiglio di sorveglianza) richiesto dall'art. 39-bis nelle ipotesi ivi indicate e delle eventuali <i>fairness opinion</i> rese da <i>advisor</i> su richiesta dell'intero organo amministrativo (<i>ex art. 39, comma 1, lettera d, RE</i>) o degli amministratori indipendenti ai sensi dell'articolo 39-bis (ove applicabile).</p> <p>In relazione alle <i>fairness opinion</i> è stata attribuita all'emittente la facoltà, analogamente a quanto previsto dal Regolamento sulle operazioni con parti correlate (Allegato 4, paragrafo 2.4.), di pubblicare tali documenti in forma di estratto, fornendo le motivazioni per le quali la pubblicazione di tale</p>
---	---	--

	12 marzo 2010, n. 17221, motivando tale scelta.	documentazione non avviene in forma integrale.
D.lgs. n. 58/98 (TUF)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
	<p style="text-align: center;"><u>Art. 39-bis</u> (<i>Parere degli amministratori indipendenti</i>)</p> <p>1. Il presente articolo si applica nel caso di:</p> <p>a) offerte aventi ad oggetto titoli promosse da:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. soggetti che detengono una partecipazione superiore alla soglia prevista dall'articolo 106, comma 1, del Testo unico; 2. aderenti a un patto parasociale tra soggetti che detengono una partecipazione complessiva superiore alla medesima soglia indicata alla lettera a); 3. amministratori o consiglieri di gestione o di sorveglianza dell'emittente; 4. persone che agiscono di concerto con i soggetti indicati ai precedenti numeri 1, 2 e 3. <p>b) offerte aventi ad oggetto quote di fondi comuni di investimento chiusi promosse da:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. soggetti che detengono più del 	<p>Il nuovo articolo 39-<i>bis</i> prevede che gli amministratori indipendenti , che non siano parti correlate dell'offerente, esprimano un parere motivato sull'offerta e abbiano facoltà di avvalersi, a spese della società, di un <i>advisor</i> di propria scelta.</p> <p>Tale proposta regolamentare risponde all'esigenza di rafforzare il valore informativo e l'obiettività del comunicato dell'emittente in situazioni in cui gli investitori sono maggiormente esposti alla "<i>pressure to tender</i>". Nelle offerte c.d. interne il comunicato dell'emittente può essere infatti condizionato dai legami esistenti tra offerente e <i>board</i> della società <i>target</i>, tendenzialmente favorevole a offerte promosse da "<i>insider</i>".</p> <p>Alla luce di quanto sopra evidenziato e in una prospettiva di contenimento dei costi, si è ritenuto opportuno circoscrivere la proposta regolamentare alle ipotesi di offerte che abbiano ad oggetto titoli o quote di fondi chiusi e che siano promosse da soggetti <i>insider</i>, in considerazione del maggior rischio di conflitto di interessi in seno all'organo gestorio.</p> <p>L'obbligo di predisporre il parere degli amministratori indipendenti è, ovviamente, previsto anche in caso di eventuali offerte concorrenti alle predette offerte.</p> <p>Nel caso in cui la società <i>target</i> abbia adottato il sistema dualistico, è previsto che tale parere sia reso dai consiglieri di gestione indipendenti ovvero da un comitato composto da consiglieri di sorveglianza indipendenti.</p>

	<p>trenta per cento delle quote del fondo;</p> <p>2. il soggetto o i soggetti che detengono, anche congiuntamente, il controllo ovvero esercitano una influenza notevole sulla Sgr che gestisce il fondo;</p> <p>3. amministratori o consiglieri di gestione o di sorveglianza della Sgr che gestisce il fondo;</p> <p>4. persone che agiscono di concerto con i soggetti indicati ai precedenti numeri 1, 2 e 3;</p> <p><i>c) offerte concorrenti a quelle indicate alle precedenti lettere a) e b).</i></p> <p>2. Gli amministratori indipendenti che non siano parti correlate dell'offerente, ove presenti, redigono un parere motivato contenente le valutazioni sull'offerta e sulla congruità del corrispettivo, potendosi avvalere, a spese dell'emittente, dell'ausilio di un esperto indipendente dagli stessi individuato. Tale parere e l'eventuale parere dell'esperto indipendente sono resi noti secondo le modalità di cui all'articolo 39, commi 3, 6 e 7.</p> <p>3. Nelle società che adottano il sistema dualistico, il parere previsto dal comma 2 è reso dal consigliere o dai consiglieri di gestione indipendenti che</p>	
--	--	--

	<p>non siano parti correlate dell'offerente, ove presenti, ovvero da un comitato composto da consiglieri di sorveglianza indipendenti.</p> <p>4. Nelle offerte promosse dai soggetti indicati nel comma 1, lettera a), n. 3, o da coloro che agiscono di concerto con essi, qualora gli stessi abbiano contratto debiti per l'acquisizione, l'offerente, senza indugio, comunica, agli amministratori indipendenti o ai soggetti indicati nel comma 3, previa richiesta di questi, le informazioni fornite ai finanziatori dell'offerta in relazione alla stessa, anche successivamente alla pubblicazione del parere previsto dal comma 2. Resta fermo quanto previsto nell'articolo 41.</p>	<p>Infine, mutuando dall'ordinamento inglese⁴, è stato previsto che in operazioni di <i>management buy-out</i> gli amministratori indipendenti possono richiedere all'offerente, di comunicare loro, senza indugio, le informazioni fornite ai finanziatori dell'offerta in relazione alla stessa, anche in un momento successivo alla pubblicazione del parere. Tali informazioni saranno diffuse al mercato laddove richiesto ai sensi dell'articolo 41.</p>
D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
<p style="text-align: center;"><u>Art. 103</u> (Svolgimento dell'offerta)</p> <p>1. (...).</p> <p>4. La Consob detta con regolamento disposizioni di attuazione della presente sezione e, in particolare, disciplina:</p> <p>a) il contenuto del documento</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 40</u> (Svolgimento dell'offerta)</p> <p>1. L'efficacia dell'offerta non può essere sottoposta a condizioni il cui verificarsi dipenda dalla mera volontà dell'offerente.</p> <p>2. Salvo quanto previsto dall'articolo</p>	<p>Con riferimento alla durata dell'offerta, è stato in primo luogo previsto un unico termine minimo per tutte le offerte. In particolare, in considerazione del possibile effetto scoraggiante che un termine minimo più ampio potrebbe avere sul lancio di offerte preventive, il termine minimo è stato ridotto per le offerte preventive da 25 a 15 giorni (in linea con quello delle altre offerte). In effetti, è stato valutato che il rischio di potenziali offerte concorrenti (che si può supporre aumenti all'aumentare della durata dell'offerta) possa avere l'effetto indesiderato di disincentivare il primo scalatore dal promuovere l'OPA, nonostante questi la ritenga conveniente.</p>

⁴ La Rule 20.3 del *Takeover Code* prevede che: “If the offer or potential offer is a management buy-out or similar transaction, the offeror or potential offeror must, on request, promptly furnish the independent directors of the offeree company or its advisers with all information which has been furnished by the offeror or potential offeror to external providers or potential providers of finance (whether equity or debt) for the buy-out.”

<p>d'offerta, nonché le modalità per la pubblicazione del documento e per lo svolgimento dell' offerta; f) (...).</p>	<p>40-bis, comma 1, il periodo di adesione è concordato con la società di gestione del mercato o, nel caso di prodotti finanziari non ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato strumenti finanziari non quotati, con la Consob: tra un minimo di venticinque e un massimo di quaranta giorni per le offerte effettuate ai sensi degli articoli 106, comma 4, e 107 del Testo unico;</p> <ul style="list-style-type: none"> - tra un minimo di quindici e un massimo di venticinque giorni per le offerte promosse ai sensi degli articoli 106, commi 1 e 3, del Testo unico per le altre offerte; - tra un minimo di quindici e un massimo di quaranta giorni per le altre offerte. <p>Per le offerte aventi ad oggetto obbligazioni e altri titoli di debito la durata minima è ridotta a cinque giorni. La Consob, sentiti l'offerente e la società di gestione del mercato, può, con provvedimento motivato da esigenze di corretto svolgimento dell'offerta e di tutela degli investitori, prorogarne la durata, anche più volte, fino ad un massimo di cinquantacinque giorni.</p> <p>3. Il periodo di adesione non può avere inizio:</p> <p>a) se non è stata trasmessa alla Consob la documentazione relativa all'avvenuta</p>	<p>In questo scenario non solo l'obiettivo di tutela degli investitori non viene perseguito, ma si mina anche l'efficienza stessa del mercato del controllo societario.</p> <p>In secondo luogo è stato esteso il termine massimo di 40 giorni (già previsto per le preventive totalitarie 106, comma, 4 del TUF e le parziali <i>ex art.</i> 107 del TUF) a tutte le offerte diverse da quelle obbligatorie <i>ex art.</i> 106, commi 1 e 3, del TUF, per le quali ultime, invece, è stato confermato il termine massimo di 25 giorni.</p> <p>Infine, è stata confermata la previsione introdotta (con la delibera n. 16893 del 14 maggio 2009) concernente la durata minima, pari a cinque giorni, delle offerte pubbliche di acquisto e scambio aventi ad oggetto obbligazioni e altri titoli di debito.</p> <p>Si è tenuto conto delle novità recate dalla introduzione della riapertura dei termini dell'offerta disciplinata dall'art. 40-bis; in particolare, si è ritenuto che il periodo di durata massima dell'offerta non debba includere i giorni di riapertura dell'offerta. Ciò, è consentito dall'art. 7, paragrafo 2, parte prima, della Direttiva OPA che lascia agli Stati membri la possibilità di modificare i termini di accettazione dell'offerta in casi specifici.</p> <p>È stato confermato il termine massimo (cinquantacinque giorni) di negoziazione entro il quale la Consob può prorogare la durata dell'offerta specificando che tale potere di proroga può essere esercitato anche più volte, come peraltro già avvenuto nella prassi applicativa.</p> <p>Sono state apportate alla norma in commento le modifiche necessarie per adeguare la durata dell'offerta all'art. 7 della Direttiva OPA che individua quale <i>dies a quo</i> ai fini della decorrenza dei termini la data di pubblicazione del relativo documento. In particolare, in linea con le previsioni introdotte all'art. 37-bis in materia di garanzie, l'art. 40 è stato abrogato nella parte in cui consente la trasmissione alla Consob della documentazione relativa all'avvenuta costituzione della garanzia successivamente alla pubblicazione</p>
---	--	---

<p>e costituzione delle garanzie di esatto adempimento;</p> <p>b) prima che siano trascorsi cinque giorni dalla diffusione pubblicazione del documento d'offerta, o, nel caso in cui tale documento comprenda già il comunicato dell'emittente, prima di tale del giorno successivo a tale diffusione pubblicazione;</p> <p>e) se non è stata rilasciata l'autorizzazione prevista dalla normativa di settore per l'acquisto di partecipazioni al capitale di banche o di intermediari autorizzati alla prestazione di servizi d'investimento;</p> <p>d) se non è stata assunta la delibera di emissione degli strumenti finanziari offerti in scambio.</p> <p>4. La notizia delle intervenute autorizzazioni previste dalle normative di settore, dell'adozione della delibera di emissione degli strumenti finanziari offerti in scambio, della sua intervenuta iscrizione nel registro delle imprese e dell'inizio del periodo di adesione è immediatamente comunicata al mercato se non già contenuta nel documento d'offerta.</p> <p>5 4. Nel caso di convocazione di un'assemblea ai sensi dell'articolo 104 del Testo unico da tenersi negli ultimi dieci giorni del periodo di adesione, il</p>	<p>del documento e prima dell'inizio del periodo di adesione [comma 3 lett. <i>a</i>) e lett. <i>d</i>)].</p> <p>Infine sono state abrogate le previsioni contenute nei vigenti commi 3, lett. <i>c</i>), e 4, in quanto in contrasto con l'art. 102, comma 4, del TUF</p>
---	--

	<p>periodo di adesione stesso è prorogato in misura tale che dall'assemblea decorrano di dieci giorni.</p> <p>6 5. L'adesione all'offerta avviene presso l'offerente, gli intermediari incaricati e i depositari abilitati alla prestazione di servizi di investimento, tramite sottoscrizione della scheda di adesione.</p> <p>7- 6. Le adesioni alle offerte possono essere raccolte sul mercato regolamentato secondo le modalità indicate dalla società di gestione del mercato nel regolamento previsto dall'articolo 62 del Testo unico.</p>	
<p>D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)</p>	<p>Proposte modifiche regolamentari</p>	<p>Commenti</p>
	<p style="text-align: center;"><u>Art. 40-bis</u> <i>(Riapertura dei termini dell'offerta)</i></p> <p>1. Entro cinque giorni dalla chiusura del periodo di adesione, i termini delle offerte aventi ad oggetto titoli promosse dai soggetti indicati nell'articolo 39-bis, comma 1, lettera a) sono riaperti per cinque giorni qualora l'offerente, in occasione della pubblicazione dei risultati, comunichi:</p> <p>a) per le offerte la cui efficacia è condizionata all'acquisizione di una percentuale determinata del capitale sociale dell'emittente, il verificarsi della condizione ovvero la rinuncia alla stessa;</p>	<p>L'introduzione della disposizione in commento risponde all'esigenza di mitigare il fenomeno della "pressure to tender", condizione in cui versano gli azionisti destinatari di un'OPA che, pur non reputando congruo il prezzo offerto, vi aderiscono nel timore di rimanere in possesso di titoli destinati a deprezzarsi successivamente alla chiusura dell'offerta medesima.</p> <p>Con riferimento all'ambito applicativo, si è ritenuto di limitare la riapertura dei termini, analogamente all'art. 39-bis, alle sole offerte che abbiano ad oggetto titoli (comma 1) e quote di fondi chiusi (comma 2) promosse da <i>insiders</i> in quanto, in tali casi, maggiore è il grado di coazione a vendere.</p> <p>I commi 1 e 2 definiscono le ipotesi in cui la riapertura dei termini è applicabile in base alle caratteristiche dell'offerta (cioè alla presenza o meno di una condizione di efficacia dell'offerta o il raggiungimento di un elevato livello di adesione). In particolare, la riapertura dei termini si applica:</p> <ul style="list-style-type: none"> - <u>alle offerte c.d. condizionate</u>, ove, alla data di pubblicazione dei risultati dell'offerta, la condizione apposta si sia verificata ovvero

	<p>b) per le offerte diverse da quelle di cui alla lettera a):</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. di aver raggiunto una partecipazione superiore alla metà ovvero ai due terzi del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto nell'assemblea ordinaria; ovvero 2. di avere acquistato almeno la metà dei titoli di ciascuna categoria oggetto dell'offerta. <p>2. La riapertura dei termini prevista dal comma 1 si applica alle offerte aventi ad oggetto quote di fondi comuni di investimento chiusi promosse da soggetti indicati nell'articolo 39-bis, comma 1, lettera b), qualora l'offerente, in occasione della pubblicazione dei risultati, comunichi:</p> <ol style="list-style-type: none"> a) per le offerte la cui efficacia è condizionata all'acquisizione di una percentuale determinata delle quote del fondo, il verificarsi della condizione ovvero la rinuncia alla stessa; b) per le offerte diverse da quelle di cui alla lettera a), di avere acquistato almeno la metà delle quote del fondo oggetto dell'offerta. 	<p>l'offerente vi abbia rinunciato espressamente;</p> <p>- <u>alle offerte non condizionate</u>, ove le adesioni abbiano raggiunto almeno il 50% del quantitativo oggetto di offerta ovvero, solo per le offerte sui titoli, ove l'offerente, in sede di pubblicazione dei risultati dell'offerta, dichiari di aver raggiunto una partecipazione superiore alla metà o ai due terzi del capitale.</p>
--	--	---

<p>3. La riapertura dei termini non si applica:</p> <p><i>a)</i> qualora l'offerente, almeno cinque giorni prima della fine del periodo di adesione, renda noto al mercato il verificarsi delle circostanze di cui al commi 1 e 2, lettere <i>a)</i> o <i>b)</i>;</p> <p><i>b)</i> qualora, nelle offerte aventi ad oggetto titoli, l'offerente, al termine del periodo di adesione, venga a detenere la partecipazione di cui all'articolo 108, comma 1, ovvero quella di cui all'articolo 108, comma 2, del Testo unico e, nel secondo caso, abbia dichiarato l'intenzione di non ripristinare un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni;</p> <p><i>c)</i> alle offerte aventi ad oggetto titoli promosse ai sensi dell'articolo 107 del Testo unico.</p> <p>4. Nei casi di riapertura dei termini, il pagamento del corrispettivo è effettuato:</p> <p><i>a)</i> relativamente ai titoli e alle quote del fondo che hanno formato oggetto di adesione all'offerta prima della riapertura dei termini, alla data originariamente prevista nel documento d'offerta;</p> <p><i>b)</i> relativamente agli altri titoli o quote del fondo, non più tardi di dieci giorni</p>	<p>Il comma 3 definisce i casi in cui la riapertura dell'offerta non è applicabile. Si tratta dei casi in cui:</p> <ul style="list-style-type: none"> - l'avveramento o la rinuncia alla condizione nelle offerte condizionate, ovvero l'avveramento di una delle "presunzioni di successo" di cui al commi 1 e 2, lettera <i>b)</i> nelle offerte non condizionate, siano avvenuti almeno cinque giorni prima del termine del periodo di adesione; - l'offerente, nelle offerte su titoli, abbia superato la soglia del 90% e stia per procedere all'adempimento dell'obbligo di acquisto; - si tratti di un'offerta preventiva parziale avente ad oggetto titoli promossa ai sensi dell'art. 107 del TUF. <p>Da ultimo, il comma 4 specifica che, in caso di riapertura dei termini dell'offerta, le date di pagamento saranno due. In particolare, la disposizione precisa che l'offerente procederà al pagamento del corrispettivo alla data prevista nel documento di offerta nei confronti di coloro che abbiano aderito alla chiusura del primo <i>round</i>. Per coloro che invece dovessero aderire al secondo <i>round</i>, la data di pagamento è fissata non più tardi di dieci giorni da quella prevista per il primo <i>round</i>.</p>
--	---

	successivi alla data indicata nella lettera a).	
D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
<p style="text-align: center;"><u>Art. 103</u> (Svolgimento dell'offerta)</p> <p>1.(...).</p> <p>4. La Consob detta con regolamento disposizioni di attuazione della presente sezione e, in particolare, disciplina: (...)</p> <p>b) la correttezza e la trasparenza delle operazioni sui prodotti finanziari oggetto dell'offerta;</p> <p>f) (...).</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 41</u> (Norme di trasparenza)</p> <p>1. Le dichiarazioni e le comunicazioni diffuse relativamente all'offerta indicano il soggetto che le ha rese e sono ispirate a principi di chiarezza, completezza e conoscibilità da parte di tutti i destinatari.</p> <p>2. Durante il periodo intercorrente fra la data della comunicazione prevista dall'articolo 102, comma 1, del Testo unico e la data ultima indicata per il di pagamento del corrispettivo:</p> <p>a) i soggetti interessati diffondono rendono note le dichiarazioni riguardanti l'offerta e/o l'emittente soltanto tramite comunicati al mercato, contestualmente trasmessi alla Consob con le modalità previste dall'articolo 36. Fermo quanto previsto dall'articolo 39, l'emittente con strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato rende note eventuali dichiarazioni concernenti l'offerta anche nel rispetto dell'articolo 66, comma 2;</p> <p>a-bis) l'offerente e coloro che agiscono</p>	<p>Si è ritenuto opportuno integrare il comma 2 della disposizione in esame, disciplinando le modalità di diffusione di eventuali dichiarazioni rese dall'emittente in merito all'offerta, prima che esso abbia avuto piena conoscenza dei contenuti del documento di offerta, (ossia delle dichiarazioni diffuse nel periodo precedente al comunicato di cui all'articolo 39). In particolare, con l'ampliamento della lettera a), si è voluto dare rilievo, tenuto conto della prassi applicativa, alle dichiarazioni rilasciate dagli amministratori dell'emittente prima della diffusione del comunicato sull'offerta, specie in occasione di offerte ostili. Dette dichiarazioni, data la delicatezza che assumono in relazione all'offerta, devono essere rese con le modalità e i contenuti di un'informazione <i>price sensitive</i>.</p> <p>Conseguentemente si richiede che le dichiarazioni disciplinate dalla norma in commento siano rese note con le modalità di cui all'articolo 36, e, altresì, presentino un contenuto che, in conformità al comma 2 dell'articolo 66 (come da ultimo modificato con la Delibera Consob n. 16850 del 1.4.2009 in recepimento della Direttiva <i>Transparency</i>) sia idoneo a consentire al pubblico una valutazione corretta degli eventi.</p> <p>Ispirandosi all'ordinamento inglese, a tutela degli investitori, si ritiene</p>

<p>di concerto con esso, qualora abbiano intenzione di vendere i prodotti finanziari oggetto dell'offerta ne danno notizia alla Consob e al mercato entro la giornata precedente all'operazione⁵;</p> <p><i>b)</i> i soggetti interessati comunicano entro la giornata alla Consob e al mercato le operazioni di acquisto e vendita di strumenti finanziari oggetto d'offerta o che diano diritto ad acquistarli o venderli da essi compiute, anche per interposta persona:</p> <p>1) di acquisto e vendita dei prodotti finanziari oggetto d'offerta indicando i corrispettivi pattuiti;</p> <p>2) aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati connessi ai prodotti oggetto di offerta, indicandone i termini essenziali;</p> <p><i>c)</i> l'offerente e i soggetti incaricati della raccolta delle adesioni diffondono almeno settimanalmente i dati sulle adesioni; nelle offerte su strumenti finanziari quotati ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato la diffusione</p>	<p>opportuno prevedere, alla lettera <i>a-bis</i>) un nuovo stringente obbligo di <i>disclosure</i> in pendenza di OPA in capo all'offerente e ai soggetti che agiscono di concerto con esso, qualora essi abbiano intenzione di vendere i prodotti finanziari oggetto dell'offerta; in tal caso è stato disposto che gli stessi debbano entro la giornata precedente all'operazione di cessione darne notizia alla Consob e al mercato.</p> <p>L'ambito oggettivo degli obblighi informativi previsti alla lettera <i>b)</i> della norma in commento è stato esteso alle operazioni di acquisto e vendita di strumenti finanziari derivati [come definiti dall'art. 35, comma 1, lettera <i>i</i>)] che ricomprende, tra l'altro, anche i derivati con regolamento <i>cash settlement</i>, negoziati sia sui mercati regolamentati che al di fuori di essi.</p>
--	--

⁵La Rule 4.2, lettera *a*), del *Takeover Code* prevede che: *(a) During an offer period, the offeror and persons acting in concert with it must not sell any securities in the offeree company except with the prior consent of the Panel and following 24 hours public notice that such sales might be made. The Panel will not give consent for sales where a mandatory offer under Rule 9 is being made. Sales below the value of the offer will not be permitted. After there has been an announcement that sales may be made, neither the offeror nor persons acting in concert with it may acquire an interest in any securities of the offeree company and only in exceptional circumstances will the Panel permit the offer to be revised. The Panel should be consulted whenever the offeror or a person acting in concert with it proposes to enter into or close out any type of transaction which may result in securities in the offeree company being sold during the offer period either by that party or by the counterparty to the transaction.*

	<p>avviene giornalmente tramite la società di gestione del mercato.</p> <p>3. Le sintesi del documento di offerta eventualmente diffuse nel corso del periodo di adesione, devono comunque:</p> <p>a) riportare integralmente il paragrafo “avvertenze” del documento;</p> <p>b) fare rinvio, per ciascuna delle informazioni riportate, ai corrispondenti paragrafi del documento d’offerta nei quali le stesse sono illustrate in modo analitico;</p> <p>c) recare l’avvertenza, riprodotta con un carattere che ne consenta un’agevole lettura, che la sintesi non è sottoposta alla preventiva verifica della Consob;</p> <p>d) fare espresso riferimento ai luoghi nei quali sono disponibili indicare dove è possibile reperire il documento d’offerta e il comunicato dell’emittente.</p> <p>4. Copia della sintesi è trasmessa alla Consob contestualmente alla sua diffusione.</p> <p>45. Ogni messaggio in qualsiasi forma diffuso avente carattere promozionale relativo all’offerta ovvero inteso a contrastare un’offerta deve essere riconoscibile come tale. Le informazioni in esso contenute sono espresse in modo chiaro, corretto e motivato, sono coerenti con quelle riportate nella documentazione</p>	
--	---	--

	<p>già diffusa e non inducono in errore circa le caratteristiche dell'operazione e degli strumenti finanziari coinvolti. Copia di detti messaggi è trasmessa alla Consob contestualmente alla sua diffusione.</p> <p>56. Prima della data di pagamento indicata nel documento di offerta nonché della data prevista dall'articolo 40-bis, comma 4, lettera b), l'offerente pubblica, con le medesime modalità dell'offerta, i risultati e le indicazioni necessarie sulla conclusione dell'offerta e sull'esercizio delle facoltà previste nel documento d'offerta, secondo le indicazioni dell'Allegato 2C.</p> <p>6. Dalla data di pubblicazione del documento d'offerta e fino alla chiusura della stessa, la Consob può richiedere, ai sensi dell'articolo 114, commi 5 e 6 del Testo unico, agli offerenti, ai controllanti, anche congiuntamente, degli offerenti e degli emittenti, alle loro società controllate e ai soggetti incaricati della raccolta delle adesioni che siano resi pubblici notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico.</p> <p>7. Dalla data della comunicazione prevista dall'articolo 102, comma 1, del Testo unico e fino a un anno dalla chiusura dell'offerta, la Consob può:</p>	<p>La modifica proposta al sesto comma consegue all'introduzione della disciplina la riapertura dei termini dell'offerta.</p> <p>L'abrogazione dei commi 6 e 7 della norma in commento consegue al contenuto delle nuove disposizioni di cui agli articoli 102, commi 6 e 7 e 103, comma 2 del Testo Unico che disciplinano i poteri di vigilanza della Consob in materia di offerte pubbliche, estendendone il campo di applicazione soggettivo e oggettivo nonché temporale rispetto alla previgente normativa.</p>
--	---	---

~~a) richiedere notizie e documenti, ai sensi dell'articolo 115, comma 1, lettere a) e b) del Testo unico, agli offerenti, ai controllanti, anche congiuntamente, degli offerenti e degli emittenti e ai soggetti incaricati della raccolta delle adesioni, ai componenti dei relativi organi di amministrazione e controllo nonché ai revisori e dirigenti;~~

~~b) eseguire ispezioni, ai sensi dell'articolo 115, comma 1, lettera c) del Testo unico, presso gli offerenti, i controllanti, anche congiuntamente, degli offerenti e degli emittenti e i soggetti incaricati della raccolta delle adesioni.~~

Nei sei mesi successivi alla data ultima di pagamento del corrispettivo di offerta, l'offerente e le persone che agiscono di concerto con esso rendono note alla Consob, con cadenza mensile, le operazioni di acquisto e vendita aventi ad oggetto i prodotti finanziari di cui al comma 2, lettera b), n. 1 e n. 2, che siano state effettuate nel mese di riferimento, indicandone i termini essenziali.

A seguito dell'estensione della durata della *best price rule* (fino a sei mesi successivi alla chiusura dell'offerta - art. 42, comma 3), è stato introdotto un nuovo comma 6 che estende temporalmente (fino a sei mesi successivi alla data di pagamento del corrispettivo dell'offerta) gli obblighi di *disclosure* (sebbene solo nei confronti della Consob) previsti dal comma 2, lettera b), concernenti le operazioni di acquisto e vendita dei prodotti oggetto dell'offerta. L'ambito applicativo della disposizione in commento:

- dal punto di vista oggettivo, in conformità alla *best price rule*, è limitato all'offerente ed alle persone che agiscono di concerto con esso,
- dal punto di vista oggettivo, coincide con quanto previsto al comma 2, lett. b), n. 1 e n. 2, dell'articolo in commento.

Tali obblighi informativi gravano anche con riferimento all'attività di *trading* (diversamente da quanto previsto dall'articolo 42, comma 4, che prevede l'inapplicabilità della *best price rule* per tale attività) e dovranno essere espletati con cadenza mensile e non giornaliera come quelli previsti dal comma 2, lettera b), dell'articolo in commento.

D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
<p style="text-align: center;"><u>Art. 103</u> (Svolgimento dell'offerta)</p> <p>1.(...).</p> <p>4. La Consob detta con regolamento disposizioni di attuazione della presente sezione e, in particolare, disciplina:</p> <p>1. (...).</p> <p>b) la correttezza e la trasparenza delle operazioni sui prodotti finanziari oggetto dell'offerta;</p> <p>c) gli effetti sul corrispettivo dell'offerta degli acquisti di prodotti finanziari che ne sono oggetto, effettuati dagli offerenti o dalle persone che agiscono di concerto con essi dopo la comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1, in pendenza dell'offerta o nei sei mesi successivi alla chiusura di questa;</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 42</u> (Norme di correttezza)</p> <p>1. L'offerente e gli altri soggetti interessati si attengono a principi di correttezza e di parità di trattamento dei destinatari dell'offerta, compiono tempestivamente le attività e gli adempimenti connessi allo svolgimento dell'offerta, non eseguono operazioni sul mercato volte a influenzare le adesioni all'offerta e si astengono da comportamenti e da accordi diretti ad alterare situazioni rilevanti per i presupposti dell'offerta pubblica di acquisto o di scambio obbligatoria.</p> <p>2. Se gli offerenti o le persone che agiscono di concerto con essi, nel periodo compreso tra la comunicazione prevista dall'articolo 102, comma 1, del Testo unico e la data ultima del di pagamento del corrispettivo, acquistano, direttamente, indirettamente o per interposta persona, i prodotti gli strumenti finanziari oggetto di offerta, ovvero assumono, direttamente, indirettamente o per interposta persona, posizioni lunghe aventi come sottostante tali prodotti, il diritto ad acquistarli anche a data successiva, a prezzi superiori al corrispettivo dell'offerta, adeguano quest'ultimo a</p>	<p>Il secondo comma dell'art. 42 è stato modificato per estendere l'applicazione della regola della <i>best price</i>, oltre che agli acquisti di prodotti finanziari oggetto di offerta, anche all'acquisizione di posizioni lunghe [così come definite dall'art. 35, comma 1, lett. g),] effettuata dagli offerenti e da coloro che agiscono di concerto con essi durante l'offerta e nei sei mesi successivi alla chiusura della stessa (rinviando per la determinazione del prezzo dell'OPA ai criteri fissati nell'articolo 44-ter, comma 7).</p>

	<p>prezzo più alto pagato. a tale prezzo. Si applica l'articolo 44-ter, comma 7, in quanto compatibile.</p> <p>3. Le previsioni contenute nel comma 2 si applicano anche agli acquisti degli offerenti e delle persone che agiscono di concerto con essi che siano stati effettuati nei sei mesi successivi alla data ultima di pagamento. In tal caso, l'obbligo di adeguamento del corrispettivo al prezzo più alto pagato, è adempiuto dagli offerenti attraverso l'attribuzione di un conguaglio agli aderenti all'offerta, con le modalità rese note in un apposito comunicato al mercato.</p> <p>4. Le previsioni di cui ai commi 2 e 3 non si applicano alle operazioni di compravendita, effettuate a condizioni di mercato nell'ambito dell'attività di negoziazione per conto proprio, per un quantitativo complessivamente non superiore allo 0,5% della categoria dei prodotti finanziari oggetto dell'offerta.</p>	<p>La disposizione di cui al comma 3 è stata introdotta al fine di dare attuazione alla delega regolamentare contenuta nell'articolo 103, comma 4, lettera c), del TUF che, in particolare, ha esteso l'operatività della <i>best price rule</i> nei 6 mesi successivi alla chiusura dell'offerta.</p> <p>L'ambito applicativo della disposizione in parola (analogamente alle scelte normative attuate dal legislatore tedesco che però ha limitato l'applicazione delle disposizioni agli acquisti fuori mercato) è stato circoscritto a <u>coloro che abbiano aderito all'offerta</u>, ritenendo equo corrispondere a questi un conguaglio pari alla differenza tra il prezzo dell'offerta e il maggior prezzo pagato successivamente. Infatti, coloro che non aderiscono all'offerta e che vendono i titoli in loro possesso in un momento antecedente all'eventuale decorrenza della <i>best price rule</i> possono esperire il rimedio giudiziale per ottenere l'eventuale risarcimento dei danni.</p> <p>Nel nuovo quarto comma è stato previsto che la <i>best price rule</i> non si applichi alle operazioni di compravendita sui prodotti finanziari oggetto dell'offerta effettuate, entro la soglia complessiva del 0,5% (calcolata su ciascuna categoria dei prodotti oggetto di offerta), dall'offerente o dalle persone che agiscono di concerto con esso, a condizioni di mercato e nell'ambito della attività di negoziazione per conto proprio. Tale previsione è in linea con quanto disposto dal comma 3, lett. c), n. 2, dell'art. 106 del TUF che attribuisce alla Consob il potere di rettificare il prezzo dell'OPA in diminuzione anche con riferimento all'attività di <i>trading</i> (cfr. bozza art. 47-quinquies). Tali operazioni, infatti, non sono idonee a generare prezzi significativi ai fini della disciplina OPA in quanto sono temporanee e sono determinate da interessi di carattere prettamente finanziario.</p>
--	--	--

	<p>5. In caso di offerte concorrenti, l'emittente che fornisce informazioni a uno degli offerenti, comunica tempestivamente le medesime a tutti gli altri offerenti. Resta fermo quanto previsto nell'articolo 41.</p>	<p>Infine, mutuando dall'ordinamento inglese⁶, è stato previsto che, in caso di offerte concorrenti, qualora l'emittente fornisca informazioni a uno degli offerenti, debba comunicare tempestivamente le medesime a tutti gli altri offerenti. Laddove richiesto, Tali informazioni saranno diffuse al mercato ai sensi dell'articolo 41.</p>
D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
<p style="text-align: center;"><u>Art. 103</u> (Svolgimento dell'offerta)</p> <p>1. (...)</p> <p>4. La Consob detta con regolamento disposizioni di attuazione della presente sezione e, in particolare, disciplina:</p> <p>(...)</p> <p>d) le modifiche all'offerta, le offerte di aumento e quelle concorrenti, senza limitare il numero dei rilanci, effettuabili fino alla scadenza di un termine massimo;</p> <p>f) (...).</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 43</u> (Modifiche dell'offerta)</p> <p>1. Le offerte di aumento e le altre modifiche dell'offerta sono rese note e comunicate ai sensi dell'articolo 37 e sono pubblicate con le stesse modalità dell'offerta originaria, mediante comunicato diffuso ai sensi dell'articolo 36 fino al giorno antecedente alla a tre giorni prima della data prevista per la chiusura del periodo di adesione. La chiusura dell'offerta non può avvenire in un termine inferiore a tre giorni dalla data di pubblicazione della modifica. Ove necessario l'offerta è prorogata.</p> <p>2. Non è ammessa la riduzione del quantitativo richiesto.</p>	<p>Nell'ottica della semplificazione degli obblighi in capo all'offerente, sono state modificate le previsioni relative alla pubblicazione delle modifiche dell'offerta, garantendo comunque la completa informazione del mercato. In particolare, il nuovo comma 1 non richiede più la pubblicazione del supplemento al documento d'offerta, ma la mera diffusione di un comunicato stampa secondo le modalità dell'art. 36.</p> <p>Inoltre, il medesimo comma è stato anche modificato per consentire all'offerente, alla luce dell'esperienza applicativa, di apportare modifiche all'offerta fino al giorno antecedente la chiusura del periodo di adesione. In tal caso, l'offerente dovrà concedere un ulteriore termine pari ad almeno tre giorni per consentire nuove adesioni, procedendo, ove necessario, alla proroga dell'offerta.</p>

⁶ La Rule 20.3 del Takeover Code prevede che: "Any information given to one offeror or potential offeror, whether named or unnamed, must, on request, be given equally and promptly to another offeror or bona fide potential offeror even if that other offeror is less welcome. This requirement will usually only apply when there has been a public announcement of the existence of the offeror or potential offeror to which information has been given or, if there has been no public announcement, when the offeror or bona fide potential offeror requesting information under this Rule has been informed authoritatively of the existence of another potential offeror."

D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
<p><u>Art. 103</u> (Svolgimento dell'offerta)</p>	<p><u>Art. 44</u> (Offerte concorrenti)</p>	
<p>1.(...).</p> <p>4. La Consob detta con regolamento disposizioni di attuazione della presente sezione e, in particolare, disciplina: (...) d) le modifiche all'offerta, le offerte di aumento e quelle concorrenti, senza limitare il numero dei rilanci, effettuabili fino alla scadenza di un termine massimo; f) (...).</p>	<p>1. Le offerte concorrenti e i rilanci sono ammessi se il corrispettivo globale per ciascuna categoria di strumenti finanziari interessata è superiore a quello dell'ultima offerta o rilancio o se comportano l'eliminazione di una condizione di efficacia. Per i rilanci non è ammessa la riduzione del quantitativo richiesto.</p> <p>2.1 Le offerte concorrenti sono pubblicate fino a cinque giorni prima della data prevista per la chiusura del periodo di adesione, anche prorogato, dell'offerta precedente e comunque, in caso di proroga, entro il cinquantesimo giorno dalla pubblicazione della prima offerta.</p> <p>3.2 I rilanci sono resi noti mediante un comunicato diffuso ai sensi dell'articolo 36 effettuati mediante pubblicazione di un avviso contenente la natura e l'entità del rilancio e l'avvenuto rilascio delle garanzie integrative. Per i rilanci non è ammessa la riduzione del quantitativo richiesto.</p> <p>4.3 Fatta salva la facoltà di cui al</p>	<p>La Direttiva OPA ha demandato agli Stati membri la definizione della disciplina in materia di offerte concorrenti. Al riguardo, l'articolo 103 del TUF ha confermato la potestà regolamentare della Consob in materia.</p> <p>Al fine di perseguire l'obiettivo dell'efficienza del mercato del controllo societario e la tutela degli azionisti di minoranza, è stato eliminato l'obbligo attualmente vigente per l'offerente concorrente di offrire un corrispettivo <i>ab initio</i> più alto rispetto a quello della prima offerta. In tal modo, sono consentite offerte concorrenti e rilanci anche a prezzi pari o inferiori <u>all'offerta originaria.</u></p> <p>E' stato poi chiarito che è possibile pubblicare offerte concorrenti anche oltre il periodo di adesione inizialmente previsto, comprendendo, altresì, la durata della proroga.</p> <p>Per i rilanci è stata riproposta la regola secondo la quale "<i>non è ammessa la riduzione del quantitativo richiesto</i>", considerato che, in caso contrario, il rilancio si risolverebbe in una revoca parziale dell'offerta (che è vietata).</p> <p>Inoltre, in un'ottica di semplificazione degli adempimenti connessi all'offerta e di contenimento dei costi, si propone di abrogare l'obbligo di pubblicazione dei rilanci mediante avvisi su organi di stampa, prevedendone la diffusione tramite comunicato reso noto ai sensi dell'articolo 36.</p>

comma ~~successivo~~ **4**, i rilanci debbono essere effettuati entro il termine di cinque giorni dalla pubblicazione dell'offerta concorrente o di un precedente rilancio di altro offerente.

~~5.4~~ Nessun rilancio può essere effettuato oltre il ~~decimo~~ **quinto giorno** anteriore alla chiusura del periodo di adesione dell'ultima offerta. **Previa comunicazione alla Consob**, l'ultimo giorno utile tutti gli offerenti, ad eccezione di quelli per i quali sia già scaduto il termine previsto dal comma 3, possono effettuare un ulteriore rilancio, ~~previa comunicazione alla Consob~~.

6.5 Il periodo di adesione delle offerte e la data prevista per la pubblicazione dei risultati sono allineati a quelli dell'ultima offerta concorrente, salvo che gli offerenti precedenti, entro cinque giorni dalla pubblicazione dell'offerta concorrente, comunichino alla Consob e al mercato di voler mantenere inalterata la scadenza originaria; in tal caso essi non possono effettuare rilanci.

~~7.6~~ Nel caso di convocazione di un'assemblea ai sensi dell'articolo 104 del Testo unico da tenersi negli ultimi dieci giorni del periodo di adesione alle

	<p>offerte indicate nel comma 4, il periodo di adesione alle stesse è prorogato di dieci giorni.</p> <p>8.7 Dopo la pubblicazione di un'offerta concorrente o di un rilancio le adesioni alle altre offerte sono revocabili. Nei cinque giorni successivi alla pubblicazione dei risultati dell'offerta che ha prevalso possono essere conferiti ad essa gli strumenti finanziari apportati alle altre offerte.</p> <p>9.8 In presenza Dalla data di comunicazione di offerte concorrenti e fino alla chiusura del relativo periodo di adesione, gli offerenti non possono acquistare, direttamente, indirettamente o per interposta persona, gli strumenti finanziari oggetto di offerta, ovvero il diritto ad acquistarli anche a data successiva, a prezzi superiori al corrispettivo più elevato delle loro offerte comunicate.</p>	<p>Si è ritenuto opportuno modificare il comma 9 dell'articolo 44 (nella nuova versione comma 8) che attualmente vieta all'offerente originario, in caso di OPA concorrente, di acquistare i prodotti finanziari oggetto di offerta <u>a prezzi superiori alla propria proposta contrattuale</u>, al fine di evitare che con l'applicazione della <i>best price rule</i> si aggiri la procedura prevista per i rilanci.</p> <p>Con la modifica della norma in argomento, pur confermando tali principi, <u>si consente al primo offerente di acquistare anche a prezzi superiori alla propria offerta purché non si superi il corrispettivo più elevato comunicato al mercato dal/i concorrente/i</u>. Ciò permette al primo offerente di acquistare al di fuori dell'offerta a parità di condizioni con il concorrente, fermo restando l'obbligo di adeguare il prezzo dell'offerta in ragione della <i>best price rule</i>.</p> <p>Viene, infine, chiarito, che il predetto limite relativo agli acquisti al di fuori dell'offerta si applica dalla data di prima comunicazione al mercato di un'offerta concorrente fino alla chiusura della relativa offerta.</p>
--	--	---

D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
<p style="text-align: center;">Sezione II Offerte pubbliche di acquisto obbligatorie</p> <p style="text-align: center;"><u>Art. 105</u> <i>(Disposizioni generali)</i></p> <p>1. (...)</p> <p>2. (...)</p> <p>3. La Consob può con regolamento includere nella partecipazione categorie di titoli che attribuiscono diritti di voto su uno o più argomenti diversi tenuto conto della natura e del tipo di influenza sulla gestione della società che può avere il loro esercizio anche congiunto. La Consob determina, altresì, con regolamento i criteri di calcolo della partecipazione di cui al comma 2 nelle ipotesi in cui i titoli di cui al medesimo comma, risultino privati, per effetto di disposizioni legislative o regolamentari, del diritto di voto.</p>	<p style="text-align: center;">Capo II</p> <p style="text-align: center;"><u>Offerte pubbliche di acquisto obbligatorie</u></p> <p style="text-align: center;"><u>Art. 44-bis</u> <i>(Regime delle azioni private del diritto di voto)</i></p> <p>1. Le azioni proprie detenute dall'emittente, anche indirettamente, sono escluse dal capitale sociale su cui si calcola la partecipazione rilevante ai fini dell'articolo 106, commi 1 e 3, lettera b), del Testo unico.</p> <p>IPOTESI 1</p> <p>2. Il comma 1 non si applica nel caso in cui il superamento delle soglie ivi indicate consegua ad acquisti di azioni proprie da parte dell'emittente e i soggetti che sarebbero tenuti all'obbligo non dispongono, anche di concerto, di voti sufficienti ad esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria dell'emittente.</p> <p>IPOTESI 2</p> <p>2. Il comma 1 non si applica nel caso in cui il superamento delle soglie ivi indicate consegua ad acquisti di azioni proprie da parte dell'emittente</p>	<p>La norma regolamentare proposta per disciplinare i criteri di calcolo della "partecipazione" rilevante ai fini dell'obbligo di OPA nelle ipotesi in cui l'emittente abbia acquistato azioni proprie (dunque prive del diritto di voto) dà rilievo al peso effettivo dei diritti di voto in assemblea e prevede, pertanto, come regola generale, lo scomputo delle azioni proprie di cui sia nota al pubblico la detenzione da parte dell'emittente dal capitale di riferimento al fine di calcolare il superamento della soglia OPA.</p> <p>Si tratta di un criterio che estende l'attuale interpretazione della Consob (<i>cf.</i> Comunicazioni nn. 1059750 e 1059755 del 2 agosto 2001 e n. DEM/DCL/4073976 del 6 agosto 2004) anche al caso del soggetto che acquisti una rilevante partecipazione in un emittente che già detenga azioni proprie, purché, si intende, essere siano state rese note al pubblico. Tale criterio consente di prescindere, nella generalità dei casi, dalla verifica della sussistenza di un rapporto di controllo sull'emittente da parte del soggetto (o della pluralità di soggetti riuniti in un patto) che supera la soglia.</p> <p>E' stata, peraltro, prevista al comma 2 un'eccezione alla regola sopra indicata unicamente per il caso in cui il superamento delle soglie derivi da un acquisto di azioni proprie da parte dell'emittente (e non da un acquisto del socio). Ciò al fine di evitare l'obbligo di OPA in caso di superamenti di soglia che potrebbero non essere riconducibili alla volontà dell'acquirente. Sul punto si propongono due formulazioni alternative:</p> <p>1) nella prima, il beneficio dell'"esenzione dall'OPA" riguarderebbe solo il soggetto che non detiene il controllo dell'emittente e che, quindi, non ha influito sulla decisione di acquistare le azioni proprie; ciò avrebbe il pregio di eliminare il rischio di un utilizzo elusivo dell'acquisto di azioni proprie da parte del soggetto controllante con il difetto, tuttavia, di richiedere una, non sempre agevole, verifica della sussistenza di un rapporto di controllo. Il rafforzamento realizzato attraverso un acquisto di azioni proprie sarebbe, comunque, limitato in quanto il soggetto non controllante sarebbe tenuto all'obbligo di OPA nel caso in cui, per effetto di suoi ulteriori acquisti, venga a superare la soglia del 30% (calcolata su</p>

<p>effettuati 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, presenti in assemblea, diversi dal socio o da soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza, anche relativa, e dalle persone che agiscono di concerto con essi.</p> <p>3. Ai fini del calcolo delle soglie indicate al comma 1, le azioni proprie acquistate al servizio di piani di compenso approvati ai sensi dell'articolo 114-bis del Testo unico non sono escluse dal capitale sociale rilevante per il calcolo della partecipazione.</p> <p>4. 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</p>	<p>un capitale da cui, sulla base del principio generale, non sono escluse solo le azioni proprie che hanno determinato in prima battuta il superamento della soglia);</p> <p>2) la seconda alternativa prevede la possibilità di concedere “l'esenzione dall'OPA” nei casi in cui l'acquisto delle azioni proprie sia stato deliberato con il meccanismo del cd. <i>whitewash</i>. In altre parole, le azioni proprie acquistate dalla società non rileverebbero per l'eventuale superamento delle soglie laddove il relativo acquisto sia stato deliberato con l'approvazione da parte dei soci di minoranza.</p> <p>Resta inteso che sussiste l'obbligo di offerta previsto dall'articolo 106, comma 1, del TUF in capo a chiunque venga a detenere, anche di concerto, la partecipazione di cui all'articolo 105, comma 2, del TUF calcolata sull'intero capitale rappresentato da titoli senza scomputare le azioni proprie. In altre parole, qualora la soglia rilevante venga superata grazie all'acquisto compiuto dall'emittente, i soci prossimi al 30% non sono comunque esonerati dall'obbligo di promuovere l'offerta per gli acquisti da essi successivamente compiuti.</p> <p>Si è, infine, ritenuto necessario non operare lo scomputo delle azioni proprie acquistate a servizio di piani di <i>stock-option</i> approvati ai sensi dell'articolo 114-bis del TUF. In tali casi infatti le operazioni di <i>buy-back</i> sono motivate da esigenze della società che non dovrebbero essere limitate dalla posizione azionaria del socio di controllo.</p> <p>Con riferimento al calcolo della “partecipazione” rilevante ai fini dell'obbligo di acquisto <i>ex art.</i> 108 TUF, considerando che tale norma persegue principalmente la finalità di garantire la regolarità delle negoziazioni sul mercato, è apparso opportuno confermare il criterio attualmente utilizzato (che diverge da quello prescelto per il computo della soglia rilevante <i>ex art.</i> 106 del TUF), in base al quale le azioni proprie si</p>
--	---

	Testo unico.	computano nella partecipazione del controllante (numeratore) senza sottrarre dal capitale di riferimento (denominatore).
D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
<p style="text-align: center;">Sezione II Offerte pubbliche di acquisto obbligatorie</p> <p style="text-align: center;"><u>Art. 105</u> <i>(Disposizioni generali)</i></p> <p>1. Chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento promuove un'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.</p> <p>2. Ai fini della presente sezione, per partecipazione si intende una quota, detenuta anche indirettamente per il tramite di fiduciari o per interposta persona, dei titoli emessi da una società di cui al comma 1 che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza.</p> <p>3. (...)</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 44-ter</u> <i>(Strumenti finanziari derivati)</i></p> <p>1. Ai fini del calcolo delle soglie previste dall'articolo 106, commi 1 e 3, lettera b), del Testo unico, sono computati gli strumenti finanziari derivati, detenuti anche indirettamente, per il tramite di fiduciari o per interposta persona, che conferiscano una posizione lunga sui titoli indicati nell'articolo 105, comma 2, del Testo unico, nella misura del numero totale di titoli sottostanti. Nel caso in cui il numero di titoli sottostanti sia variabile, si fa riferimento al quantitativo massimo previsto dallo strumento finanziario.</p> <p>2. Ai fini del comma 1 non si computano gli strumenti finanziari derivati che conferiscono una posizione lunga quando:</p> <p>a) sono oggetto di pattuizioni contenute in un accordo parasociale e finalizzate alla risoluzione di eventuali situazioni di stallo decisionale ovvero previste in caso di inadempimento di clausole del patto;</p>	<p>Il nuovo articolo 44-ter rispecchia il modello adottato dal <i>Takeover Code</i> e prevede che, ai fini del calcolo della soglia del 30% (e del 5% prevista per l'OPA c.d. da consolidamento), si debbano computare anche le azioni sottostanti tutti gli strumenti finanziari derivati o contratti che conferiscono al titolare una posizione lunga a prescindere dalla circostanza che sia previsto un regolamento in contanti o tramite consegna fisica.</p> <p>Tale ampia nozione mira a ricomprendere, oltre ai titolari di <i>swap</i>, di contratti di acquisto a termine e di altri contratti con struttura di <i>payoff</i> simmetrica, anche chi di assuma comunque posizioni lunghe attraverso contratti derivati a struttura asimmetrica (ad es. l'acquirente di una opzione <i>call</i> o il venditore di un'opzione <i>put</i>).</p> <p>Con riferimento al numero di strumenti finanziari da computare in mancanza di un numero di azioni sottostanti determinato è stata adottata la regola del <i>Takeover Code</i> che prevede si faccia riferimento al numero massimo di strumenti ricavabile dalle clausole contrattuali.</p> <p>Sono state previste due esenzioni. La prima (comma 2, lett. a) dispone l'esclusione dal calcolo della partecipazione rilevante ai fini OPA di posizioni lunghe derivanti da clausole di patti parasociali in considerazione del contenuto e delle finalità; ad esempio, l'apposizione di un'opzione <i>call</i> in un accordo parasociale può svolgere la funzione di garantire le parti in merito al rispetto di più ampi impegni contrattuali, rappresentando una forma di <i>exit</i> in caso di inadempimento della controparte ovvero di stallo decisionale. Limitazioni alla facoltà di inserire tali clausole potrebbero precludere la conclusione di accordi industriali vantaggiosi per la società <i>target</i>.</p>

<p>3-bis. La Consob stabilisce con regolamento i casi e le modalità con cui gli strumenti finanziari derivati detenuti sono computati nella partecipazione di cui al comma 2.</p>	<p>b) sono detenuti da un soggetto abilitato come definito dall'articolo 1, comma 1, lettera r), del Testo unico, a fini di copertura delle posizioni di un cliente.</p> <p>3. Nel caso in cui l'acquisto dei titoli sottostanti sia soggetto ad autorizzazioni ai sensi di legge, la posizione lunga acquisita assume rilievo ai fini del superamento delle soglie indicate al comma 1 quando l'autorizzazione è concessa.</p> <p>4. Ai fini del calcolo della soglia prevista dall'articolo 106, commi 1 e 3, del Testo unico non rilevano gli strumenti finanziari derivati che conferiscono una posizione lunga quando hanno ad oggetto titoli di futura emissione.</p> <p>5. Ai fini del calcolo delle soglie indicate nel comma 1, la compensazione delle posizioni lunghe con le posizioni corte aventi ad oggetto il medesimo titolo opera limitatamente a quelle derivanti da strumenti finanziari della stessa tipologia ed aventi termini equivalenti</p>	<p>La seconda esenzione (comma 2, lett. b), mutuata dal <i>Takeover Code</i> (cd. <i>client serving exemption</i>), ha la funzione, nel caso in cui il derivato sia stato sottoscritto con un intermediario professionale, di:</p> <ul style="list-style-type: none"> - evitare, la duplicazione dell'obbligo di OPA (si pensi al caso di una banca titolare di una posizione corta che assuma una posizione lunga a fini di copertura del rischio contrattuale), - non imporre l'obbligo di OPA in capo all'intermediario in caso di acquisto di una posizione lunga al solo fine di consentire al cliente di assumere una posizione corta (ad es. l'intermediario è venditore di una <i>put</i>). <p>Al comma 3 si è reso necessario introdurre una disposizione che regoli i casi in cui l'acquisizione del controllo sia soggetta ad autorizzazioni ai sensi di legge; in tali casi appare corretto attribuire rilievo alle posizioni lunghe solo quando l'autorizzazione è concessa.</p> <p>E' stata prevista inoltre nel comma 4 l'esclusione dei derivati con sottostante azioni di nuova emissione in coerenza con l'articolo 105, comma 2, del TUF.</p>
---	--	--

	<p>e la medesima controparte.</p> <p>6. I riferimenti all’acquisto di titoli presenti nella Sezione II, Capo II, Titolo II, Parte IV, del Testo unico e nel presente Capo si intendono estesi, ove compatibili, gli acquisti di strumenti finanziari che conferiscono posizioni lunghe sui titoli.</p> <p>7. Ai fini della determinazione del prezzo di cui all’articolo 106 comma 2, del Testo unico, si considera la somma del prezzo di riferimento contrattualmente attribuito ai titoli sottostanti lo strumento finanziario e degli importi corrisposti o ricevuti per l’acquisto della posizione lunga.</p>	<p>Nel comma 6 è stata introdotta una norma di raccordo resasi indispensabile dall’introduzione della normativa in commento.</p> <p>Il prezzo dell’OPA in caso di acquisto di strumenti finanziari che conferiscono posizioni lunghe, si determina sommando l’eventuale premio al “prezzo di riferimento” (inteso come valorizzazione economica contrattualmente attribuita dalle parti al sottostante). In particolare “prezzo di riferimento” corrisponde:</p> <p>a) per le opzioni, al <i>prezzo strike</i>; b) per i derivati tipo <i>swap</i> o <i>CfD</i>, all’<i>initial reference price</i> sulla base del quale si regolano periodicamente i flussi finanziari; c) per i contratti tipo <i>future forward</i>, al prezzo fissato per la compravendita a termine.</p> <p>Resta inteso che in caso di vendita di opzioni <i>put</i> il premio andrà detratto (e non sommato) al prezzo <i>strike</i>.</p>
D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
<p style="text-align: center;">Sezione I Disposizioni generali <u>Art. 101-bis</u> <i>(Definizioni e ambito applicativo)</i></p> <p>4. Per “persone che agiscono di concerto” si intendono i soggetti che cooperano tra di loro sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 44-quater</u> <i>(Persone che agiscono di concerto)</i></p> <p>1. Si considerano persone che agiscono di concerto, salvo che provino che non ricorrono le condizioni di cui all’articolo 101-bis, comma 4, del Testo unico:</p> <p>a) un soggetto, il coniuge, il convivente, gli affini e i parenti in</p>	<p>La presente disposizione è adottata in attuazione della delega prevista dall’art. 101-bis, comma 4-ter, del TUF.</p> <p>Nel comma 1 sono previste, quali ipotesi di presunzioni relative di “<i>persone che agiscono di concerto</i>”:</p> <p>a) <u>rapporti di parentela</u>, individuando quei familiari che solitamente, salvo prova contraria, sono soggetti ad una reciproca influenza; b) <u>rapporti con soggetti che prestano attività di consulenza finanziaria per operazioni relative all’emittente</u>, circoscrivendo l’ambito di applicazione ai soli acquisti “anomali” effettuati dall’<i>advisor</i> (o da società appartenenti</p>

<p>inefficace, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio.</p> <p>4-<i>bis</i>. Sono, in ogni caso, persone che agiscono di concerto:</p> <p>a) gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall'articolo 122, comma 1 e comma 5 lettere a), b), c) e d);</p> <p>b) un soggetto, il suo controllante, e le società da esso controllate;</p> <p>c) le società sottoposte a comune controllo;</p> <p>d) una società e i suoi amministratori, componenti del consiglio di gestione, o di sorveglianza o direttori generali.</p> <p>4-<i>ter</i>. Fermo restando il comma 4-<i>bis</i>, la Consob individua con regolamento:</p> <p>a) i casi per i quali si presume che i soggetti coinvolti siano persone che agiscono di concerto ai sensi del comma 4, salvo che provino che non ricorrono le condizioni di cui al medesimo comma;</p> <p>b) i casi nei quali la cooperazione tra più soggetti non configura un'azione di concerto ai sensi del comma 4.</p>	<p>linea retta e in linea collaterale entro il secondo grado, i figli del coniuge e del convivente;</p> <p>b) un soggetto e i suoi consulenti finanziari per operazioni relative all'emittente, purché tali consulenti, o società appartenenti al medesimo gruppo, abbiano effettuato acquisti di titoli dell'emittente al di fuori della gestione ordinaria della propria attività caratteristica, a partire dal mese precedente al conferimento dell'incarico;</p> <p>c) i soggetti che presentano una lista per l'elezione della maggioranza dei componenti dell'organo amministrativo o del consiglio di sorveglianza, ovvero che promuovono congiuntamente una sollecitazione di deleghe di voto finalizzata alla votazione di tale lista.</p> <p>2. I seguenti casi di cooperazione tra più soggetti non configurano di per sé un'azione di concerto ai sensi dell'articolo 101-<i>bis</i>, comma 4, del Testo unico:</p> <p>a) coordinamento tra azionisti al fine di esercitare le azioni e i diritti loro attribuiti dagli articoli 2367, 2377, 2388, 2393-<i>bis</i>, 2395, 2396, 2408, 2409 e 2497 del codice civile</p>	<p>al medesimo gruppo), ossia al di fuori della gestione ordinaria della propria attività caratteristica. Per evitare fenomeni elusivi sono stati considerati anche gli acquisti effettuati nei 30 giorni precedenti al conferimento dell'incarico.</p> <p>c) rapporti tra i soggetti che presentano una <u>lista per l'elezione della maggioranza dei componenti dell'organo amministrativo</u> (o, nel sistema dualistico del consiglio di sorveglianza) ovvero che promuovono congiuntamente una <u>sollecitazione di deleghe di voto finalizzata alla votazione di tale lista</u>. Al riguardo, nel comma 2 è stato specificato che non rientra nella nozione di azione di concerto la cooperazione tra azionisti finalizzata alla presentazione o votazione di "liste di minoranza" per l'elezione degli organi sociali.</p> <p>Nel secondo comma sono state individuate le ipotesi in cui la cooperazione tra più soggetti non configura un'azione di concerto, al fine di dissipare incertezze interpretative che possano ostacolare la partecipazione attiva delle minoranze alla <i>governance</i> delle società e, pertanto, di favorire l'attivismo di tali soci negli eventi societari.</p> <p>In particolare non rientrano di per sé nella nozione di azione di concerto:</p> <ul style="list-style-type: none"> - l'attività di coordinamento <u>nell'esercizio dei diritti attribuiti</u> da codice civile e TUF <u>alle minoranze azionarie o al singolo socio</u>; - la presentazione di liste "<i>di minoranza</i>" per l'elezione degli organi
---	--	---

<p>ovvero dagli articoli 126-<i>bis</i>, 127-<i>ter</i> e 157 del Testo unico;</p> <p>b) accordi per la presentazione di liste per l'elezione degli organi sociali ai sensi degli articoli 147-<i>ter</i> e 148 del Testo unico, sempreché tali liste candidino un numero di soggetti inferiore alla metà dei componenti da eleggere ovvero siano programmaticamente preordinate alla elezione dei rappresentanti della minoranza;</p> <p>c) cooperazione tra azionisti per contrastare l'approvazione di una delibera di assemblea straordinaria o di una delibera di assemblea ordinaria avente ad oggetto:</p> <p style="padding-left: 20px;">1) i compensi dei componenti degli organi sociali, le politiche di remunerazione o i piani di compensi basati su strumenti finanziari;</p> <p style="padding-left: 20px;">2) operazioni con parti correlate;</p> <p style="padding-left: 20px;">3) autorizzazioni ai sensi dell'articolo 2390 del codice civile o dell'articolo 104 del Testo unico.</p> <p>d) cooperazione tra azionisti per:</p> <p style="padding-left: 20px;">1) favorire l'approvazione di una delibera assembleare avente ad oggetto la responsabilità dei componenti degli organi sociali o di una proposta all'ordine del giorno ai sensi dell'articolo 2367</p>	<p><u>sociali</u>. Considerato che non sempre è possibile qualificare <i>ex ante</i> una lista come di minoranza, sono stati individuati degli indici per presumere tale qualificazione: la circostanza che tali liste (compatibilmente con le clausole statutarie), candidino un numero di soggetti inferiore alla metà di quello dei componenti da eleggere ovvero siano programmaticamente preordinate alla elezione dei candidati della minoranza;</p> <ul style="list-style-type: none"> - l'attività di cooperazione tra azionisti finalizzata a <u>costituire la cd. <i>minorités de blocage</i></u> al fine di ostacolare l'approvazione di delibere assembleari in sede straordinaria ovvero ordinaria limitatamente ad alcuni argomenti (tra gli altri, compensi, <i>passivity rule</i>, operazioni con parti correlate di competenza dell'organo amministrativo e soggette ad autorizzazione assembleare in presenza di parere negativo degli indipendenti, ecc.); - cooperazione tra azionisti per favorire l'approvazione di una delibera avente ad oggetto la responsabilità dei componenti gli organi sociali o di una proposta all'ordine del giorno ai sensi dell'articolo 2367 del codice civile o dell'articolo 126-<i>bis</i> del TUF; - cooperazione tra azionisti, anche tramite la sollecitazione di deleghe di voto, per votare una lista "<i>di minoranza</i>".
--	---

	<p>del codice civile o dell'articolo 126-<i>bis</i> del Testo unico;</p> <p>2) far confluire voti su una lista che candidi un numero di soggetti inferiore alla metà dei componenti da eleggere, o sia programmaticamente preordinata alla elezione dei rappresentanti della minoranza, anche tramite la sollecitazione di deleghe di voto finalizzata alla votazione di tale lista.</p>	
D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
<p style="text-align: center;">Sezione II Offerte pubbliche di acquisto obbligatorie</p> <p style="text-align: center;"><u>Art. 106</u> <i>(Offerta pubblica di acquisto totalitaria)</i></p> <p>1. (...)</p> <p>3. La Consob disciplina con regolamento le ipotesi in cui:</p> <p>a) la partecipazione indicata nel comma 1 è acquisita mediante l'acquisto di partecipazioni in società il cui patrimonio è prevalentemente costituito da titoli emessi da altra società di cui all'articolo 105, comma 1;</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 45</u> <i>(Acquisto indiretto)</i></p> <p>1. L'acquisto, anche di concerto, di una partecipazione che consente di detenere più del trenta per cento dei titoli che attribuiscono azioni con diritti di voto sugli argomenti indicati nell'articolo 105 del Testo unico, di una società quotata o il controllo di una società non quotata determina l'obbligo dell'offerta pubblica, a norma dell'articolo 106, comma 3, lettera <i>a</i>), del Testo unico, quando l'acquirente venga così a detenere, indirettamente o per effetto della somma di partecipazioni dirette e indirette, più del trenta per cento dei titoli che attribuiscono azioni con diritti di voto sugli argomenti indicati nell'articolo 105 del Testo unico di una</p>	<p>Le modifiche apportate alla disposizione in commento si rendono necessarie al fine di assicurare una uniformità terminologica in materia, tenuto conto della nuova definizione di "titoli" introdotta dall'articolo 101-<i>bis</i>, comma 2, del TUF.</p>

<p style="text-align: center;"><u>Art. 101-bis</u> (Definizioni e ambito applicativo)</p> <p>2 Ai fini del presente capo e dell'articolo 123-bis, per "titoli" si intendono gli strumenti finanziari che attribuiscono diritti di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria e straordinaria.</p>	<p>società quotata.</p> <p>2. Si ha partecipazione indiretta, ai sensi del comma 1, quando il patrimonio della società di cui si detengono le azioni i titoli è costituito in prevalenza da partecipazioni in società quotate o in società che detengono in misura prevalente partecipazioni in società quotate.</p> <p>3. Si ha prevalenza, ai fini dei commi che precedono 1 e 2, quando ricorra almeno una delle condizioni seguenti:</p> <p>a) il valore contabile delle partecipazioni rappresenta più di un terzo dell'attivo patrimoniale ed è superiore ad ogni altra immobilizzazione iscritta nel bilancio della società partecipante;</p> <p>b) il valore attribuito alle partecipazioni rappresenta più di un terzo e costituisce la componente principale del prezzo di acquisto delle azioni dei titoli della società partecipante.</p> <p>4. Se il patrimonio della società indicata nel comma 2 è in prevalenza costituito da partecipazioni in una pluralità di società quotate, l'obbligo di offerta pubblica riguarda le azioni i titoli delle sole società il cui valore rappresenta almeno il trenta per cento del totale di dette partecipazioni.</p>	
--	---	--

D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
<p style="text-align: center;"><u>Art. 106</u> (<i>Offerta pubblica di acquisto totalitaria</i>)</p> <p>1. (...)</p> <p>3. La Consob disciplina con regolamento le ipotesi in cui: a) (...) b) l'obbligo di offerta consegue ad acquisti superiori al 5% da parte di coloro che già detengono la partecipazione indicata nel comma 1 senza detenere⁷ la maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria; c) (...)</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 46</u> (<i>Consolidamento della partecipazione</i>)</p> <p>1. L'obbligo di offerta di cui all'articolo 106, comma 3, lettera <i>b</i>), del Testo unico consegue all'acquisto, anche indiretto ai sensi dell'articolo 45, di più del cinque per cento⁸ del capitale rappresentato da azioni e titoli che attribuiscono diritti di voto sugli argomenti indicati nell'articolo 105 del Testo unico per acquisti a titolo oneroso effettuati nei dodici mesi, ovvero per sottoscrizioni o conversioni nell'esercizio di diritti negoziati nel medesimo periodo.</p>	<p>L'ultima parte dell'articolo in esame è stata abrogata in considerazione della nuova disciplina concernente la rilevanza degli strumenti finanziari derivati ai fini dell'obbligo di OPA (art. 44-ter).</p> <p>Alla luce di tale disciplina, pertanto, rileverà l'acquisizione di posizioni lunghe su titoli già emessi (a prescindere dal momento dell'eventuale acquisizione del sottostante). Diversamente, nel caso di acquisizione di strumenti che attribuiscono il diritto di conversione o di sottoscrizione di titoli non ancora emessi, rileverà l'effettivo esercizio di tale diritto (se avvenuto nel periodo dei dodici mesi) anche se negoziato precedentemente.</p>
D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
<p style="text-align: center;"><u>Art. 106</u> (<i>Offerta pubblica di acquisto totalitaria</i>)</p> <p>1. (...)</p> <p>2-bis. Il corrispettivo dell'offerta può essere costituito in tutto o in parte da titoli. Nel caso in cui i titoli offerti</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 47</u> (<i>Corrispettivo in strumenti finanziari</i>)</p> <p>1. Nelle offerte previste dall'articolo 106, comma 1, del Testo unico il corrispettivo può essere costituito da strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato in un paese</p>	<p>L'art. 47 dettava la disciplina per la determinazione del corrispettivo in caso di offerte pubbliche di scambio.</p> <p>Si è ritenuto di abrogare tale norma come conseguenza della corrispettiva abrogazione del previgente articolo 106, comma 3, lett. <i>c</i>), del TUF che demandava alla Consob la disciplina regolamentare delle ipotesi in cui il corrispettivo di offerta fosse costituito in tutto o parte da strumenti finanziari. Tale disciplina è, infatti, ora prevista direttamente in via</p>

⁷ Il D.lgs. n. 146/2009 ha modificato l'articolo 106, comma 3, lettera *b*), del TUF al fine di chiarire l'ambito applicativo della cd. "OPA da consolidamento"; in particolare la riformulazione della norma (con la sostituzione della parola "disporre" con "detenere") è finalizzata a superare i dubbi interpretativi circa l'applicabilità della disciplina in esame anche al caso in cui un soggetto disponga, tramite un patto parasociale, della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria ancorché detenga una partecipazione (diretta e indiretta) inferiore al 50%.

⁸ Si rammenta che l'art. 46 del RE è stato da ultimo modificato con delibera Consob n. 16893 del 14 maggio 2009 la quale ha innalzato la soglia dal tre per cento al cinque per cento, adeguando in tal modo la previsione regolamentare a quanto previsto dall'art. 106, comma 3, lett. *b*), come modificato dalla L. n. 33/2009.

<p>quale corrispettivo dell'offerta non siano ammessi alla negoziazione su di un mercato regolamentato in uno Stato comunitario ovvero l'offerente o le persone che agiscono di concerto con questi, abbia acquistato verso un corrispettivo in denaro, nel periodo di cui al comma 2 e fino alla chiusura dell'offerta, titoli che conferiscono almeno il cinque per cento dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea della società i cui titoli sono oggetto di offerta, l'offerente deve proporre ai destinatari dell'offerta, almeno in alternativa al corrispettivo in titoli, un corrispettivo in contanti.</p> <p>3. (...)</p> <p>4. L'obbligo di offerta non sussiste se la partecipazione indicata nel comma 1 è detenuta a seguito di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio rivolta a tutti i possessori di titoli per la totalità dei titoli in loro possesso, purché, nel caso di offerta pubblica di scambio, siano offerti titoli quotati in un mercato regolamentato di uno Stato comunitario o sia offerto come alternativa un corrispettivo in contanti.</p>	<p>dell'Unione Europea, se le operazioni compiute nei dodici mesi precedenti il superamento della soglia hanno avuto come corrispettivo, nella stessa proporzione, i medesimi strumenti finanziari. Gli strumenti finanziari sono sempre valutati ad un prezzo non superiore al prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi.</p> <p>2. Nelle offerte previste dall'articolo 106, comma 4, del Testo unico il corrispettivo può essere costituito da strumenti finanziari se ammessi a quotazione in mercati regolamentati dell'Unione Europea.</p>	<p>legislativa dall'art. 106, commi 2-bis e 4, del TUF.</p>
---	---	---

D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
<p style="text-align: center;"><u>Art. 106</u> <i>(Offerta pubblica di acquisto totalitaria)</i></p> <p>1. (...)</p> <p>3. La Consob disciplina con regolamento le ipotesi in cui:</p> <p>a) (...)</p> <p>c) l'offerta, previo provvedimento motivato della Consob, è promossa ad un prezzo inferiore a quello più elevato pagato, fissando i criteri per determinare tale prezzo e purché ricorra una delle seguenti circostanze:</p> <p>1) i prezzi di mercato siano stati influenzati da eventi eccezionali o vi sia il fondato sospetto che siano stati oggetto di manipolazione;</p> <p>2) il prezzo più elevato pagato dall'offerente o dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo nel periodo di cui al comma 2 è il prezzo di operazioni di compravendita sui titoli oggetto dell'offerta effettuate a condizioni di mercato e nell'ambito della gestione ordinaria della propria attività caratteristica ovvero è il prezzo di operazioni di compravendita che avrebbero beneficiato di una delle esenzioni di cui al comma 5.</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 47-bis</u> <i>(Procedimento per la riduzione del prezzo dell'offerta pubblica obbligatoria)</i></p> <p>1. L'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo rendono nota, senza indugio, la decisione di presentare alla Consob un'istanza per la riduzione del prezzo dell'offerta pubblica obbligatoria di cui all'articolo 106, comma 3, lettera c), del Testo unico.</p> <p>2. L'istanza per la riduzione del prezzo, eventualmente corredata della documentazione di supporto, è presentata alla Consob dall'offerente o dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo, entro cinque giorni dalla comunicazione ai sensi dell'articolo 37.</p> <p>3. L'istanza, a pena di improcedibilità, indica:</p> <p>a) il ricorrere di una delle circostanze di cui all'articolo 106, comma 3, lettera c), del Testo unico;</p> <p>b) i fatti posti a fondamento della istanza stessa;</p> <p>c) gli effetti, ove noti, sul prezzo dell'offerta.</p>	<p>L'articolo 106, comma 3, <i>lett. c)</i>, del TUF attribuisce alla Consob il potere di disciplinare con regolamento le ipotesi in cui l'offerta «è promossa ad un prezzo inferiore a quello più elevato pagato, fissando i criteri per la determinazione», in presenza delle circostanze tassativamente previste dalla medesima disposizione.</p> <p>Il provvedimento con cui la Consob dispone la riduzione del prezzo di offerta è adottato ad esito ad un procedimento avviato su istanza dell'offerente (ovvero delle persone che agiscono di concerto con il medesimo), in quanto soggetto tenuto alla corresponsione del prezzo dei titoli oggetto di offerta.</p> <p>L'istanza dovrà necessariamente contenere taluni elementi essenziali per il compiuto inquadramento della fattispecie nell'ambito della disposizione legislativa di riferimento nonché per fornire alla Consob le informazioni necessarie a verificare la sussistenza dei presupposti legislativi richiesti per ridurre il prezzo d'offerta. Essa dovrà pertanto indicare: <i>i)</i> il ricorrere di una delle circostanze di cui all'articolo 106, comma 3, lettera <i>c)</i>, del TUF; <i>ii)</i> i fatti posti a fondamento della medesima; nonché, ove noti, <i>(iii)</i> gli effetti sul prezzo dell'offerta. In assenza di tali elementi, l'istanza deve ritenersi improcedibile dal momento che la trattazione di un'istanza incompleta è, all'evidenza, incompatibile con la ridotta durata del procedimento di OPA, la cui definizione deve avvenire in un arco di tempo breve (quindici giorni di calendario a cui si aggiungono ulteriori quindici giorni in caso di sospensione del procedimento).</p> <p>Quanto alla tempistica, è previsto che la proposizione dell'istanza alla Consob debba avvenire entro i cinque giorni successivi alla trasmissione della comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1, del TUF.</p> <p>Non è stata esplicitamente prevista la facoltà per i portatori di un interesse nel procedimento di fornire controdeduzioni (finalizzate ad evitare la riduzione del prezzo di OPA), in quanto essa rimane, comunque, prevista ai</p>

	<p>4. La Consob delibera con provvedimento motivato entro i termini indicati dall'articolo 102, comma 4, del Testo unico. Qualora si renda necessario richiedere informazioni integrative nonché ulteriore documentazione, tali termini sono sospesi, per una sola volta, fino alla ricezione delle stesse. Le informazioni e i documenti richiesti sono forniti entro il termine fissato dalla Consob, non superiore a quindici giorni.</p>	<p>sensi dei principi generali di cui all'art. 10 della L. n. 241/90.</p> <p>Con riferimento invece alla definizione della durata del procedimento di revisione del prezzo di offerta, si è ritenuto opportuno prevederne la coincidenza con quella del procedimento per l'approvazione del documento di offerta.</p> <p>La presentazione alla Consob dell'istanza tesa ad ottenere la riduzione del prezzo di offerta è, indubbiamente, una notizia rilevante per il pubblico e, come tale, deve essere diffusa senza indugio, anche nell'ipotesi in cui essa non sia stata ancora formalizzata ma sia stato raggiunto un sufficiente grado di certezza sulla relativa proposizione.</p>
D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
<p style="text-align: center;"><u>Art. 106</u> <i>(Offerta pubblica di acquisto totalitaria)</i></p> <p>1. (...)</p> <p>3. La Consob disciplina con regolamento le ipotesi in cui:</p> <p>a) (...);</p> <p>c) l'offerta, previo provvedimento motivato della Consob, è promossa ad un prezzo inferiore a quello più elevato pagato, fissando i criteri per determinare tale prezzo e purché ricorra una delle seguenti circostanze:</p> <p>1) i prezzi di mercato siano stati influenzati da eventi eccezionali o vi</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 47-ter</u> <i>(Riduzione del prezzo in caso di eventi eccezionali)</i></p> <p>1. Il prezzo dell'offerta è rettificato in diminuzione dalla Consob, ai sensi dell'articolo 106, comma 3, lettera c), n. 1), prima parte, del Testo unico, in presenza di un evento eccezionale e imprevedibile che abbia comportato un temporaneo e significativo rialzo dei prezzi di mercato, determinando il prezzo più elevato pagato dall'offerente per acquisti di titoli della medesima categoria.</p> <p>2. Il prezzo dell'offerta rettificato in diminuzione coincide con il maggiore</p>	<p>In sede regolamentare nel selezionare i criteri per la revisione al ribasso del prezzo d'offerta si è prescelto quello per cui il prezzo rettificato coincide con il maggiore tra il prezzo più elevato pagato dall'offerente (o dalle persone che agiscono di concerto) per acquisti di titoli della medesima categoria - nei dodici mesi di cui all'art. 106, comma 2, primo periodo del Testo Unico - non influenzato dall'evento eccezionale e imprevedibile e la media ponderata dei prezzi di mercato riferiti ai quindici giorni antecedenti ed ai quindici successivi al verificarsi dell'evento eccezionale e imprevedibile, con esclusione dei prezzi relativi alle sedute influenzate dall'evento medesimo.</p> <p>Al fine di comprendere la <i>ratio</i> di tale scelta, occorre tener conto della circostanza che la norma primaria prevede come criterio principale per la definizione del prezzo "giusto" quello del prezzo più elevato pagato. Tuttavia, laddove tale prezzo sia stato influenzato dal verificarsi di un evento eccezionale, e non prevedibile non potendo considerare "giusto" il prezzo così formatosi, si è ritenuto di utilizzare un criterio alternativo, che tiene conto anche della media dei prezzi di mercato nei quindici giorni precedenti e nei quindici successivi al verificarsi dell'evento stesso.</p>

<p>sia il fondato sospetto che siano stati oggetto di manipolazione; (...).</p>	<p>tra il prezzo più elevato pagato per acquisti di titoli della medesima categoria dall'offerente o dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo, nel periodo dei dodici mesi di cui all'articolo 106, comma 2, primo periodo, del Testo unico, non influenzato dall'evento stesso, e il prezzo medio ponderato di mercato riferito ad un periodo corrispondente ai quindici giorni antecedenti e ai quindici successivi al verificarsi dell'evento eccezionale, con esclusione dei prezzi di mercato relativi alle sedute influenzate dall'evento stesso.</p> <p>3. In presenza di titoli negoziati su diversi mercati regolamentati, saranno considerati i prezzi rilevati sul mercato caratterizzato da maggiori volumi di scambio.</p>	<p>La scelta di considerare la media ponderata dei prezzi di mercato rilevati in un ristretto arco temporale (quindici giorni antecedenti e successivi al verificarsi dell'evento eccezionale), è motivata dal fatto che, tipicamente, gli eventi eccezionali esauriscono i propri effetti in un breve lasso temporale. Il prezzo medio ponderato di mercato del periodo preso in considerazione potrebbe risultare inferiore a quello più elevato - e non influenzato dall'evento eccezionale - a cui l'offerente (o le persone che agiscono di concerto) abbia effettuato acquisti nel corso dei dodici mesi anteriori alla comunicazione di cui all'art. 102, comma 1, TUF; per tenere conto di tale circostanza, si è previsto che il prezzo d'offerta sia pari al maggiore tra quello medio ponderato di mercato rilevato nel citato periodo temporale ed il prezzo più elevato pagato nei dodici mesi.</p> <p>Da ultimo, si rileva che ove i titoli oggetto di offerta siano negoziati su diversi mercati regolamentati, ai fini della rettifica del prezzo, si prenderanno in considerazione i prezzi rilevati sul mercato caratterizzato dai maggiori volumi di scambio.</p>
<p style="text-align: center;">D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)</p>	<p style="text-align: center;">Proposte modifiche regolamentari</p>	<p style="text-align: center;">Commenti</p>
<p style="text-align: center;"><u>Art. 106</u> <i>(Offerta pubblica di acquisto totalitaria)</i></p> <p>1. (...)</p> <p>3. La Consob disciplina con regolamento le ipotesi in cui:</p> <p>a) (...);</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 47-quater</u> <i>(Riduzione del prezzo in caso di manipolazione)</i></p> <p>1. Il prezzo dell'offerta è rettificato in diminuzione dalla Consob, ai sensi dell'articolo 106, comma 3, lettera c), n. 1), prima parte, del Testo unico, ove vi sia il fondato sospetto di manipolazione che abbia</p>	<p>La norma novellata del TUF, nel recepire tale fattispecie, ha richiesto, come presupposto per l'intervento di revisione del prezzo, la sussistenza di un «fondato sospetto» di manipolazione dei prezzi di mercato dei titoli oggetto di offerta. Più precisamente, la disposizione in esame prende in considerazione la circostanza in cui una condotta manipolativa abbia determinato un rialzo dei prezzi di mercato dei titoli oggetto dell'offerta influenzando, così, sul prezzo più elevato pagato dall'offerente (o dalle persone che agiscono di concerto) con il medesimo.</p> <p>In sede regolamentare si è ritenuto necessario definire il significato da</p>

<p>c) l'offerta, previo provvedimento motivato della Consob, è promossa ad un prezzo inferiore a quello più elevato pagato, fissando i criteri per determinare tale prezzo e purché ricorra una delle seguenti circostanze: 1) i prezzi di mercato siano stati influenzati da eventi eccezionali o vi sia il fondato sospetto che siano stati oggetto di manipolazione; (...).</p>	<p>comportato un temporaneo rialzo dei prezzi di mercato, determinando il prezzo più elevato pagato dall'offerente per acquisti di titoli della medesima categoria.</p> <p>2. Ai fini del presente articolo, vi è fondato sospetto in caso di:</p> <p>a) trasmissione al pubblico ministero della relazione motivata di cui all'articolo 187-decies, comma 2, del Testo unico;</p> <p>b) adozione di uno dei provvedimenti di natura cautelare indicati all'articolo 187-octies, del Testo unico;</p> <p>c) contestazione degli addebiti per la violazione dell'articolo 187-ter del Testo unico;</p> <p>d) esercizio dell'azione penale ai sensi dell'articolo 405 c.p.p.;</p> <p>e) disposizione di una misura cautelare nei confronti della persona sottoposta alle indagini o dell'imputato.</p> <p>3. Il prezzo dell'offerta rettificato in diminuzione dalla Consob coincide con il maggiore tra il prezzo più elevato pagato per acquisti di titoli della medesima categoria dall'offerente o dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo, nel periodo dei dodici</p>	<p>attribuire alla locuzione “<i>fondato sospetto</i>” utilizzata dal TUF, nonché le modalità del relativo accertamento al fine di meglio precisare l’ambito applicativo della disposizione in argomento.</p> <p>Al riguardo si ritiene che debbano essere considerati atti che presuppongano la conclusione di un’attività di accertamento. Tali atti sono stati nominativamente indicati tipizzando, in tal modo, i casi in cui ricorre il “<i>fondato sospetto</i>” ai sensi dell’articolo 106, comma 3, lettera c), n. 1 e lettera d), n. 4. Tale tipizzazione risponde all’esigenza di dare un contenuto specifico ad una nozione, come quella di “<i>fondato sospetto</i>”, altrimenti generica e di incerta individuazione, in termini generali ed astratti, che potrebbe sollevare, perciò, notevoli dubbi interpretativi, oltre che una eccessiva discrezionalità, nella relativa applicazione.</p> <p>In tema di determinazione dei criteri per la riduzione del prezzo di offerta nella fattispecie in esame, si è previsto che venga applicato il medesimo criterio proposto per l’ipotesi in cui i prezzi di mercato siano stati influenzati da un evento eccezionale.</p> <p>In questo caso, i prezzi di mercato per i quali sussiste il fondato sospetto di manipolazione potranno essere esclusi dal computo del prezzo medio ponderato di mercato dei quindici giorni anteriori e successivi al verificarsi della condotta manipolativa solo ove l’attività istruttoria della Consob pervenga, sulla base degli elementi informativi a disposizione, alla precisa determinazione dei periodi ovvero dei giorni in cui la manipolazione ha avuto luogo. In caso contrario, non potrà farsi luogo alla riduzione del prezzo di offerta stante la impossibilità di definire un prezzo sufficientemente attendibile.</p> <p>Da ultimo, si evidenzia che, ove i titoli oggetto di offerta siano negoziati su diversi mercati regolamentati, ai fini della rettifica del prezzo, si prenderanno in considerazione i prezzi rilevati sul mercato caratterizzato dai maggiori volumi di scambio.</p>
--	---	---

	<p>mesi di cui all'articolo 106, comma 2, primo periodo del Testo unico, non influenzato dalla condotta manipolativa, e il prezzo medio ponderato di mercato riferito ad un periodo corrispondente ai quindici giorni antecedenti e ai quindici successivi al verificarsi della condotta manipolativa, con esclusione dei prezzi di mercato relativi alle sedute influenzate dalla condotta medesima.</p> <p>4. Ai fini del presente articolo, in presenza di titoli negoziati su diversi mercati regolamentati, sono considerati i prezzi rilevati sul mercato caratterizzato da maggiori volumi di scambio.</p>	
D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
<p style="text-align: center;"><u>Art. 106</u> <i>(Offerta pubblica di acquisto totalitaria)</i></p> <p>1. (...)</p> <p>3. La Consob disciplina con regolamento le ipotesi in cui:</p> <p>a) (...);</p> <p>c) l'offerta, previo provvedimento motivato della Consob, è promossa ad un prezzo inferiore a quello più</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 47-quinquies</u> <i>(Riduzione del prezzo in caso di particolari operazioni di compravendita)</i></p> <p>1. Il prezzo dell'offerta è rettificato dalla Consob, ai sensi dell'articolo 106, comma 3, lettera c), n. 2 del Testo unico, ove il prezzo più elevato pagato dall'offerente o dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo è:</p> <p>a) il prezzo delle operazioni di compravendita effettuate a</p>	<p>La circostanza in esame, che si articola in due fattispecie differenti, ricorre quando il prezzo più elevato è rappresentato dal prezzo «(...) di operazioni di compravendita sui titoli oggetto dell'offerta effettuate a condizioni di mercato e nell'ambito della gestione ordinaria della propria attività caratteristica ovvero (...) di operazioni di compravendita che avrebbero beneficiato di una delle esenzioni di cui al comma 5».</p> <p>Avuto riguardo al tenore della norma in questione, ai fini della determinazione del prezzo dell'offerta in misura inferiore rispetto a quello che discende dall'applicazione dei criteri generali previsti dall'articolo 106, comma 2, del TUF, si è ritenuto di escludere:</p> <p>a. in particolare, gli acquisti, entro la soglia complessiva del 0,5% per ciascuna categoria di prodotti oggetto dell'offerta (da calcolarsi nel periodo indicato dall'art. 106, comma 2, del TUF) effettuati</p>

<p>elevato pagato, fissando i criteri per determinare tale prezzo e purché ricorra una delle seguenti circostanze:</p> <p>1) (...);</p> <p>2) il prezzo più elevato pagato dall'offerente o dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo nel periodo di cui al comma 2 è il prezzo di operazioni di compravendita sui titoli oggetto dell'offerta effettuate a condizioni di mercato e nell'ambito della gestione ordinaria della propria attività caratteristica ovvero è il prezzo di operazioni di compravendita che avrebbero beneficiato di una delle esenzioni di cui al comma 5.</p>	<p>condizioni di mercato nell'ambito dell'attività di negoziazione per conto proprio, per un quantitativo complessivamente non superiore allo 0,5% della categoria dei prodotti finanziari oggetto dell'offerta;</p> <p>b) il prezzo di operazioni di compravendita che avrebbero beneficiato della esenzione di cui all'articolo 49, comma 1, lettera b).</p> <p>2. Il prezzo dell'offerta rettificato in diminuzione non tiene conto del prezzo delle operazioni di compravendita di cui al comma 1, lettere a) e b).</p>	<p>dall'offerente e/o da persone che agiscono di concerto con esso a condizioni di mercato e nell'ambito dell'attività di negoziazione per conto proprio;</p> <p>b. i prezzi delle operazioni di compravendita che avrebbero beneficiato della sola esenzione prevista dall'articolo 49, comma 1, lettera b), in caso di salvataggio di una società in crisi.</p>
<p>D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)</p>	<p>Proposte modifiche regolamentari</p>	<p>Commenti</p>
<p style="text-align: center;"><u>Art. 106</u> <i>(Offerta pubblica di acquisto totalitaria)</i></p> <p>1. (...)</p> <p>3. La Consob disciplina con regolamento le ipotesi in cui:</p> <p>a) (...)</p> <p>d) l'offerta, previo provvedimento motivato della Consob, è promossa ad un prezzo superiore a quello più elevato pagato purché ciò sia necessario per la tutela degli investitori e ricorra almeno una delle</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 47-sexies</u> <i>(Procedimento per l'aumento del prezzo dell'offerta pubblica obbligatoria)</i></p> <p>1. Il procedimento per l'aumento del prezzo dell'offerta pubblica obbligatoria è avviato d'ufficio dalla Consob ove ricorra una delle circostanze previste dall'articolo 106, comma 3, lettera d), del Testo unico, ovvero su istanza di chi vi abbia interesse.</p> <p>2. L'istanza di cui al comma 1 è presentata alla Consob entro i dieci</p>	<p>L'articolo 106, comma 3, lettera d), del TUF dispone che la Consob disciplini con regolamento le ipotesi in cui l'offerta «è promossa ad un prezzo superiore a quello più elevato pagato purché ciò sia necessario per la tutela degli investitori» e ricorra almeno una delle circostanze individuate nel comma medesimo.</p> <p>Si è previsto che il procedimento per l'aumento del prezzo di offerta, possa essere avviato dalla Consob, sia d'ufficio sia su istanza di chi vi abbia interesse, e cioè l'emittente o i suoi azionisti.</p> <p>Per quanto riguarda il termine entro il quale l'istanza può essere presentata, si è scelto di prevedere un termine di dieci giorni, decisamente più ampio di quello previsto per la presentazione della istanza di riduzione; tale scelta deve ricondursi alla oggettiva situazione di asimmetria informativa in cui versa l'emittente (ovvero gli altri soggetti che abbiano interesse) rispetto all'offerente; l'emittente medesimo infatti fino alla pubblicazione del</p>

<p>seguenti circostanze:</p> <p>1) l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo abbiano pattuito l'acquisto di titoli ad un prezzo più elevato di quello pagato per l'acquisto di titoli della medesima categoria;</p> <p>2) vi sia stata collusione tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori;</p> <p>...</p> <p>4) vi sia il fondato sospetto che i prezzi di mercato siano stati oggetto di manipolazione.</p>	<p>giorni successivi alla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1, del Testo unico.</p> <p>3. L'istanza, a pena di improcedibilità, indica:</p> <p><i>a) il ricorrere di una delle circostanze di cui all'articolo 106, comma 3, lettera d), del Testo unico;</i></p> <p><i>b) i fatti posti a fondamento della istanza stessa;</i></p> <p><i>c) gli effetti, ove noti, sul prezzo dell'offerta.</i></p> <p>4. La Consob comunica all'offerente l'avvio d'ufficio del procedimento o l'avvenuta presentazione dell'istanza.</p> <p>5. Entro cinque giorni dalla ricezione della comunicazione di cui al comma 4, l'offerente o le persone che agiscono di concerto con esso possono fornire alla Consob osservazioni scritte e documenti.</p> <p>6. La Consob delibera con provvedimento motivato entro la chiusura dell'offerta. Qualora, nel corso dell'istruttoria di cui all'articolo 102, comma 4, del Testo unico, si renda necessario richiedere informazioni integrative nonché</p>	<p>documento di offerta non dispone di tutti gli elementi informativi che connotano l'offerta stessa.</p> <p>L'espressa previsione della possibilità per l'offerente (e le persone che agiscono di concerto con lui) di presentare deduzioni entro 5 giorni dalla ricezione della comunicazione dell'avvenuta presentazione dell'istanza di aumento del prezzo è volta a limitarne la facoltà entro il termine stabilito. Resta fermo il diritto, ai sensi dell'art. 10 della L. n. 241/1990, per gli altri soggetti portatori di un interesse nel procedimento, anche oltre tale limite temporale, "<i>di presentare memorie scritte e documenti</i>" a supporto del procedimento.</p> <p>Nel comma 6 è previsto che la durata del procedimento debba concludersi entro la chiusura dell'offerta. Qualora sia necessario per l'espletamento del procedimento acquisire ulteriori informazioni ovvero effettuare accertamenti, la Consob può sospendere:</p> <ul style="list-style-type: none"> - l'istruttoria per l'approvazione del documento di offerta, ovvero, - l'offerta, nel caso in cui tali esigenze istruttorie sorgano nel corso del periodo di adesione.
--	---	--

	<p>ulteriore documentazione, il termine di tale istruttoria è sospeso, per una sola volta, fino alla ricezione delle stesse. Le informazioni e i documenti richiesti sono forniti entro il termine fissato dalla Consob, non superiore a quindici giorni. Nel corso del periodo di adesione, la Consob può sospendere l'offerta, qualora sia necessario effettuare accertamenti.</p>	<p>Resta fermo che, ove la Consob giungesse all'accertamento di anomalie nella formazione del prezzo di offerta (date dal ricorrere di una delle circostanze indicate dall'art. 106, comma 3, lettera <i>d</i>), del TUF per l'aumento del prezzo dell'OPA) successivamente alla chiusura dell'offerta, essa potrà, in ogni caso, esercitare gli ordinari poteri di vigilanza e sanzionatori in materia laddove le circostanze accertate integrino una violazione delle disposizioni in materia di offerta pubblica di acquisto.</p>
<p>D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)</p>	<p>Proposte modifiche regolamentari</p>	<p>Commenti</p>
<p style="text-align: center;"><u>Art. 106</u> <i>(Offerta pubblica di acquisto totalitaria)</i></p> <p>1. (...)</p> <p>3. La Consob disciplina con regolamento le ipotesi in cui:</p> <p><i>a)</i> (...)</p> <p><i>d)</i> l'offerta, previo provvedimento motivato della Consob, è promossa ad un prezzo superiore a quello più elevato pagato purché ciò sia necessario per la tutela degli investitori e ricorra almeno una delle seguenti circostanze:</p> <p>1) l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo abbiano pattuito l'acquisto di titoli ad un prezzo più elevato di quello pagato per l'acquisto di titoli della</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 47-septies</u> <i>(Aumento del prezzo in caso di pattuizioni per l'acquisto di titoli)</i></p> <p>1. Il prezzo dell'offerta è rettificato in aumento dalla Consob, ai sensi dell'articolo 106, comma 3, lettera d), n. 1), del Testo unico, ove l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo, abbiano pattuito l'acquisto di titoli ad un prezzo più elevato di quello pagato per l'acquisto di titoli della medesima categoria. In tal caso, il prezzo dell'offerta è quello pattuito per l'acquisto dei titoli.</p>	<p>Un'altra ipotesi in cui il prezzo potrebbe essere elevato dalla Consob è quella in cui l'offerente (o le persone che agiscono di concerto con il medesimo) «abbiano pattuito l'acquisto di titoli ad un prezzo più elevato di quello pagato per l'acquisto di titoli della medesima categoria».</p> <p>Nel caso in esame, ove ricorrano i presupposti per l'adozione di un provvedimento che aumenti il prezzo di offerta, questo è fissato in misura pari al prezzo oggetto della pattuizione.</p>

medesima categoria; (...).		
D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
<p style="text-align: center;"><u>Art. 106</u> <i>(Offerta pubblica di acquisto totalitaria)</i></p> <p>1. (...)</p> <p>3. La Consob disciplina con regolamento le ipotesi in cui:</p> <p>a) (...)</p> <p>d) l'offerta, previo provvedimento motivato della Consob, è promossa ad un prezzo superiore a quello più elevato pagato purché ciò sia necessario per la tutela degli investitori e ricorra almeno una delle seguenti circostanze:</p> <p>1) (...);</p> <p>2) vi sia stata collusione tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori; (...).</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 47-octies</u> <i>(Aumento del prezzo in caso di collusione)</i></p> <p>1. Il prezzo dell'offerta è rettificato in aumento dalla Consob, ai sensi dell'articolo 106, comma 3, lettera d), n. 2), del Testo unico, qualora dalla collusione accertata tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori emerga il riconoscimento di un corrispettivo più elevato di quello dichiarato dall'offerente. In tal caso, il prezzo dell'offerta è pari a quello accertato.</p>	<p>L'ipotesi in questione si verifica quando «vi sia stata collusione tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori», presupponendo che l'operazione oggetto di collusione abbia determinato di fatto un'acquisizione di titoli ad un prezzo superiore a quello più elevato pagato dall'offerente e dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1. Si fa riferimento, ad esempio, alle situazioni in cui parte del corrispettivo per l'acquisizione della partecipazione di controllo è stato "nascosto" con contratti collaterali al contratto di compravendita delle azioni (ad es. con la compravendita di un immobile a prezzi superiori a quelli di mercato per celare parte del corrispettivo relativo alla partecipazione di controllo).</p> <p>Nel caso in esame, ove ricorrano i presupposti per l'adozione di un provvedimento che disponga l'aumento del prezzo di offerta, questo è fissato in misura pari al prezzo più elevato della transazione, oggetto di collusione.</p>
D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
<p style="text-align: center;"><u>Art. 106</u> <i>(Offerta pubblica di acquisto totalitaria)</i></p> <p>1. (...)</p> <p>3. La Consob disciplina con</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 47-novies</u> <i>(Aumento del prezzo in caso di manipolazione)</i></p> <p>1. Il prezzo dell'offerta è rettificato in aumento dalla Consob, ai sensi dell'articolo 106, comma 3, lettera d),</p>	<p>Si tratta di una fattispecie analoga a quella prevista per l'ipotesi di riduzione del prezzo dell'offerta ma il cui effetto è opposto, essendosi determinata, a seguito dell'attività manipolativa, una diminuzione (anziché un aumento) dei prezzi di mercato del titolo. Anche nel caso in esame, la norma primaria, ai fini dell'adozione del provvedimento, richiede, come presupposto, la sussistenza di un «fondato sospetto che i prezzi di mercato siano stati oggetto di manipolazione».</p>

<p>regolamento le ipotesi in cui:</p> <p>a) (...)</p> <p>d) l'offerta, previo provvedimento motivato della Consob, è promossa ad un prezzo superiore a quello più elevato pagato purché ciò sia necessario per la tutela degli investitori e ricorra almeno una delle seguenti circostanze:</p> <p>1) (...);</p> <p>4) vi sia il fondato sospetto che i prezzi di mercato siano stati oggetto di manipolazione.</p>	<p>n. 4), del Testo unico, ove vi sia il fondato sospetto di manipolazione che abbia comportato una temporanea riduzione dei prezzi di mercato, determinando il prezzo più elevato pagato dall'offerente.</p> <p>2. Il prezzo dell'offerta rettificato in aumento dalla Consob coincide con il prezzo medio ponderato di mercato riferito ad un periodo corrispondente ai quindici giorni antecedenti e ai quindici successivi al verificarsi della condotta manipolativa, con esclusione dei prezzi di mercato relativi alle sedute influenzate dalla condotta stessa.</p> <p>3. Ai fini del presente articolo, in presenza di titoli negoziati su diversi mercati regolamentati, sono considerati i prezzi rilevati sul mercato caratterizzato da maggiori volumi di scambio.</p> <p>4. Si applica l'art. 47-ter, comma 2.</p>	<p>In merito al significato da attribuire alla locuzione “<i>fondato sospetto</i>” e alle modalità del relativo accertamento, si applica quanto disposto dall'art. 47-ter, comma 2, che disciplina l'ipotesi della riduzione del prezzo di offerta in caso di manipolazione.</p> <p>Nel caso di specie, può presumersi che la manipolazione sia riconducibile all'offerente o ai soggetti che hanno agito di concerto con il medesimo.</p> <p>Relativamente ai criteri da utilizzare per aumentare il prezzo di offerta, si ritiene di non prendere in considerazione i prezzi la cui natura si presenti anomala, nel senso precisato dalla disposizione in parola. Pertanto, nel caso in cui vi sia il fondato sospetto che i prezzi (di mercato) siano stati oggetto di manipolazione e che ciò abbia influenzato il prezzo più elevato pagato dall'offerente, si prevede di aumentare il prezzo di offerta in modo da farlo coincidere con il prezzo medio ponderato di mercato riferito ai quindici giorni antecedenti ed ai quindici successivi al verificarsi della condotta manipolativa, con esclusione dei prezzi relativi alle sedute influenzate da tale condotta. La scelta di considerare la media ponderata dei prezzi di mercato rilevati in un ristretto arco temporale (quindici giorni antecedenti e successivi al verificarsi della condotta manipolativa) è motivata dal fatto che, tipicamente, tale tipo di condotta esaurisce i suoi effetti in un lasso temporale non particolarmente esteso.</p>
<p style="text-align: center;">D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)</p>	<p style="text-align: center;">Proposte modifiche regolamentari</p>	<p style="text-align: center;">Commenti</p>
<p style="text-align: center;"><u>Art. 107</u> <i>(Offerta pubblica di acquisto preventiva)</i></p> <p>1. Oltre che nei casi indicati nell'articolo 106, commi 4 e 5,</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 48</u> <i>(Modalità di approvazione dell'offerta preventiva parziale)</i></p> <p>1. L'approvazione dell'offerta prevista dall'articolo 107 del Testo unico è</p>	<p>Non si è ritenuto necessario apportare modifiche alla norma in commento.</p>

<p>l'obbligo di offerta pubblica previsto dal medesimo articolo, commi 1 e 3, non sussiste se la partecipazione viene a essere detenuta a seguito di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio avente a oggetto almeno il sessanta per cento dei titoli di ciascuna categoria, ove ricorrano congiuntamente le seguenti condizioni:</p> <p><i>a)</i> l'offerente e le persone che agiscono di concerto con lui, non abbiano acquistato partecipazioni in misura superiore all'uno per cento, anche mediante contratti a termine con scadenza successiva, nei dodici mesi precedenti la comunicazione alla Consob prevista dall'articolo 102, comma 1, né durante l'offerta;</p> <p><i>b)</i> l'efficacia dell'offerta sia stata condizionata all'approvazione di tanti possessori di titoli che possiedano la maggioranza dei titoli stessi, escluse dal computo i titoli detenuti, in conformità dei criteri stabiliti ai sensi dell'articolo 120, comma 4, lettera <i>b)</i>, dall'offerente, dal socio di maggioranza, anche relativa, se la sua partecipazione sia superiore al dieci per cento, e dalle persone che agiscono di concerto con lui;</p> <p><i>c)</i> la Consob accordi l'esenzione, previa verifica della sussistenza delle condizioni indicate nelle lettere <i>a)</i> e</p>	<p>formulata con dichiarazione espressa su apposita scheda predisposta dall'offerente che può essere allegata al documento d'offerta. L'adesione all'offerta equivale a dichiarazione di approvazione se non accompagnata da una contraria manifestazione espressa di volontà.</p> <p>2. Le dichiarazioni sono trasmesse, entro la chiusura dell'offerta, all'indirizzo indicato dall'offerente tramite il depositario delle azioni che ne attesta la titolarità.</p> <p>3. L'approvazione è irrevocabile. E' possibile approvare più offerte concorrenti.</p>	
---	--	--

<p><i>b).</i></p> <p>2. Le modalità di approvazione sono stabilite dalla Consob con regolamento. Possono esprimere il proprio giudizio sull'offerta ai sensi del comma 1, lettera <i>b)</i>, anche i soci che non vi aderiscono.</p> <p>3. L'offerente è tenuto a promuovere l'offerta pubblica prevista dall'articolo 106 se, nei dodici mesi successivi alla chiusura dell'offerta preventiva:</p> <p><i>a)</i> l'offerente medesimo o le persone che agiscono di concerto con esso, abbiano effettuato acquisti di partecipazioni in misura superiore all'uno per cento, anche mediante contratti a termine con scadenza successiva;</p> <p><i>b)</i> la società emittente abbia deliberato operazioni di fusione o di scissione.</p>		
D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
<p style="text-align: center;"><u>Art. 106</u> <i>(Offerta pubblica di acquisto totalitaria)</i></p> <p>1. (...)</p> <p>5. La Consob stabilisce con regolamento i casi in cui il</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 49</u> <i>(Esenzioni)</i></p> <p>1. L'acquisto non comporta l'obbligo di offerta previsto dall'articolo 106 del Testo unico se:</p> <p><i>a)</i> un altro socio, o altri soci</p>	<p>La norma in esame è stata modificata alla luce dell'analisi comparata dei principali ordinamenti UE e per tener conto dell'esperienza applicativa. Di seguito sono sintetizzate le principali modifiche.</p>

<p>superamento della partecipazione indicata nel comma 1 o nel comma 3, lettera <i>b</i>), non comporta l'obbligo di offerta ove sia realizzato in presenza di uno o più soci che detengono il controllo o sia determinato da:</p> <p><i>a</i>) operazioni dirette al salvataggio di società in crisi;</p> <p><i>b</i>) trasferimento dei titoli previsti dall'articolo 105 tra soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione;</p> <p><i>c</i>) cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente;</p> <p><i>d</i>) operazioni di carattere temporaneo;</p> <p><i>e</i>) operazioni di fusione o di scissione;</p> <p><i>f</i>) acquisti a titolo gratuito.</p>	<p>congiuntamente, dispongono della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria;</p> <p><i>b</i>) è compiuto tramite sottoscrizione di un aumento di capitale in presenza di:</p> <p>1) un piano di ristrutturazione del debito di una ricapitalizzazione della società quotata in crisi, comunicato alla Consob e al mercato; ovvero altro intervento di rafforzamento patrimoniale e la società versa in una situazione di crisi attestata da:</p> <p>i. ammissione a una procedura concorsuale prevista dal R.D. 16 marzo 1942, n. 267 o da altre leggi speciali;</p> <p>ii. omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti stipulato con i debitori, ai sensi dell'articolo 182-<i>bis</i> del R.D. 16 marzo 1942, n. 267, reso noto al mercato;</p> <p>iii. esistenza di un piano di risanamento, reso noto al mercato, di cui all'articolo 67, comma 3, lettera <i>d</i>), del R.D. 16 marzo 1942, n. 267 limitatamente al caso in cui vi sia una ricapitalizzazione;</p> <p>iv. espressione, da parte del revisore legale, sull'ultimo bilancio dell'emittente di un giudizio negativo sul presupposto della</p>	<p>- Per il “salvataggio di società in crisi” è proposta una soluzione caratterizzata da duplice possibilità di esenzione dall'obbligo di OPA:</p> <p>1) nel primo caso, laddove l'emittente versi in una situazione di crisi “oggettiva” (vedi elenco nel testo in cui sono state tipizzate tali fattispecie, rilevanti sulla base dell'esistenza di attestazioni legali o fatti oggettivi) e sia prevista una “ricapitalizzazione” ovvero “altro intervento di rafforzamento patrimoniale”</p> <p>2) nel secondo caso, laddove vi sia stato un voto favorevole dei soci “non interessati” espresso con il meccanismo del cd. <i>whitewash</i> (inteso come approvazione assembleare o referendum dei soci).</p>
--	--	---

	<p>continuità aziendale;</p> <p>v. rispondenza dell'intervento a richieste formulate da un'Autorità di vigilanza al fine di tutelare la sana e prudente gestione dell'impresa;</p> <p>2) una situazione di crisi, non riconducibile a una delle situazioni descritte al numero 1) della presente lettera, purché:</p> <p>i. qualora l'operazione sia di competenza dell'assemblea, la relativa delibera, fermo quanto previsto dagli articoli 2368, 2369 e 2373 del codice civile, sia approvata, con il voto favorevole della maggioranza dei soci presenti in assemblea, diversi dall'acquirente, dal socio o dai soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza, anche relativa, e dalle persone che agiscono di concerto con essi;</p> <p>ii. qualora l'operazione non sia oggetto di delibera assembleare, essa sia approvata con il voto favorevole della maggioranza dei soci, diversi dai medesimi soggetti indicati al precedente punto 2. i), che si siano espressi mediante una dichiarazione contenuta su apposita scheda</p>	
--	---	--

	<p>predisposta dall'acquirente. Tale scheda di voto è trasmessa all'acquirente, per il tramite del depositario delle azioni che ne attesta la titolarità, entro la data e all'indirizzo indicati dall'acquirente;</p> <p>c) la partecipazione è acquisita a seguito di trasferimento fra società in cui lo stesso o gli stessi soggetti dispongono, anche congiuntamente e indirettamente tramite società controllata ai sensi dell'articolo 2359, comma 1, n. 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;</p> <p>d) il superamento della soglia è determinato dall'esercizio di diritti di opzione, di sottoscrizione o di conversione originariamente spettanti;</p> <p>e) la soglia è superata per non più del tre per cento le soglie previste dall'articolo 106, commi 1 e 3, lettera b), del Testo unico sono superate rispettivamente di non più del tre per cento e dell'uno per cento e l'acquirente si impegna a cedere le azioni in eccedenza entro dodici mesi e</p>	
		<p>- L'esenzione per acquisti temporanei è stata estesa anche per le ipotesi di superamento di soglie rilevanti per l'OPA da consolidamento, limitando in tal caso l'applicazione dell'esenzione in parola a superamenti entro l'uno per cento. Inoltre è stata prevista una specifica esenzione per acquisti temporanei da parte di soggetti abilitati aderenti a consorzi di garanzia o che assumano anche singolarmente garanzie nell'ambito di operazioni di aumento di capitale.</p>

	<p>a non esercitare i relativi diritti di voto. Qualora a superare la soglia sia un soggetto abilitato al servizio di investimento previsto dall'art. 1, comma 5, lett. c), del Testo unico che assume garanzia nell'ambito di un aumento di capitale, 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;</p> <p>f) è conseguente ad operazioni di fusione o scissione approvate in base ad effettive e motivate esigenze industriali, con delibera assembleare della società le cui azioni dovrebbero altrimenti essere oggetto di offerta e, fermo quanto previsto dagli articoli 2368, 2369 e 2373 del codice civile, con il voto favorevole della maggioranza dei soci, presenti in assemblea, diversi dal socio che acquista la partecipazione superiore alla soglia rilevante e dal socio o dai soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza, anche relativa, e dalle persone che agiscono di concerto con essi;</p> <p>g) è conseguente a successioni o atti tra vivi a titolo gratuito.</p>	<p style="text-align: center;">-</p> <p>Con riferimento all'esenzione da fusione/scissione si propone di prevedere, in luogo alla disposizione che richiede "effettive e motivate ragioni industriali" dell'operazione di fusione o scissione, che l'operazione, fermi i quorum previsti dal codice civile per le operazioni straordinarie, sia approvata dall'assemblea dell'emittente con il voto favorevole delle maggioranza degli <i>independent shareholders</i>.</p> <p>- In attuazione della delega regolamentare contenuta nell'art. 106, comma 5, lett. f) del TUF è stata prevista una specifica esenzione per i trasferimenti di azioni <i>mortis causa</i> e per ogni trasferimento per atto tra vivi in cui non sia</p>
--	--	---

	<p>2. L'acquirente:</p> <p>a) nel caso previsto dalla lettera a), comunica, senza indugio, alla Consob e al mercato l'inesistenza di accordi o programmi comuni con gli altri soci ivi previsti indicati;</p> <p>b) nel caso previsto dalla lettera b) comunica, alla Consob e al mercato lo stato di attuazione del piano nei tempi stabiliti dalla Consob, e comunque su base trimestrale, e ogni variazione della sua partecipazione;</p> <p>c) nel caso previsto dalla lettera e), se non osserva l'obbligo di alienazione, promuove l'offerta al prezzo più alto risultante dall'applicazione dell'articolo 106, comma 2, del Testo unico ai dodici mesi precedenti e successivi all'acquisto.</p>	<p>stato pagato o pattuito alcun corrispettivo.</p> <p>In un ottica di semplificazione è stata, infine, eliminata la previsione contenuta nella lett. b), comma 2, dello stesso art. 49, che prescrive all'acquirente che beneficia dell'esenzione di comunicare alla Consob e al mercato lo stato di attuazione del piano di salvataggio nei termini fissati dalla stessa Autorità di controllo, e comunque su base trimestrale, nonché ogni variazione della sua partecipazione. Al riguardo, si è tenuto conto che ogni variazione rilevante del piano sarebbe comunque soggetta alla disciplina dell'informativa al mercato ai sensi dell'art. 114, comma 1, del TUF e che, con riferimento alle variazioni della partecipazione, appaiono sufficienti le comunicazioni dovute ai sensi dell'art. 120 del TUF. Rimane comunque ferma la possibilità per la Consob, per esigenze legate alla specifica operazione, di effettuare richieste al fine di una maggiore <i>disclosure</i> ai sensi dell'art. 114, comma 5, del TUF.</p>
D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
<p style="text-align: center;"><u>Art. 108</u> (<i>Obbligo di acquisto</i>)</p> <p>1. L'offerente che venga a detenere, a seguito di un'offerta pubblica totalitaria, una partecipazione almeno pari al novantacinque per cento del capitale rappresentato da titoli in una società italiana quotata ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli da chi ne faccia richiesta. Qualora siano emesse più categorie di titoli, l'obbligo sussiste solo per le</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 50</u> (<i>Opa residuale</i>) (<i>Obbligo di acquisto</i>)</p> <p>1. Il soggetto tenuto all'obbligo di acquisto ai sensi dell'articolo 108, comma 2, del Testo Unico comunica entro dieci giorni alla Consob e al mercato se intende ripristinare il flottante. La comunicazione non è dovuta, ove già contenuta nel documento dell'offerta a cui è seguito il superamento della soglia rilevante.</p>	<p>L'ultimo comma dell'art. 108 del TUF prevede che la Consob disponga, con regolamento, le norme di attuazione della disciplina del <i>sell-out</i> nonché, fra l'altro, la "<i>procedura da seguire per la determinazione del prezzo</i>". Laddove per la previgente OPA residuale il TUF nulla prevedeva in tema di procedura e criteri per la determinazione del prezzo, l'art. 108, comma 4, TUF ora dispone che la determinazione del corrispettivo del <i>sell out</i> sia effettuata dalla Consob "<i>tenendo conto anche del corrispettivo dell'eventuale offerta precedente o del prezzo di mercato del semestre anteriore all'annuncio dell'offerta effettuato ai sensi dell'articolo 102, comma 1, o dell'articolo 114, ovvero antecedente l'acquisto che ha determinato il sorgere dell'obbligo</i>".</p> <p>Il testo regolamentare proposto, oltre a prevedere una norma anti-elusiva sul</p>

<p>meno del novanta per cento del capitale con diritto di voto compreso nell'offerta.</p> <p>4. Al di fuori dei casi di cui al comma 3, il corrispettivo è determinato dalla Consob, tenendo conto anche del corrispettivo dell'eventuale offerta precedente o del prezzo di mercato del semestre anteriore all'annuncio dell'offerta effettuato ai sensi dell'articolo 102, comma 1, o dell'articolo 114, ovvero antecedente l'acquisto che ha determinato il sorgere dell'obbligo⁹.</p> <p>5. Nell'ipotesi di cui al comma 1, nonché nei casi di cui al comma 2 in cui la partecipazione ivi indicata sia raggiunta esclusivamente a seguito di offerta pubblica totalitaria, il corrispettivo assume la stessa forma di quello dell'offerta, ma il possessore dei titoli può sempre esigere che gli sia corrisposto in misura integrale un corrispettivo in contanti, determinato in base a criteri generali definiti dalla Consob con regolamento.</p> <p>6. Se il corrispettivo offerto è pari a quello proposto nell'offerta</p>	<p>dell'ultimo semestre; e) patrimonio netto rettificato a valore corrente dell'emittente; d) andamento e prospettive reddituali dell'emittente. a) un'offerta pubblica promossa ai sensi dell'articolo 107 del Testo unico; b) un'offerta pubblica totalitaria soggetta alla disciplina di riapertura dei termini di cui all'articolo 40-bis, comma 1, ovvero volontariamente assoggettata dall'offerente a tale disciplina, sempreché ad essa sia stato conferito nella prima fase di durata dell'offerta almeno il 50% dei titoli che ne costituivano oggetto.</p> <p>4. Ai fini indicati al comma 3, l'offerente trasmette alla Consob, entro quindici giorni dal pagamento del corrispettivo dell'offerta che ha determinato i presupposti dell'offerta residuale o dalla comunicazione prevista dal comma 1, gli elementi per la determinazione del prezzo, unitamente ad un'attestazione della società incaricata della revisione contabile dell'emittente sulla congruità degli</p>	<p>quella di confermare il prezzo dell'OPA precedente come corrispettivo per il sell out, in presenza di situazioni in cui vi sia una limitata <i>pressure to tender</i> e la qualità del prezzo sia attestata dalla percentuale maggioritaria di adesioni. Rispetto alla disciplina regolamentare precedente, si è ritenuto opportuno procedere a un abbassamento del livello di adesioni minimo ai fini della conferma del corrispettivo dell'offerta precedente, portando la soglia in questione dal 70% al 50%. Tale variazione, consentendo di aumentare i casi di determinazione del corrispettivo in misura pari a quello dell'offerta precedente, è funzionale al perseguimento di una duplice finalità:</p> <ul style="list-style-type: none"> • da un lato, mira ad attenuare le potenziali disparità di trattamento fra i vari azionisti (che sarebbero presenti in caso di differenza fra il corrispettivo dell'offerta precedente e quello acquisto del <i>sell-out</i>); • dall'altro, intende disincentivare possibili comportamenti opportunistici connessi alle aspettative sulla determinazione, da parte della Consob, di un corrispettivo per il <i>sell-out</i> diverso da quello dell'offerta precedente. <p>La fissazione della soglia al 50%, e non ad un livello inferiore, deriva dall'esigenza di conciliare tali finalità con la previsione di un livello di adesioni segnaletico del gradimento del corrispettivo dell'offerta quantomeno da parte dei titolari della maggior parte delle azioni oggetto di offerta.</p>
---	---	---

⁹ Le disposizioni novellate dal Decreto correttivo.

<p>precedente l'obbligo può essere adempiuto attraverso una riapertura dei termini della stessa.</p> <p>7. La Consob detta con regolamento norme di attuazione del presente articolo riguardanti in particolare:</p> <p>a) gli obblighi informativi connessi all'attuazione del presente articolo;</p> <p>b) i termini entro i quali i possessori dei titoli residui possono richiedere di cedere i suddetti titoli;</p> <p>c) la procedura da seguire per la determinazione del prezzo.</p>	<p>elementi forniti-</p> <p>5- 4. Negli altri casi in cui l'obbligo di acquisto sia sorto a seguito di una precedente un'offerta pubblica totalitaria alla quale sia stato conferito almeno il 70% delle azioni che ne costituivano oggetto, la Consob determina il prezzo in misura pari al corrispettivo di tale offerta, salvo che motivate ragioni non rendano necessario il ricorso agli ulteriori elementi indicati al comma 3 corrispettivo dell'obbligo di acquisto tenendo conto:</p> <p>a) del corrispettivo dell'offerta precedente, anche alla luce della percentuale di adesioni;</p> <p>b) del prezzo medio ponderato di mercato dei titoli oggetto dell'offerta nel semestre individuato ai sensi dell'articolo 108, comma 4, del Testo unico;</p> <p>c) del valore attribuito ai titoli o all'emittente da rapporti valutativi eventualmente esistenti, predisposti non oltre sei mesi prima del sorgere dell'obbligo di acquisto, da esperti indipendenti, secondo criteri generalmente utilizzati nell'analisi finanziaria;</p>	<p>Nel caso in cui il prezzo dell'offerta precedente non sia applicabile, nell'ottica di evitare, in capo al soggetto tenuto all'adempimento dell'obbligo di acquisto, gli oneri connessi alla produzione di una valutazione <i>ad hoc</i> dell'emittente, si è ritenuto opportuno individuare altri elementi oggettivi a cui ancorare la determinazione del corrispettivo.</p> <p>Il meccanismo previsto permette, inoltre, di limitare la discrezionalità della Consob, consentendo al contempo di riconoscere ai titolari delle azioni residue un corrispettivo equo.</p> <p>Alla luce dell'esperienza applicativa del vigente art. 50, comma 3, RE, in luogo dei due parametri (del patrimonio netto rettificato a valore corrente dell'emittente e dell'andamento e delle prospettive reddituali dello stesso) si è ritenuto opportuno prevedere quale ulteriore parametro un unico elemento espressivo del valore dei titoli o dell'emittente determinato sulla base delle risultanze di eventuali rapporti valutativi dell'emittente redatti da esperti indipendenti e dotati di adeguata e comprovata professionalità, aventi data non anteriore di oltre sei mesi rispetto al sorgere dell'obbligo, secondo i criteri e le metodologie di cui al punto precedente.</p>
--	--	---

<p>d) di eventuali altri acquisti di titoli della medesima categoria nel corso degli ultimi dodici mesi da parte del soggetto tenuto all'obbligo di acquisto o da soggetti operanti di concerto con lui.</p> <p>6. Ai fini della determinazione del prezzo nel caso previsto dal comma 5, l'offerente trasmette alla Consob, entro quindici giorni dal pagamento del corrispettivo dell'offerta che ha determinato i presupposti dell'offerta residuale:</p> <p>a) la comunicazione prevista dall'articolo 102, comma 1, del Testo unico;</p> <p>b) un'attestazione della società incaricata della revisione contabile dell'emittente, redatta secondo i criteri generali indicati dalla Consob, sull'esistenza o meno di eventi, non noti al mercato, che possano incidere significativamente sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria o sulle prospettive reddituali dell'emittente, intervenuti successivamente al rilascio del giudizio sull'ultimo bilancio pubblicato ovvero, se più recente, sull'ultima relazione semestrale pubblicata, sottoposti a revisione contabile completa.</p> <p>Nel caso in cui l'obbligo di acquisto non sia sorto a seguito di un'offerta</p>	<p>Al fine di consentire il riconoscimento ai titolari delle azioni residue un corrispettivo equo, si è reputato opportuno far ricorso anche al corrispettivo relativo alle acquisizioni di titoli effettuate nel corso dell'ultimo anno.</p>
---	---

	<p>pubblica, il corrispettivo è stabilito dalla Consob sulla base del maggiore tra:</p> <p>(i) il prezzo più elevato previsto per l'acquisto di titoli della medesima categoria nel corso degli ultimi dodici mesi da parte del soggetto tenuto all'obbligo di acquisto o da soggetti operanti di concerto con lui;</p> <p>(ii) il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi sei mesi prima del sorgere dell'obbligo di acquisto.</p> <p>6. Qualora non siano disponibili almeno due degli elementi indicati ai precedenti commi 4 e 5, il prezzo è determinato anche sulla base del patrimonio netto rettificato a valore corrente e dell'andamento e prospettive reddituali dell'emittente.</p> <p>7. Ai fini della determinazione del corrispettivo ai sensi dei commi precedenti:</p> <p>a) la percentuale di adesioni all'offerta viene determinata:</p> <p>-sottraendo, sia dal numero di titoli oggetto di offerta che dal numero di titoli apportati alla stessa, i titoli apportati da parti correlate dell'offerente nel periodo intercorrente fra la data di</p>	<p>Soltanto se i citati elementi oggettivi non siano disponibili si procede a una valutazione <i>ex novo</i> da parte della Consob del valore del titolo.</p> <p>Sono state anche introdotte delle precisazioni relativamente alle modalità di calcolo della percentuale di adesione all'offerta ai soli fini della verifica dell'applicabilità del comma 3. In particolare, l'esclusione dal computo delle azioni conferite da soggetti che, siano qualificabili come parti correlate dell'offerente (come definite nel Regolamento sulle operazioni con parti correlate), tenuto conto della portata segnaletica – in termini di gradimento del corrispettivo offerto – che si attribuisce alla percentuale di adesioni ai fini in oggetto, risponde all'esigenza di depurare i dati relativi alle adesioni da quelli riferibili a soggetti la cui decisione (in merito all'adesione o meno) non necessariamente risponde a valutazioni di mero apprezzamento della congruità del corrispettivo dell'offerta stessa.</p>
--	--	--

	<p>annuncio dell’offerta e quella di conclusione della stessa;</p> <p>-computando anche eventuali acquisti effettuati dall’offerente al di fuori di un’offerta totalitaria durante il periodo di adesione, a condizione che siano state rispettate le previsioni di cui agli articoli 41 e 42;</p> <p>b) il prezzo medio di mercato potrà essere calcolato con riferimento ad un diverso periodo ritenuto appropriato dalla Consob qualora nel corso del semestre si siano verificate circostanze da cui sia desumibile una scarsa significatività delle quotazioni rilevate sul mercato.</p> <p>8. Il soggetto tenuto all’adempimento dell’obbligo di acquisto trasmette alla Consob, entro dieci giorni lavorativi dal sorgere dell’obbligo:</p> <p>(i) la richiesta di determinazione del corrispettivo contenente, altresì, l’indicazione del numero di adesioni all’eventuale offerta precedente provenienti da soggetti qualificabili come parti correlate ai sensi del comma 7;</p> <p>(ii) nei casi di cui al comma 4, ove esistenti, i rapporti valutativi di cui alla lettera c);</p> <p>(iii) nei casi di cui al comma 5, un riepilogo delle operazioni</p>	<p>Inoltre, posto che grazie al meccanismo di pubblicità delle compravendite sui titoli oggetto di offerta (art. 41) nonché alla <i>best price rule</i> (art. 42), risulta assicurata la parità di trattamento fra coloro che aderiscono all’offerta e coloro che cedono i propri titoli al di fuori della stessa, si è ritenuto opportuno computare la percentuale di adesioni includendo le eventuali azioni acquisite dall’offerente durante il periodo di adesione ma al di fuori dall’offerta.</p> <p>Per quanto concerne l’individuazione del periodo di riferimento per la rilevazione dei prezzi di mercato, si è prevista la possibilità di calcolare il prezzo medio di mercato con riferimento ad un diverso periodo, ritenuto appropriato dalla Consob, qualora nel corso del semestre – individuato ai sensi dell’art. 108, comma 4, del TUF – siano state rilevate quotazioni ritenute scarsamente significative.</p> <p>Viene previsto che il soggetto tenuto all’adempimento dell’obbligo di acquisto entro 10 giorni lavorativi dal verificarsi dei relativi presupposti, produca un’istanza alla Consob al fine di richiedere la determinazione del corrispettivo. Con riferimento agli altri elementi da produrre, gli stessi variano a seconda della fattispecie applicabile.</p>
--	---	---

	<p>effettuate negli ultimi dodici mesi prima del sorgere dell'obbligo di acquisto;</p> <p>(iv) nei casi di cui al comma 6, una valutazione dell'emittente, riferita a data non antecedente di oltre sei mesi rispetto al sorgere dell'obbligo di acquisto, predisposta dal soggetto tenuto all'adempimento dell'obbligo secondo criteri generalmente utilizzati nell'analisi finanziaria, appropriati in funzione delle peculiarità dell'emittente e del relativo settore di appartenenza; la valutazione in questione è corredata dalla descrizione analitica delle metodologie adottate, dei relativi risultati, delle ipotesi sottostanti e dei valori attribuiti ai vari parametri.</p> <p>9. La Consob provvede alla determinazione del corrispettivo con propria delibera entro 30 giorni lavorativi dalla ricezione degli elementi di cui al comma 8; nel caso in cui gli elementi forniti siano incompleti ovvero siano necessarie delle integrazioni, tale termine è sospeso fino alla data in cui vengono alla Consob gli elementi mancanti o quelli integrativi.</p>	<p>Nei casi in cui è richiesta una valutazione <i>ad hoc</i> si auspica il ricorso, per quanto possibile, ad una pluralità di metodologie valutative, applicando quelle più appropriate in funzione delle specificità dell'emittente e del settore di appartenenza.</p> <p>Da ultimo, viene previsto un termine entro il quale la Consob procede alla determinazione del corrispettivo; tale termine è suscettibile di sospensione in caso di incompletezza degli elementi necessari alla determinazione del corrispettivo ovvero nel caso in cui gli stessi necessitino di eventuali integrazioni.</p>
--	---	---

D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
<p style="text-align: center;"><u>Art. 108</u> (<i>Obbligo di acquisto</i>)</p> <p>1. (...)</p> <p>5. Nell'ipotesi di cui al comma 1, nonché nei casi di cui al comma 2 in cui la partecipazione ivi indicata sia raggiunta esclusivamente a seguito di offerta pubblica totalitaria, il corrispettivo assume la stessa forma di quello dell'offerta, ma il possessore dei titoli può sempre esigere che gli sia corrisposto in misura integrale un corrispettivo in contanti, determinato in base a criteri generali definiti dalla Consob con regolamento.</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 50-bis</u> (<i>Determinazione del corrispettivo a seguito di offerta di scambio</i>)</p> <p>1. Nel caso in cui la precedente offerta preveda un corrispettivo rappresentato in tutto o in parte da titoli, ai fini di cui all'articolo 50, comma 4, il valore del corrispettivo dell'offerta precedente di cui alla lettera a) del medesimo comma è determinato valorizzando i titoli offerti in scambio sulla base del prezzo ufficiale rilevato alla data di pagamento dell'offerta. Nel caso in cui i titoli offerti in scambio non siano quotati, ai fini in questione si applica la medesima valutazione indicata dall'offerente in occasione della precedente offerta.</p> <p>2. Ove trovi applicazione l'articolo 108, comma 5, del Testo unico, la determinazione del corrispettivo per l'adempimento dell'obbligo di acquisto è effettuata definendo, in primo luogo, il valore in termini monetari di ciascun titolo dell'emittente e convertendo, successivamente, tale valore nella stessa forma del corrispettivo dell'offerta precedente.</p>	<p>Nel caso in cui il corrispettivo della precedente offerta fosse rappresentato in tutto o in parte da titoli, ai fini dell'utilizzo di tale corrispettivo sarà necessario convertirlo in termini monetari, in modo da renderlo omogeneo rispetto agli altri elementi considerati. A tal fine, si ritiene che vada preservata l'equivalenza rispetto al corrispettivo effettivamente ricevuto da chi abbia aderito alla precedente offerta; in tale ottica, si propone di valorizzare i titoli offerti in scambio sulla base del prezzo ufficiale rilevato alla data di pagamento dell'offerta (primo giorno in cui l'eventuale aderente avrebbe potuto monetizzare il corrispettivo vendendo i titoli sul mercato).</p> <p>Nel caso in cui i titoli offerti in scambio non siano quotati, nell'assenza di parametri oggettivi per la conversione del corrispettivo in termini monetari, si prospetta l'utilizzo della medesima valutazione adottata dall'offerente in occasione della precedente offerta.</p> <p>Ai fini della determinazione del corrispettivo per l'adempimento dell'obbligo di acquisto, si ritiene che in caso di offerte di scambio non si possa far ricorso a metodologie basate sulla valutazione comparativa fra la società emittente i titoli oggetto di offerta e quella emittente i titoli offerti in scambio, in quanto i connessi oneri in capo a quest'ultima per produrre gli elementi informativi funzionali a siffatta valutazione potrebbero configurare un aggravio di costi per un soggetto estraneo all'operazione e, di riflesso, per i rispettivi azionisti. Pertanto, si propone che <u>la determinazione del corrispettivo</u> venga effettuata definendo prima il valore, in termini monetari, di ciascuna azione dell'emittente e convertendo, successivamente, tale valore nella stessa forma del corrispettivo dell'offerta.</p>

<p>3. Ai fini di cui al comma 2, la valorizzazione determinata in funzione degli elementi previsti dall'articolo 50, comma 4, viene articolata fra titoli e contanti nelle stesse proporzioni previste per il corrispettivo dell'offerta precedente; tale trasformazione viene effettuata sulla base della media dei prezzi ufficiali giornalieri dei titoli offerti in scambio, ponderati per i quantitativi negoziati, rilevati sul mercato nel mese precedente la determinazione del corrispettivo da parte della Consob. Nel caso in cui i titoli offerti in scambio non siano quotati, ai fini in questione si adotta la medesima valutazione indicata dall'offerente in occasione della precedente offerta.</p> <p>4. Ai fini di cui all'articolo 108, comma 5, del Testo Unico, l'entità del corrispettivo in contanti è pari alla valutazione in termini monetari effettuata ai sensi del comma 2 in caso di corrispettivo determinato dalla Consob; ove, ai sensi dell'articolo 108, comma 3, del Testo Unico, il corrispettivo sia pari a quello dell'offerta precedente, lo stesso sarà trasformato in contanti dall'offerente in base alla media ponderata dei prezzi ufficiali dei titoli offerti in scambio rilevati sul mercato nel mese</p>	<p>Al fine di esprimere <u>il corrispettivo nella “stessa forma” di quello della precedente offerta</u>, occorre convertire il valore monetario (determinato in funzione dei vari elementi citati) in titoli, secondo la proporzione prevista per l'offerta precedente; al riguardo, si ritiene che tale conversione vada effettuata in base ad un prezzo che da un lato rifletta l'andamento corrente dei titoli offerti in scambio e dall'altro disincentivi possibili comportamenti manipolativi; in tale ottica si propone di valorizzare i titoli offerti in scambio in base al prezzo medio ponderato dell'ultimo mese (computato a ritroso rispetto alla determinazione del corrispettivo da parte della Consob).</p> <p>In merito <u>all'entità del corrispettivo in contanti</u>, lo stesso sarà pari alla valutazione in termini monetari effettuata dalla Consob in caso di corrispettivo determinato dalla Commissione.</p> <p>Laddove il corrispettivo sia pari a quello dell'offerta precedente, si ritiene che la <u>trasformazione in contanti</u> vada effettuata in base alla media ponderata dei prezzi ufficiali del titolo offerto in scambio rilevati sul mercato nell'ultimo mese, computato a ritroso rispetto alla data di chiusura dell'offerta, in modo da utilizzare una valorizzazione quanto più possibile in linea con l'andamento corrente di mercato del titolo offerto in scambio. In merito, si ravvisa l'opportunità di ricorrere ad una media, anziché ad un valore rilevato ad una data puntuale, per disincentivare possibili comportamenti manipolativi sulle quotazioni del titolo offerto in scambio.</p>
---	---

	precedente la data di chiusura dell'offerta.	
D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
<p style="text-align: center;"><u>Art. 111</u> <i>(Diritto di acquisto)</i></p> <p>1. L'offerente che venga a detenere a seguito di offerta pubblica totalitaria una partecipazione almeno pari al novantacinque per cento del capitale rappresentato da titoli in una società italiana quotata ha diritto di acquistare i titoli residui entro tre mesi dalla scadenza del termine per l'accettazione dell'offerta, se ha dichiarato nel documento d'offerta l'intenzione di avvalersi di tale diritto. Qualora siano emesse più categorie di titoli, il diritto di acquisto può essere esercitato soltanto per le categorie di titoli per le quali sia stata raggiunta la soglia del novantacinque per cento.</p> <p>2. Il corrispettivo e la forma che esso deve assumere sono determinati ai sensi dell'articolo 108, commi 3, 4 e 5.</p> <p>3. Il trasferimento ha efficacia dal momento della comunicazione dell'avvenuto deposito del prezzo di acquisto presso una banca alla società</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 50-ter</u> <i>(Corrispettivo per l'esercizio del diritto di acquisto)</i></p> <p>1. Salvo quanto previsto dall'articolo 108, comma 3, del Testo Unico, la determinazione del corrispettivo per l'esercizio del diritto di acquisto viene effettuata sulla base delle previsioni contenute negli articoli 50 e 50-bis.</p> <p>2. Nei casi indicati all'articolo 108, comma 5, del Testo Unico, nell'ipotesi in cui il possessore dei titoli non opti per il corrispettivo in contanti nell'ambito della procedura ai sensi dell'articolo 108, comma 1, del medesimo Testo Unico, il corrispettivo per l'esercizio del diritto di acquisto assume la stessa forma di quello dell'offerta precedente.</p>	<p>L'art. 111, comma 2, rinvia all'art. 108 per la definizione del corrispettivo in caso di esercizio del diritto di acquisto; la norma regolamentare, pertanto, replica tale previsione.</p> <p>Al raggiungimento di una partecipazione del 95% si verifica il presupposto - oltre che per il diritto di acquisto - anche per l'obbligo di acquisto (<i>ex art. 108, comma 1, TUF</i>) dei rimanenti titoli da parte dell'offerente. Poiché il possessore dei titoli interessato al corrispettivo in contanti potrà esprimere la propria opzione nel momento in cui presenta la richiesta ai fini della procedura ai sensi dell'art. 108, comma 1, nel caso in cui il titolare non si sia attivato in tal senso - pur avendone la possibilità - il corrispettivo, in linea con le previsioni dell'art. 108, comma 5, assumerà la stessa forma di quello dell'offerta precedente.</p>

emittente, che provvede alle conseguenti annotazioni nel libro dei soci.		
D.lgs. n. 58/ 98 (TUF)	Proposte modifiche regolamentari	Commenti
<p style="text-align: center;"><u>Art. 108</u> (<i>Obbligo di acquisto</i>)</p> <p>1. L'offerente che venga a detenere, a seguito di un'offerta pubblica totalitaria, una partecipazione almeno pari al novantacinque per cento del capitale rappresentato da titoli in una società italiana quotata ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli da chi ne faccia richiesta. Qualora siano emesse più categorie di titoli, l'obbligo sussiste solo per le categorie di titoli per le quali sia stata raggiunta la soglia del novantacinque per cento.</p> <p>2. Salvo quanto previsto al comma 1, chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al novanta per cento del capitale rappresentato da titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato da chi ne faccia richiesta se non ripristina entro novanta giorni un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni. Qualora siano</p>	<p style="text-align: center;"><u>Art. 50-quater</u> (<i>Termini e procedura dell'obbligo e del diritto di acquisto</i>)</p> <p>1. La durata del periodo per la presentazione delle richieste di vendita connesse all'adempimento dell'obbligo di acquisto previsto all'articolo 108, commi 1 e 2, del Testo unico e dell'eventuale corrispettivo in contanti è concordata con la società di gestione del mercato tra un minimo di quindici e un massimo di venticinque giorni.</p> <p>2. L'offerente diffonde un comunicato ai sensi dell'articolo 36 contenente le informazioni necessarie per l'adempimento dell'obbligo di acquisto di cui all'articolo 108, commi 1 e 2, del Testo unico e per l'esercizio del diritto di acquisto di cui all'articolo 111 del Testo unico.</p> <p>3. Qualora, successivamente alla data ultima di pagamento del corrispettivo, si verifichino fatti nuovi o emergano elementi non noti al mercato idonei ad</p>	<p>L'articolo 50-<i>quater</i> disciplina, in esecuzione della delega conferita alla Consob dal comma 7 dell'art. 108 del TUF:</p> <p>(i) le modalità di assolvimento dell'obbligo di acquisto previsto dall'articolo 108, commi 1 e 2 del TUF; ed</p> <p>(ii) i termini entro i quali detto obbligo deve essere assolto. A tal fine, la norma riproduce, con alcuni accorgimenti, la prassi istruttoria formatasi nelle more dell'adeguamento del RE alla nuova disciplina OPA contenuta nel TUF.</p> <p>Preliminarmente, viene chiarito che la presentazione del modulo di richiesta di vendita deve avvenire nel periodo concordato dall'offerente con la società di gestione del mercato e che, ove a seguito di un'offerta pubblica di scambio, i possessori dei titoli residui optino, ai sensi dell'articolo 108, comma 5, del TUF, per un corrispettivo interamente in contanti, in luogo del corrispettivo in scambio, gli stessi debbano effettuare tale scelta nel suddetto modulo.</p> <p>Nei successivi commi 2 e 3, la norma distingue tra due modalità diverse di adempimento dell'obbligo di cui all'articolo 108, commi 1 e 2 del TUF e/o di esercizio del diritto di acquisto di cui all'articolo 111 del TUF. Si evidenzia che l'adempimento dell'obbligo di acquisto indicato nell'articolo 108, comma 1, del TUF può avvenire contestualmente all'esercizio del diritto di acquisto previsto dall'articolo 111 del TUF con l'espletamento di un'unica procedura. Ciò in considerazione dell'evidente simmetria giuridica esistente tra gli istituti in parola (le situazioni giuridiche soggettive dell'offerente e del piccolo azionista, sottese a detti istituti, sono differenti nella sostanza ma speculari l'una all'altra e scaturiscono dall'integrazione di una medesima fattispecie) e del richiamo operato dall'art. 111, comma 2, del TUF alle previsioni di cui ai commi 3, 4 e 5 dell'art. 108, del TUF, in forza del quale l'obbligo di acquisto ed il diritto di acquisto sono effettuati</p>

<p>emesse più categorie di titoli, l'obbligo sussiste soltanto in relazione alle categorie di titoli per le quali sia stata raggiunta la soglia del novanta per cento.</p> <p>3. Nell'ipotesi di cui al comma 1, nonché nei casi di cui al comma 2 in cui la partecipazione ivi indicata sia raggiunta esclusivamente a seguito di offerta pubblica totalitaria, il corrispettivo è pari a quello dell'offerta pubblica totalitaria precedente, sempre che, in caso di offerta volontaria, l'offerente abbia acquistato a seguito dell'offerta stessa, titoli che rappresentano non meno del novanta per cento del capitale con diritto di voto compreso nell'offerta.</p> <p>4. Al di fuori dei casi di cui al comma 3, il corrispettivo è determinato dalla Consob, tenendo conto anche del prezzo di mercato dell'ultimo semestre o del corrispettivo dell'eventuale offerta precedente.</p> <p>5. Nell'ipotesi di cui al comma 1, nonché nei casi di cui al comma 2 in cui la partecipazione ivi indicata sia raggiunta esclusivamente a seguito di offerta pubblica totalitaria, il</p>	<p>incidere sulla valutazione dei titoli oggetto dell'offerta, l'offerente, ai fini degli adempimenti informativi connessi all'obbligo di acquisto di cui all'articolo 108, commi 1 e 2, del Testo unico, pubblica, ai sensi degli articoli 36, commi 3 e 4, e 38, un apposito documento informativo.</p> <p>4. Qualora il superamento della soglia rilevante ai fini dell'applicazione dell'articolo 108, comma 2, del Testo unico non avvenga a seguito di un'offerta pubblica di acquisto e/o di scambio, l'offerente è tenuto alla pubblicazione di un documento con le modalità indicate dagli articoli 36, commi 3 e 4, e 38. Si applicano, in quanto compatibili, le norme del presente Titolo.</p>	<p>al medesimo corrispettivo (come valore e forma).</p> <p>In particolare, nel caso in cui l'obbligo e/o il diritto di acquisto vengano posti in essere ad un corrispettivo pari a quello dell'offerta precedente, è prevista una procedura semplificata. Ai sensi del comma 2 della norma in commento, l'offerente, infatti, diffonde, in luogo di un apposito documento, un comunicato secondo le modalità previste dall'art. 36 (che, come detto, prevede la pubblicazione di tutti i comunicati sul sito internet della società <i>target</i> quotata o, comunque, su quello indicato dall'offerente e su quello). Inoltre, ai sensi dell'art. 108, comma 6, del TUF, tale fase può essere realizzata con una riapertura dei termini dell'offerta.</p> <p>Diversamente, la diffusione di un comunicato non è stato ritenuto sufficiente per adempiere a tali obblighi informativi qualora, successivamente alla data ultima di pagamento del corrispettivo dell'offerta, si verificano fatti nuovi o emergano elementi non noti al mercato e comunque idonei ad incidere sulla valutazione dei titoli oggetto dell'offerta. Per tali ipotesi al comma 3 dell'articolo in commento è stata prevista la predisposizione di un "<i>apposito documento informativo</i>", da sottoporre al vaglio istruttorio della Consob così come avviene per il "<i>supplemento al documento di offerta</i>" di cui all'articolo 38, comma 5, (e nello stesso termine di 3 giorni per esso previsto).</p> <p>Al comma 4 viene chiarito che la predisposizione del documento informativo è richiesta anche qualora l'applicazione dell'articolo 108, comma 2, del TUF derivi da acquisti effettuati sul mercato al di fuori di un'offerta pubblica di acquisto.</p> <p>In forza di tale disposizione l'offerente deve rendere noti al mercato i risultati dell'adempimento dell'obbligo di acquisto previsto dall'art. 108, comma 2, del TUF e le implicazioni giuridiche da esso scaturenti tramite la diffusione di un comunicato stampa.</p>
--	--	---

<p>corrispettivo assume la stessa forma di quello dell'offerta, ma il possessore dei titoli può sempre esigere che gli sia corrisposto un corrispettivo in contanti, nella misura determinata dalla Consob , in base a criteri generali definiti da questa con regolamento.</p> <p>6. Se il corrispettivo offerto è pari a quello proposto nell'offerta precedente l'obbligo può essere adempiuto attraverso una riapertura dei termini della stessa.</p> <p>7. La Consob detta con regolamento norme di attuazione del presente articolo riguardanti in particolare:</p> <p>a) gli obblighi informativi connessi all'attuazione del presente articolo;</p> <p>b) i termini entro i quali i possessori dei titoli residui possono richiedere di cedere i suddetti titoli;</p> <p>c) la procedura da seguire per la determinazione del prezzo.</p>	<p>5. L'offerente, successivamente all'adempimento dell'obbligo di acquisto di cui all'articolo 108, comma 2, del Testo unico, diffonde un comunicato ai sensi dell'articolo 36 con cui rende noti al mercato:</p> <p>a) gli esiti dell'adempimento dell'obbligo di acquisto;</p> <p>b) la partecipazione complessivamente detenuta nel capitale dell'emittente;</p> <p>c) l'eventuale ricorrere dei presupposti previsti per l'obbligo di acquisto ai sensi dell'articolo 108, comma 1, del Testo unico e per l'esercizio del diritto di acquisto di cui all'articolo 111, comma 1, del Testo unico, indicandone le modalità di espletamento;</p> <p>d) le ulteriori informazioni disponibili in merito alla revoca dei titoli dalla quotazione.</p> <p>6. L'offerente, qualora ad esito dell'adempimento dell'obbligo di acquisto ai sensi dell'articolo 108, comma 1, del Testo unico, intenda ripristinare il flottante, diffonde un comunicato ai sensi dell'articolo 36 recante le modalità ed i termini dell'operazione di ripristino.</p>	<p>Nel comma 6 si disciplina gli obblighi informativi che gravano sull'offerente che intenda ripristinare il flottante dopo aver adempiuto all'obbligo di acquisto.</p>
---	---	---

	<p>7. Nel periodo intercorrente tra la data di superamento delle soglie rilevanti ai fini dell'applicazione dell'articolo 108, commi 1 e 2 e dell'articolo 111 del Testo unico e la data indicata per il pagamento del corrispettivo si applicano gli articoli 41 e 42.</p>	
--	--	--