

ALLEGATO N. 7

Casi di esenzione dall'applicazione della disciplina dell'OPA obbligatoria

1. PREMESSA

2. OPERAZIONI DIRETTE AL SALVATAGGIO DI SOCIETÀ IN CRISI

2.1. Discipline estere

2.2. Disciplina vigente e proposte di modifica

3. SUPERAMENTO PER OPERAZIONI DI CARATTERE TEMPORANEO

3.1. Discipline estere

3.2. Disciplina vigente e proposte di modifica

4. SUPERAMENTO PER OPERAZIONI DI FUSIONE O DI SCISSIONE

4.1. Discipline estere

4.2. Disciplina vigente e proposte di modifica

5. ACQUISTI A TITOLO GRATUITO

5.1. Discipline estere

5.2. Disciplina vigente e proposte di modifica

1. Premessa

La Direttiva OPA prevede, all'art. 4, comma 5, secondo periodo, la possibilità per gli Stati Membri, in sede di recepimento, d'introdurre deroghe all'applicazione delle norme comunitarie.

Tale facoltà può essere attuata dagli Stati membri:

“(i)“introducendo tali deroghe nelle loro norme nazionali per tener conto di circostanze determinate a livello nazionale

e/o

(ii) conferendo alle loro autorità di vigilanza, nei casi di loro competenza, la facoltà di derogare a tali norme nazionali o per tener conto delle circostanze di cui al punto (i) o in altre circostanze specifiche, con obbligo, in quest'ultimo caso, di una decisione motivata”.

Con il Decreto di recepimento, al fine di limitare la discrezionalità dell'autorità di vigilanza, è stata data attuazione alla predetta facoltà individuando a livello di norma primaria - come nella previgente disciplina - le “*circostanze*” nell'ambito delle quali la Consob è delegata ad individuare specifici “*casi*” in cui il superamento della soglia del 30% o delle soglie rilevanti per l'OPA da consolidamento¹ non comportano l'obbligo di offerta (*cfr.* art. 106, comma 5², TUF). In particolare, la norma primaria fa riferimento alle situazioni in cui il superamento della soglia rilevante avviene:

- in presenza di uno o più soci che detengono il controllo;
- nell'ambito di operazioni di salvataggio di società in crisi;
- nell'ambito di operazioni infragruppo;
- per cause indipendenti dalla volontà;
- per operazioni di carattere temporaneo;
- per operazioni di fusione o di scissione;
- per operazioni a titolo gratuito.

Le fattispecie individuate dal legislatore coincidono con quelle contemplate dal previgente articolo 106, comma 5, del TUF, ad eccezione dell'ultima (operazioni a titolo gratuito) inserita in quanto nella nuova versione del comma 1 del medesimo art. 106 è stato eliminato il riferimento

¹ Nel nuovo comma 5 dell'art. 106 è stato espressamente indicato che le esenzioni sono applicabili non solo in caso di superamento della soglia del 30% ma anche in caso di superamento delle soglie rilevanti per l'OPA da consolidamento ai sensi dell'art. 106, comma 3, lett. b), del TUF.

² In particolare, con riferimento alle esenzioni dall'obbligo di OPA, i commi 5 e 6 dell'art. 106 prevedono: 5. *La Consob stabilisce con regolamento i casi in cui il superamento della partecipazione indicata nel comma 1 o nel comma 3, lettera b), non comporta l'obbligo di offerta ove sia realizzato in presenza di uno o più soci che detengono il controllo o sia determinato da:*

- a) operazioni dirette al salvataggio di società in crisi;*
- b) trasferimento dei titoli previsti dall'articolo 105 tra soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione;*
- c) cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente;*
- d) operazioni di carattere temporaneo;*
- e) operazioni di fusione o di scissione;*
- f) acquisti a titolo gratuito.*

6. *La Consob può con provvedimento motivato, disporre che il superamento della partecipazione indicata nel comma 1 o nel comma 3, lettera b), non comporta obbligo di offerta con riguardo a casi riconducibili alle ipotesi di cui al comma 5, ma non espressamente previsti nel regolamento approvato ai sensi del medesimo comma”.*

all'acquisto "a titolo oneroso" quale presupposto dell'obbligo di OPA. Come nella previgente disciplina tali esenzioni, qualora sussistano i presupposti individuati dal combinato disposto dell'art. 106, comma 5, del TUF e delle norme regolamentari della Consob, risultano direttamente applicabili senza che sia necessaria una pronuncia della Consob al riguardo.

Una novità in materia di esenzioni è, invece, rappresentata dalla disposizione contenuta nel nuovo comma 6 dell'art. 106. In particolare, tale norma prevede che la Consob possa "*disporre*", "*con provvedimento motivato*", deroghe all'obbligo di OPA "*con riguardo a casi riconducibili alle ipotesi di cui al comma 5, ma non espressamente previsti nel regolamento approvato ai sensi del medesimo comma*". In altri termini, la Consob ha la facoltà di pronunciarsi in merito alla non applicabilità dell'obbligo dell'OPA con riferimento a casi concreti che siano "*riconducibili*" per identità di *ratio* alle fattispecie individuate in via generale dal legislatore primario ma che, per le specificità dell'operazione, presentino elementi analoghi ma non identici a quelli "*espressamente previsti*" nel Regolamento Emittenti.

La Consob, dal momento dell'entrata in vigore delle nuove disposizioni del TUF in materia di OPA, ha disposto deroghe dall'obbligo di OPA con provvedimenti motivati ai sensi del citato comma 6 con riferimento ad alcune operazioni riconducibili all'esenzione per salvataggio di società in crisi o all'esenzione per acquisti temporanei.

Ciò premesso, si rappresentano di seguito le proposte di modifica della norma regolamentare con la quale la Consob ha individuato i casi di esenzione in attuazione della citata delega legislativa (art. 49 del Regolamento Emittenti). Poiché, come sopra rappresentato, le fattispecie di esenzione individuate in via generale dal legislatore primario sono rimaste le stesse (salvo, come detto, il riferimento all'acquisto a titolo gratuito), le proposte di modifica che seguono terranno conto principalmente dell'esperienza applicativa e delle problematiche ad essa connesse nonché dell'analisi del diritto comparato in materia di cui si riporta di seguito una breve sintesi.

2. Operazioni dirette al salvataggio di società in crisi

2.1. Discipline estere

L'**ordinamento inglese** prevede che il *Panel* possa rinunciare a pretendere l'OPA se la società è in grave crisi finanziaria ("*such a serious financial position*") e la sola strada per salvarla è la pronta emissione di nuove azioni senza la preventiva approvazione degli *independent shareholder*³ o l'acquisto di azioni da altri soci⁴. In tal caso l'esenzione può essere concessa se: i)

³ Si evidenzia al riguardo che nel *Takeover Code, Note of Dispensation from Rule 9, n.1* (sotto la rubrica "*Vote of independent shareholders on the issue of new securities "Whitewash"*"), è prevista, in via generale la possibilità per il *Panel* di concedere un'esenzione da OPA in caso di acquisti di azioni nell'ambito di aumenti di capitale nel caso in cui vi sia il preventivo voto favorevole della maggioranza degli *independent shareholder*.

⁴ In particolare nel *Takeover Code, Note of Dispensation from Rule 9, n.3*, è prevista una specifica esenzione per operazioni di salvataggio ("*Rescue operations*"): "*There are occasions when a company is in such a serious financial position that the only way it can be saved is by an urgent rescue operation which involves the issue of new shares without approval by a vote of independent shareholders or the acquisition of existing shares by the rescuer which would otherwise fall within the provisions of this Rule and normally require a general offer. The Panel may, however, waive the requirements of the Rule in such circumstances provided that either:*

(a) approval for the rescue operation by a vote of independent shareholders is obtained as soon as possible after the rescue operation is carried out; or

l'approvazione degli *independent shareholder* è ottenuta il prima possibile (*“as soon as possible after the rescue operation is carried out”*) ovvero ii) sono previste altre tutele per gli *independent shareholder* ritenute soddisfacenti dallo stesso *Panel* a seconda delle circostanze.

Nell'ipotesi in cui non vi siano le citate tutele delle minoranze l'OPA dovrà essere promossa e il *Panel* potrà prevedere, con decisione motivata resa pubblica, un aggiustamento del prezzo⁵. Nel *Takeover Code* è inoltre precisato che normalmente l'esenzione non verrà concessa quando è l'azionista di maggioranza invece che la stessa società ad avere bisogno del salvataggio. La situazione dell'azionista di controllo, infatti, ha una minima rilevanza sugli altri azionisti e, quindi, chi compra da quest'ultimo socio deve aspettarsi di essere obbligato a promuovere l'OPA.

La **disciplina francese** prevede che l'AMF possa concedere un'esenzione dall'obbligo di OPA in caso di sottoscrizione di un aumento di capitale di una società in situazione di acclarata difficoltà finanziaria, sottoposto all'approvazione dell'assemblea generale degli azionisti. L'AMF ai fini delle valutazioni relative alla concessione della deroga prende in considerazione, tra l'altro, la ripartizione del capitale sociale e dei diritti di voto e le condizioni nella quali l'operazione è stata o sarà sottoposta all'approvazione assembleare⁶.

Secondo l'**ordinamento spagnolo** spetta alla *Comisión Nacional del Mercado de Valores* accordare un'esenzione dall'obbligo di OPA entro quindici giorni dalla richiesta da parte del soggetto interessato in caso di: *“Adquisiciones u otras operaciones procedentes de la conversión o capitalización de créditos en acciones de sociedades cotizadas cuya viabilidad financiera esté en peligro grave e inminente, aunque no esté en concurso, siempre que se trate de operaciones concebidas para garantizar la recuperación financiera a largo plazo de la sociedad.”* (cfr. art. 8, lettera d), del Real Decreto 1066/2007).

(b) some other protection for independent shareholders is provided which the Panel considers satisfactory in the circumstances.

Where neither the approval of independent shareholders nor any other form of protection can be provided, a general offer under this Rule will be required. In such circumstances, however, the Panel may consider an adjustment of the highest price, pursuant to Note 3 on Rule 9.5. The requirements of the Rule will not normally be waived in a case where a major shareholder in a company rather than that company itself is in need of rescue. The situation of that shareholder may have little relevance to the position of other shareholders and, therefore, the purchaser from such major

shareholder must expect to be obliged to extend an offer under the Rule to all other shareholders.”.

⁵ In tal caso il prezzo secondo la *Note n. 3 alla Rule 9.5 del Takeover Code* sarà *“fair an reasonable taking into account all the factors that are relevant to the circumstances”*.

⁶ L'art. 234-9 du *Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers* prevede: *“Les cas dans lesquels l'AMF peut accorder une dérogation sont les suivants : ..2° Souscription à l'augmentation de capital d'une société en situation avérée de difficulté financière, soumise à l'approbation de l'assemblée générale de ses actionnaires ..”*.

Secondo l'art. 234-8, comma 2, *“L'AMF se prononce après avoir examiné les circonstances dans lesquelles le ou les seuils ont été ou seront franchis, la répartition du capital et des droits de vote et les conditions dans lesquelles, le cas échéant, l'opération a fait ou fera l'objet d'une approbation par l'assemblée générale des actionnaires de la société visée.”*. Nell'art. 234-10 è inoltre specificato: *“Dans le cas d'opérations soumises à l'approbation des actionnaires de la société visée, l'AMF peut statuer sur une demande de dérogation avant la tenue de cette assemblée sous réserve de disposer d'informations précises sur l'opération projetée. Dans les autres cas prévus à l'article 234-9, ainsi que dans les situations mentionnées à l'article 234-7, l'AMF peut statuer préalablement à la réalisation d'une opération en fonction de la nature, des circonstances et du délai de mise en oeuvre du projet et au vu des éléments justificatifs apportés par la ou les personnes concernées. L'AMF est informée du déroulement de l'opération et, dans l'hypothèse où celle-ci n'est pas mise en oeuvre selon les conditions initialement prévues, peut constater la caducité de la décision précédemment rendue. Si l'AMF accorde la dérogation demandée ou constate qu'il n'y a pas matière à offre publique, elle publie sa décision (Arrêté du 24 décembre 2009) « sur son site » et fait connaître, le cas échéant, les engagements souscrits par le ou les requérants.”*.

La **disciplina tedesca** dispone che la *Bafin* possa concedere una deroga dall'obbligo di OPA quando il controllo (superamento della soglia del 30%) è stato acquisito "*in connection with the financial rehabilitation of the target company*"⁷.

2.2. Disciplina vigente e proposte di modifica

L'art. 106, comma 5, lett. a) esclude l'offerta obbligatoria nell'ambito di "*operazioni dirette al salvataggio di società in crisi*", con una formulazione che non è stata modificata con il recepimento della Direttiva OPA.

L'art. 49, comma 1, lett. b), attualmente vigente dispone che l'acquisto che ha determinato il superamento della soglia rilevante, al fine dell'applicazione dell'esenzione, debba essere "*compiuto tramite sottoscrizione di un aumento di capitale in presenza di un piano di ristrutturazione del debito di una società quotata in crisi, comunicato alla Consob e al mercato*".

I presupposti per l'applicabilità dell'esenzione sono quindi:

- lo stato di crisi della società⁸;

⁷ In particolare, la *Section 9* della "*Ordinance relating to the contents of the offer document, the consideration payable in the case of takeover bids and mandatory offers and exemption from the obligation to publish and to make an offer*" della *Bafin* del 27.12.2001 (modificata con legge del 17.7.2006) prevede che: "*The Supervisory Authority may, in particular, grant exemption from the duties referred to in section 8, sentence 1, where control of the target company has been acquired.....3. in connection with the financial rehabilitation of the target company;...*". La citata ordinanza della *Bafin* è stata emanata in attuazione della delega in materia di esenzioni dall'opa obbligatoria prevista dalla *Section 37* del *Securities Acquisition and Takeover Act* del 20.12.2001 (da ultimo modificato con legge del 30 luglio 2009). In particolare la citata *Section 37* ("*Exemption from the Duty to Publish and Make an Offer*") prevede quanto segue:

"(1) *The Supervisory Authority may, upon written application, exempt the offeror from the duties pursuant to section 35 (1) sentence 1 and section 35 (2) sentence 1 if, having regard to the interests of the applicant and the holders of shares in the target company, this appears justified in view of the manner of attainment, the objectives being pursued with the attainment of control, a drop below the control threshold subsequent to the attainment of control, the shareholder structure of the target company, or the actual possibility of exercising control.*

(2) *The Federal Ministry of Finance may, by means of a Regulation not requiring the consent of the Bundesrat, issue more detailed provisions about the exemption from the duties pursuant to section 35 (1) sentence 1 and section 35 (2) sentence 1. The Federal Ministry of Finance may, by means of a Regulation, transfer this power to the Supervisory Authority*".

⁸Fra le circostanze indicative della sussistenza dello stato di crisi la Consob in passato ha, tra l'altro, preso in considerazione "*la situazione di deficit finanziario e patrimoniale della società, attestata dai crescenti volumi delle perdite e dalla costante e cospicua diminuzione del patrimonio netto*" (Comunicazione n. DEM/7088261 del 3 ottobre 2007). In una fattispecie successivamente presa in esame (Comunicazione n. DEM/7112569 del 28 dicembre 2007), sono state prese in considerazione l'esistenza di una situazione di diminuzione del capitale sociale in misura superiore ad un terzo in conseguenza di perdite, nonché la circostanza che l'assemblea straordinaria aveva già adottato gli opportuni provvedimenti ai sensi dell'art. 2446 cod. civ. (ovverosia, la copertura delle perdite pregresse mediante l'utilizzo di riserve e l'abbattimento del relativo capitale sociale).

Inoltre, in due precedenti casi presi in esame, la Commissione ha individuato, quale elemento indicativo dello stato di crisi, la circostanza che "*in merito al bilancio di esercizio e consolidato al 31 dicembre 2006, la società di revisione incaricata ha espresso un giudizio negativo e una impossibilità al rilascio del giudizio di conformità in merito alla semestrale 2007, per effetto di pesanti rilievi in merito al presupposto della continuità aziendale*" (Comunicazione n. DEM/7112569 del 28 dicembre 2007), nonché la circostanza che "*in occasione dell'ultima rendicontazione annuale vengono segnalate rilevanti difficoltà da tutti i presidi endo-societari (Consiglio di Amministrazione, Collegio Sindacale e revisori), tali da influire sulle aspettative di continuità aziendale*" (Comunicazione n. DEM/4080424 del 10 settembre 2004).

- il superamento della soglia rilevante ai fini dell'OPA obbligatoria conseguente alla sottoscrizione di un aumento di capitale, sia in denaro sia con conferimento di beni in natura;
- la presenza di un piano di ristrutturazione del debito comunicato alla Consob ed al mercato.

La lett. b), comma 2, dello stesso art. 49, prescrive, poi, che l'acquirente comunichi alla Consob ed al mercato lo stato di attuazione del piano nei termini fissati dall'Autorità di controllo, e comunque su base trimestrale, nonché ogni variazione della sua partecipazione.

L'esperienza applicativa - soprattutto quella relativa all'ultimo periodo caratterizzato da un ciclo economico recessivo che ha prodotto un aumento significativo e repentino del numero di società con rilevanti tensioni finanziarie o acclarato stato di crisi - ha evidenziato l'esigenza di meglio definire l'ambito di applicazione della disposizione in esame anche al fine di dare maggiore certezza ai soggetti interessati sui presupposti per l'applicabilità dell'esenzione.

In particolare, dall'inizio del 2009 sono stati presentati diversi quesiti relativi all'applicabilità dell'esenzione da salvataggio. Fino ad oggi la Consob si è pronunciata in relazione a società i cui piani di ristrutturazione prevedevano - in linea generale - un aumento di capitale e una ristrutturazione del debito bancario e non bancario, talora associati a profonde rivisitazioni del profilo di *business* industriale o del perimetro societario. In un caso, è stata dichiarata applicabile l'esenzione ai sensi del citato comma 6 dell'art. 106 del TUF, in quanto, pur non essendovi un piano di ristrutturazione del debito in linea con quanto richiesto dal vigente art. 49 del Regolamento Emittenti, è stata ritenuta comunque sussistente la *ratio* dell'esenzione da salvataggio. Con riferimento, infine, ad una banca quotata sono stati ritenuti sussistenti i presupposti per l'applicabilità dell'esenzione da salvataggio di cui all'art. 49, comma 1, lett. b), del Regolamento Emittenti, affermando che la presenza di un piano di ristrutturazione del debito con riferimento ad un soggetto bancario deve essere valutata tenendo conto delle specificità connesse all'attività bancaria.

Le principali criticità riscontrate nella prassi operativa hanno riguardato il requisito della presenza di un "*piano di ristrutturazione del debito*". Infatti:

- in presenza di crisi industriali più che finanziarie, potrebbe non essere presente, nell'ambito del piano di salvataggio, un piano di ristrutturazione del debito⁹;

⁹ Con riferimento ad una operazione di salvataggio è stata ritenuta applicabile l'esenzione in presenza di un piano di risanamento in cui era prevalente la componente industriale rispetto a quella finanziaria ma dove comunque era prevista una ristrutturazione dell'indebitamento. Nella relativa Comunicazione n. 7088261 del 3-10-2007 si legge al riguardo: "*lo sbilancio economico patrimoniale di [...omissis...] appare fortemente legato a problematiche industriali attinenti, secondo quanto indicato nel piano societario, al mix di prodotti offerti ed alla struttura operativa della società. Ai fini della determinazione della crisi aziendale, secondo quanto prospettato [...omissis...], le problematiche finanziarie sembrano quindi svolgere un ruolo minore. Nell'ipotesi di ristrutturazione in discorso, il risanamento della Società è condotto sia attraverso un intervento di tipo industriale, che costituisce il fulcro dell'attività di risanamento, sia attraverso un intervento di tipo finanziario.[...omissis...]. Con specifico riferimento al piano di ristrutturazione del debito, si rileva che l'accordo con le banche creditrici, pur non contemplando un vero e proprio stralcio delle passività esistenti, prevede una sostanziale rinegoziazione delle linee di credito erogate dalle banche verso le quali la Società è maggiormente esposta. Essa si manifesta, in concreto, come ridefinizione dei termini di scadenza dei relativi contratti e quale riduzione degli spread per gli affidamenti utilizzati ed, in misura più cospicua, per quelli da concedere.*

Anche per quel che concerne, invece, il debito verso [...omissis...], il piano prevede, come detto, l'immediato stralcio di una parte di esso per un importo in linea con le condizioni applicate dal sistema bancario e l'integrale conversione dello stesso nella sottoscrizione del primo aumento di capitale. I suddetti elementi integrano, dunque, le

- la previsione dell'esenzione solo in presenza di piani di ristrutturazione del debito potrebbe condizionare il salvataggio alla volontà di uno o più creditori che non hanno, ad esempio, interesse a concedere uno stralcio del credito o una rinegoziazione delle condizioni dello stesso in quanto titolari di garanzie reali;
- la richiesta di un piano di ristrutturazione dell'indebitamento con riferimento ad una società bancaria presenta criticità connesse alla specificità dell'attività svolta. Infatti, l'attività bancaria tradizionale si basa per definizione sull'impiego di capitali raccolti presso la clientela e, quindi, sull'impiego del debito e una ristrutturazione di tale indebitamento con la clientela sarebbe considerata insolvenza della banca. Ugualmente potrebbe essere difficile arrivare ad una rinegoziazione dei debiti inerenti ai finanziamenti sul sistema interbancario. Da tali considerazioni è discesa una specifica interpretazione del requisito del piano di ristrutturazione del debito connesso a soggetti bancari.

Considerate le predette criticità e tenendo conto che la norma primaria fa un generico riferimento al salvataggio di una società in crisi, si è ritenuto opportuno modificare il citato art. 49, prevedendo una soluzione caratterizzata da una duplice possibilità di esenzione dall'obbligo di OPA:

1) laddove l'emittente versi in una situazione di crisi "oggettiva" specificamente individuata nella norma, l'esenzione sarà applicabile in presenza di un'operazione di "*ricapitalizzazione*" ovvero di un "*altro intervento di rafforzamento patrimoniale*"¹⁰;

2) per le altre situazioni di crisi che non rientrano nelle fattispecie individuate dalla norma, l'esenzione sarà applicabile qualora l'operazione abbia ricevuto, con il meccanismo del cd. *whitewash*, il voto favorevole della maggioranza dei soci "non interessati" (c.d. *independent shareholders*)¹¹ presenti in assemblea (qualora l'operazione richieda una delibera assembleare per un aumento di capitale) ovvero che si siano espressi mediante una dichiarazione contenuta su apposita scheda predisposta dall'acquirente (qualora l'operazione non sia oggetto di delibera assembleare).

Con tale soluzione si ritiene si possano perseguire contemporaneamente due finalità:

- da un lato, ampliare l'applicabilità dell'esenzione per operazioni di salvataggio di società in crisi

caratteristiche proprie di un piano di ristrutturazione del debito. Infatti, il concorso del differimento delle scadenze dei prestiti concessi, della riduzione dei tassi di interesse sia sulle somme già impiegate sia su quelle da erogare e della concessione di nuovi importi a titolo di finanziamento rappresenta, anche alla luce degli orientamenti espressi in passato dalla Commissione in casi analoghi, uno dei "modelli" in cui si estrinseca il piano di ristrutturazione del debito richiesto dall'art. 49 del Regolamento Emittenti".

¹⁰ Si tratta, in particolare, delle situazioni di crisi attestate dalla presenza delle seguenti circostanze:

- i. ammissione a una procedura concorsuale prevista dal R.D. 16 marzo 1942, n. 267 o da altre leggi speciali;
- ii. omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti stipulato con i debitori, ai sensi dell'articolo 182-bis del R.D. 16 marzo 1942, n. 267, reso noto al mercato;
- iii. esistenza di un piano di risanamento, reso noto al mercato, di cui all'articolo 67, comma 3, lettera d), del R.D. 16 marzo 1942, n. 267, limitatamente al caso in cui vi sia una ricapitalizzazione;
- iv. espressione, da parte del revisore legale, sull'ultimo bilancio dell'emittente di un giudizio negativo sul presupposto della continuità aziendale;
- v. rispondenza dell'intervento a richieste formulate da un'Autorità di vigilanza al fine di tutelare la sana e prudente gestione dell'impresa.

¹¹ Definiti come i soci 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.

eliminando alcune condizioni presenti nella vigente norma (in particolare (i) eliminando la condizione della presenza di un “*piano di ristrutturazione del debito*” possono essere esentati anche i piani di risanamento che prevedano interventi di tipo industriale non necessariamente collegati a rinegoziazioni dell’indebitamento; (ii) eliminando la condizione del superamento della soglia rilevante “*tramite sottoscrizione di un aumento di capitale*”, saranno esentabili anche le operazioni che, ad esempio, prevedano una ricapitalizzazione della quotata o, più in generale, interventi di rafforzamento patrimoniale successivi all’acquisto della partecipazione rilevante per la disciplina dell’OPA obbligatoria);

- dall’altro, con riguardo alle situazioni di crisi diverse da quelle più evidenti, rimettere agli stessi soggetti che dovrebbero rinunciare all’*exit*, la valutazione circa la convenienza di tale rinuncia rispetto all’ipotesi di salvataggio della società partecipata.

Si evidenzia, infine, che, in un ottica di semplificazione, è stata 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. Si evidenzia, al riguardo, 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, si ritengono 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 *disclosure* ai sensi dell’art. 114, comma 5, del TUF.

3. Superamento per operazioni di carattere temporaneo

3.1. Discipline estere

La **disciplina inglese** contenuta nel *City Code* prevede un’esenzione per i casi di superamento delle soglie dovute ad errori (“*inadvertent mistake*”). In tal caso normalmente il Panel non richiederà un’offerta se le azioni saranno cedute a terzi indipendenti in modo tale da ridurre la partecipazione al di sotto della soglia del 30% entro un limitato periodo di tempo (non determinato nella norma)¹².

L’**ordinamento francese** dispone che l’AMF possa autorizzare il superamento temporaneo della soglia di 1/3 del capitale o dei diritti di voto per non più del 3% e a condizione che ciò avvenga per un periodo non superiore a sei mesi¹³. Il soggetto o i soggetti che di concerto superano la soglia si devono impegnare in tale periodo a non esercitare il diritto di voto relativo alle azioni eccedenti¹⁴.

¹² In particolare, nel *Takeover Code*, *Note of Dispensation from Rule 9, n 4*, per i casi di “*Inadvertent mistake*” è previsto quanto segue: “*If, due to an inadvertent mistake, a person incurs an obligation to make an offer under this Rule, the Panel will not normally require an offer if sufficient interests in shares are disposed of within a limited period to persons unconnected with him, so that the percentage of shares carrying voting rights in which the person, together with persons acting in concert with him, is interested is reduced to below 30% in a manner satisfactory to the Panel.*”.

¹³ La disciplina previgente prevedeva un periodo di 18 mesi.

¹⁴ L’art. 234-4 del *Règlement Général de l’Autorité des Marchés Financiers* prevede: «*L’AMF peut autoriser, dans des conditions qui sont rendues publiques, le franchissement temporaire du seuil du tiers mentionné aux articles 234-*

Dall'esame delle **norme spagnole** non risulta una specifica esenzione per le operazioni di acquisto temporaneo.

In base all'**ordinamento tedesco** la *Bafin* può esentare dall'obbligo di OPA quando l'acquisizione del controllo della quotata non sia stata intenzionale, a condizione che la partecipazione sia ridotta senza indugio al di sotto della soglia rilevante del 30% dopo la trasmissione dell'istanza di esenzione all'Autorità¹⁵.

3.2. Disciplina vigente e proposte di modifica

L'art. 106, comma 5, lett. d), del TUF, prevede una deroga dall'obbligo di OPA qualora la soglia rilevante sia superata per operazioni di carattere temporaneo. La norma, che con il recepimento della Direttiva OPA non ha subito modifiche, è stata attuata con l'art. 49, comma 1, lett. e), che dispone l'esenzione dall'obbligo di OPA qualora *“la soglia del trenta per cento è superata per non più del tre per cento e l'acquirente si impegna a cedere le azioni in eccedenza entro dodici mesi e a non esercitare i relativi diritti di voto”*.

Inoltre nel comma 2, lett. c) è previsto che, qualora l'acquirente non osservi l'obbligo di alienazione, lo stesso sia tenuto a promuovere 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”*.

La norma regolamentare, atta a ricomprendere tutte quelle situazioni nelle quali il superamento della soglia - avvenuto, per esempio, per mero errore - sia caratterizzato dalla temporaneità della detenzione, individua:

- la sola soglia del 30% come soglia superata la quale può essere applicata l'esenzione da acquisto temporaneo (non si fa riferimento alle soglie da OPA da consolidamento)¹⁶;
- la misura massima del superamento, ossia il 3% [percentuale che, fino alle recenti modifiche del TUF e alle conseguenti modifiche del Regolamento Emittenti in materia

2 et 234-3 si le dépassement porte sur moins de 3 % du capital et des droits de vote et si sa durée n'excède pas six mois. La ou les personnes concernées s'engagent à ne pas exercer, pendant la période de reclassement des titres, les droits de vote correspondants.».

¹⁵ In particolare, la Section 9 della *“Ordinance relating to the contents of the offer document, the consideration payable in the case of takeover bids and mandatory offers and exemption from the obligation to publish and to make an offer”* della *Bafin* prevede che: *“The Supervisory Authority may, in particular, grant exemption from the duties referred to in section 8, sentence 1, where control of the target company has been acquired.....6. without it having been the intention of the offeror, provided that the holding is reduced to below the threshold of section 29 (2) of the Securities Acquisition and Takeover Act again without undue delay after the application is filed...”*.

¹⁶ La ragione sottesa alla scelta di limitare con riferimento alle operazioni di carattere temporaneo l'applicazione dell'esenzione dall'obbligo di Opa solo nell'ipotesi di superamento della soglia del 30% emerge dalla Comunicazione n. DEM/2045801 del 28-6-2002. In tale occasione la Consob ha puntualizzato che *“la ratio sottostante alla disposizione relativa agli acquisti temporanei, è ... volta a consentire un limitato margine di operatività sul titolo anche da parte di soggetti che siano al di sotto del limite di detta partecipazione del 30%”*. Diversamente da quanto accade per *“gli azionisti che si trovino in una posizione di possesso tra il 30% e il 50% [i quali; n.d.r.] hanno già la possibilità di operare sul titolo posseduto, ai sensi dell'art. 46 del regolamento. (...) [Infatti, n.d.r.] l'azionista che si trovi in una posizione rilevante ai fini dell'opa di consolidamento ha già una libertà di movimento che gli consente di operare liberamente, nell'ambito quantitativo/temporale del 3% nei 12 mesi, e non si ravvisano pertanto le ragioni per estendere tale facoltà operativa ad un ulteriore 3%”*.

di OPA da consolidamento, era stata ritenuta funzionale ad una ordinaria attività di *trading*”];

- il limite temporale (12 mesi) entro il quale la partecipazione *ultra limen* deve essere ceduta e durante il quale il relativo diritto di voto non può essere esercitato.

Di recente tale norma regolamentare, con la crisi dei mercati in atto, ha evidenziato alcune criticità. In particolare, si è riscontrato che nell’ambito di operazioni di ricapitalizzazione sono aumentate le possibilità che un soggetto aderente a consorzi di garanzia, considerate le difficoltà di raccogliere capitali dai titolari dei diritti di opzione o dal mercato, si trovi a superare soglie rilevanti per l’OPA¹⁷.

Al riguardo, con riferimento all’aumento di capitale di una società quotata, la Consob ha riconosciuto l’applicabilità dell’esenzione dall’obbligo di OPA “*per operazioni di carattere temporaneo*”, con delibera motivata ai sensi del comma 6 dell’art. 106 del TUF, anche nel caso di superamento della soglia del 30% con pacchetti superiori al 3% del capitale [a differenza di quanto previsto dal vigente art. 49, comma 1, lett. e) del RE], fermo l’impegno a vendere le azioni in eccedenza entro 12 mesi e a non esercitare i relativi diritti di voto.

Inoltre, l’esperienza applicativa ha evidenziato la sussistenza della *ratio* dell’esenzione per “*per operazioni di carattere temporaneo*”, anche con riferimento ad alcune operazione di superamento di soglie rilevanti per l’OPA da consolidamento non finalizzate al rafforzamento del controllo.

Ciò rappresentato, si è ritenuto di:

- modificare l’art. 49 prevedendo che l’esenzione da acquisto temporaneo sia applicabile anche in caso di superamento di soglie rilevanti per l’OPA da consolidamento oltre che in caso di superamento della soglia del 30%, limitando in tal caso l’applicazione dell’esenzione a superamenti entro l’1%. Pertanto chi si trova tra il 30% e il 50% potrà comprare nei dodici mesi un 5% con voto, come consentito dalla disciplina dell’OPA da consolidamento, e un 1% senza voto da rivendere nei dodici mesi;
- prevedere una specifica esenzione per acquisti temporanei da parte di soggetti abilitati aderenti a consorzi di garanzia o che prestino anche singolarmente garanzie nell’ambito di operazioni di aumento di capitale (ossia banche e imprese di investimento autorizzate al servizio di sottoscrizione e/o collocamento con assunzione di garanzia nei confronti dell’emittente previsto dall’art. 1, comma 5, lett. c), del TUF) senza individuare uno specifico limite quantitativo, a condizione che il diritto di voto connesso alle azioni eccedenti la soglia rilevante non sia esercitato e che tali azioni siano rivendute, anziché nei dodici mesi, entro 18 mesi dal superamento della soglia.

¹⁷ Al riguardo, occorre evidenziare che la Consob con alcune Comunicazioni (le Comunicazioni n. 45526 dell’8 giugno 2000, n. 1081336 del 26 ottobre 2001 e n. 2060863 dell’11 settembre 2002) ha reso noto che di per sè l’adesione a consorzi di garanzia non configura un patto parasociale rilevante ai sensi dell’art. 122 del TUF e, pertanto, le partecipazioni degli aderenti a tali consorzi non devono essere sommate ai fini delle valutazioni sul superamento delle soglie rilevanti per l’OPA obbligatoria.

4. Superamento per operazioni di fusione o di scissione

4.1. Discipline estere

La **disciplina inglese**, contenuta nel *Takeover Code*, non prevede espressamente un'esenzione dall'obbligo di OPA per le operazioni di fusione. E' comunque previsto che “normally” il *Panel* conceda un'esenzione nei casi in cui l'obbligo di OPA derivi da operazioni di emissione di nuove azioni o di strumenti finanziari convertibili preventivamente approvate dall'assemblea con il voto favorevole della maggioranza degli “*independent shareholders*” (c.d. “*whitewash*”).¹⁸ I dettagli dell'operazione devono essere resi noti prima dell'assemblea in un documento (“*circular*”) redatto dal soggetto - o dai soggetti che agiscono di concerto - interessato all'esenzione e tale documento deve essere sottoposto al preventivo esame del *Panel*. Di norma l'esenzione non verrà concessa qualora i soggetti interessati all'esenzione abbiano acquisito “*interest in shares*” della società *target* nei dodici mesi che precedono la pubblicazione del documento ma dopo che siano iniziate negoziazioni, discussioni o siano stati raggiunti accordi con gli amministratori della medesima società in relazione alla proposta di emissione di nuove azioni (c.d. “*disqualifying transactions*”). L'esenzione sarà inoltre revocata qualora tra la data di pubblicazione del *circular* e la data dell'assemblea vi siano acquisizioni di “*interests in shares*”.

Secondo l'**ordinamento francese** l'AMF può accordare una deroga dall'obbligo di OPA in caso di operazione di fusione o di conferimento di attivo sottoposta all'approvazione dell'assemblea. Tale deroga può essere concessa anche in presenza di un accordo tra azionisti che sia costitutivo di un'azione di concerto. L'AMF si pronuncia dopo aver esaminato, tra l'altro, la ripartizione del capitale e dei diritti di voto nonché le condizioni nelle quali l'operazione è stata o sarà oggetto dell'approvazione dell'assemblea¹⁹.

¹⁸ In particolare, nel *Takeover Code*, *Note of Dispensation from Rule 9, n 1*, sono disciplinati i casi di “*Vote of independent shareholders on the issue of new securities (“Whitewash”)*”. Tale disposizione prevede, tra l'altro, quanto segue: “*When the issue of new securities as consideration for an acquisition or a cash subscription would otherwise result in an obligation to make a general offer under this Rule, the Panel will normally waive the obligation if there is an independent vote at a shareholders' meeting. The requirement for a general offer will also be waived, provided there has been a vote of independent shareholders, in cases involving the underwriting of an issue of shares..... Notwithstanding the fact that the issue of new securities is made conditional upon the prior approval of a majority of the shareholders independent of the transaction at a general meeting of the company: (a) the Panel will not normally waive an obligation under this Rule if the person to whom the new securities are to be issued or any persons acting in concert with him have acquired any interest in shares in the company in the 12 months prior to the publication of the circular relating to the proposals but subsequent to negotiations, discussions or the reaching of understandings or agreements with the directors of the company in relation to the proposed issue of new securities; (b) a waiver will be invalidated if any acquisitions of interests in shares are made in the period between the publication of the circular and the shareholders' meeting. In exceptional circumstances, the Panel may consider waiving the requirement for a general offer where the approval of independent shareholders to the transfer of existing shares from one shareholder to another is obtained.*”. Per maggiori dettagli sulla procedura di *whitewash* cfr. “*Appendix 1 Whitewash Guidance Note*” del *Takeover Code*.

¹⁹ L'art. 234-9 del *Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers* prevede, tra l'altro che l'AMF possa accordare un'esenzione dall'obbligo di OPA in caso di: «3° *Opération de fusion ou d'apport d'actifs soumise à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires* ; 4° *Cumul d'une opération de fusion ou d'apport soumis à l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires et de la conclusion entre actionnaires des sociétés concernées par l'opération, d'un accord constitutif d'une action de concert*» Come già indicato l'AMF si pronuncia «*après avoir examiné les circonstances dans lesquelles le ou les seuils ont été ou seront franchis, la répartition du capital et des droits de vote et les conditions dans lesquelles, le cas échéant, l'opération a fait ou fera l'objet d'une approbation par l'assemblée générale des actionnaires de la société visée*» (cfr. art. 234-8).

La **disciplina spagnola** dispone che la Comisión Nacional del Mercado de Valores possa accordare un'esenzione dall'obbligo di OPA in caso di superamento della soglia rilevante (30%) conseguente ad una operazione di fusione a condizione che: i) gli azionisti che sarebbero tenuti a promuovere l'offerta non abbiano votato a favore della fusione nell'assemblea della società *target*; ii) possa sostenersi che l'operazione non ha come obiettivo principale quello dell'acquisizione del controllo invece che un obiettivo industriale o imprenditoriale²⁰.

Nella **normativa tedesca** non sono previste specifiche esenzioni per le ipotesi di superamento della soglia rilevante per l'obbligo di OPA (30%) in caso di operazioni di fusione.

4.2. Disciplina vigente e proposte di modifica

L'art. 106, comma 5, del TUF, che delega la Consob a individuare i casi in cui il superamento di soglie rilevanti non comporta obbligo di OPA "ove *sia determinato da operazioni di fusione o scissione*", non è stato modificato con il recepimento della Direttiva.

In attuazione di tale norma l'art. 49, comma 1, lett. f), del Regolamento Emittenti prevede che: *"L'acquisto non comporta l'obbligo di offerta previsto dall'articolo 106 del Testo unico se: [...] 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."*

Al riguardo, si rammenta che il testo dell'art. 49, prima della modifica intervenuta con delibera Consob n. 13086 del 18 aprile 2001, subordinava l'applicabilità dell'esenzione in parola alla verifica dell'unico requisito costituito dall'esistenza di *"esigenze di razionalizzazione o di sinergie industriali"*.

Poiché i predetti termini risultavano poco chiari e la norma non precisava che solo le fusioni e le scissioni che coinvolgevano direttamente la quotata - e che, quindi, richiedevano il voto dei soci della stessa - potevano avere l'esenzione²¹, la citata norma fu modificata nel 2001 con il testo attualmente vigente.

²⁰In particolare l'art. 8 (*"Supuestos excluidos de la oferta obligatoria cuando se alcanza el control"*) del Real Decreto n. 1066/2007 prevede: *"No será obligatoria la formulación de una oferta pública de adquisición en los supuestos siguientes:.....g) En caso de fusión, estarán exentos de la obligación de formular una oferta pública de adquisición los accionistas de las sociedades o entidades afectadas cuando, como consecuencia de la fusión, alcancen en la sociedad cotizada resultante, directa o indirectamente, el porcentaje de derechos de voto señalado en el artículo 4 y siempre que no hubiesen votado a favor de la fusión en la junta general correspondiente de la sociedad afectada y que pueda justificarse que la operación no tiene como objetivo principal la toma de control sino un objetivo industrial o empresarial."*

Corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores acordar, en un plazo no superior a quince días a contar desde la presentación de la correspondiente solicitud por el accionista, que no resulta exigible una oferta pública, una vez comprobado que se dan las circunstancias señaladas en el párrafo anterior."

²¹ In via interpretativa la Consob con Comunicazione n. 47878 del 16-6-2000 non aveva ritenuto applicabile l'esenzione da scissione in un'operazione in cui il cambiamento del controllo di una banca quotata non era derivato da una scissione che coinvolgeva direttamente la stessa quotata ma che avveniva in società poste a monte della catena di controllo. Si trattava, quindi, di un'operazione in cui gli azionisti della banca non erano in alcun modo coinvolti nella realizzazione dell'operazione e quindi né erano chiamati a deliberare su di essa né destinatari di documenti informativi sull'operazione.

In particolare, quali presupposti dell'esenzione in esame, sono stati espressamente indicati l'esistenza di una delibera di approvazione della fusione o scissione da parte dell'assemblea della società quotata nella quale è superata la soglia rilevante per l'OPA e che l'operazione sia approvata dall'assemblea sulla base di "effettive e motivate esigenze industriali".

Nella prassi applicativa sono risultate di difficile individuazione operazioni di fusione o scissione che non siano state motivate con esigenze industriali o meglio operazioni in cui fosse manifestamente evidente la mancanza delle predette esigenze. Motivazioni di tipo industriale sono state, infatti, utilizzate anche per integrazioni tra società aventi differenti oggetti sociali o differenti *business* e tra *holding* di partecipazioni e società operative. Tale esenzione, pertanto, è risultata di applicazione pressoché automatica.

Ciò considerato, tenendo conto anche della disciplina estera, si propone di modificare l'esenzione di cui trattasi, prevedendo, 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 della quotata in cui si verifica il superamento della soglia rilevante anche con il voto favorevole della maggioranza degli *independent shareholders*²² presenti in assemblea.

Al riguardo, si rammenta come la predetta proposta di subordinare l'applicazione dell'esenzione per fusioni o scissioni al voto favorevole della maggioranza degli azionisti non interessati sia già stata posta in consultazione nel 2001 e non sia stata poi adottata in seguito alla consultazione con il mercato. Le ragioni che hanno condotto la Consob a riproporre l'applicazione dei meccanismi di *whitewash* sono da ricercarsi innanzitutto nella convinzione che sulla rinuncia all'*exit* debbano, ove possibile, essere coinvolti coloro che ne sono potenzialmente danneggiati. Inoltre, come detto, l'esperienza applicativa ha messo in luce come soluzioni alternative, che subordinano l'esenzione al riscontro di predefiniti elementi oggettivi, non sempre siano di per sé efficaci nel discriminare le situazioni in cui la finalità dell'operazione giustifica il sacrificio delle minoranze da quelle in cui tale bilanciamento non è raggiunto.

5. Acquisti a titolo gratuito

5.1. Discipline estere

La **disciplina francese** prevede che l'AMF possa accordare un'esenzione dall'obbligo di OPA nel caso in cui vi sia un trasferimento a titolo gratuito tra persone fisiche ovvero in caso di "*distribution d'actifs*" da parte di una persona giuridica in proporzione ai diritti spettanti ai relativi soci (*cfr.* art. 234-9 del Regolamento dell'AMF²³).

Nell'**ordinamento tedesco** è previsto che i diritti di voto derivanti da azioni nella società *target*

²² Definiti come i soci 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.

²³ L'art. 234-9 du *Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers* prevede: "*Les cas dans lesquels l'AMF peut accorder une dérogation sont les suivants : 1° Transmission à titre gratuit entre personnes physiques, distribution d'actifs réalisée par une personne morale au prorata des droits des associés.*"

non siano considerati ai fini del calcolo della percentuale rilevante laddove essi siano stati acquistati a seguito di trasferimento *mortis causa* o di donazione tra coniugi, conviventi o parenti in linea diretta fino al terzo grado ovvero a seguito di divisione di beni in caso di divorzio o fine della convivenza di fatto (cfr. sezione 36 del *Securities Acquisition and Takeover Act* (*Wertpapierwerbs-und Übernahmelgesetz - WpÜG*)²⁴). La BaFin può, inoltre, concedere un'esenzione dall'obbligo di OPA nei casi in cui il controllo della *target* sia stato acquistato a seguito di trasferimento *mortis causa* o di donazione da parte di soggetti diversi da quelli indicati nella sezione 36 del WpÜG (cfr. Sezione 9 della “*Ordinance relating to the contents of the offer document, the consideration payable in the case of takeover bids and mandatory offers and exemption from the obligation to publish and to make an offer*” della BaFin)²⁵.

Infine, nell'**ordinamento inglese** è previsto che nei casi in cui un soggetto riceva a titolo gratuito azioni o “*interest in shares*” che comportino il superamento della soglia rilevante, lo stesso debba consultare il Panel (cfr. nota 12 alla Rule 9.1)²⁶

5.2. Disciplina vigente e proposte di modifica

L'art. 106, comma 5, lett. f), del TUF dispone l'esenzione dall'obbligo di OPA nei casi in cui il superamento della soglia sia determinato da “*acquisti a titolo gratuito*”.

La norma, di nuova introduzione, è stata inserita, come detto, a seguito dell'eliminazione del riferimento all'acquisto “*a titolo oneroso*”, operata nell'art. 106, comma 1, nuova versione, quale presupposto dell'obbligo di OPA.

La *ratio* della predetta esenzione è evidente: qualora non sia stato pagato alcun corrispettivo (in qualunque forma) per l'acquisto della partecipazione rilevante, non vi è ragione di imporre un'OPA rivolta agli azionisti di minoranza in quanto, pur in presenza di un mutamento del controllo, gli stessi non devono beneficiare di alcun premio di controllo.

Si ritiene di attuare la delega regolamentare nel senso più ampio possibile esentando sia i trasferimenti di azioni *mortis causa* sia ogni trasferimento per atto tra vivi in cui non sia stato pagato o pattuito alcun corrispettivo.

²⁴ La Sezione 36 del WpÜG prevede: “*Upon written application, the Supervisory Authority shall permit voting rights from shares in the target company to remain unconsidered when calculating the percentage of voting rights, if such shares were acquired by way of*

1. inheritance, division of estate or gratuitous dispositions among spouses, life partners or relatives in direct line and up to the third degree, or by way of division of assets in the event of the dissolution of a marriage or life partnership; [...]”.

²⁵La Sezione 9 della “*Ordinance relating to the contents of the offer document, the consideration payable in the case of takeover bids and mandatory offers and exemption from the obligation to publish and to make an offer*” dispone che “*The Supervisory Authority may, in particular, grant exemption from the duties referred to in section 8, sentence 1, where control of the target company has been acquired*

by way of inheritance or in connection with a division of estate, provided that the deceased and the offeror are not related within the meaning of section 36 no. 1 of the Securities Acquisition and Takeover Act;

by deed of gift, provided that the giver and the offeror are not related within the meaning of section 36 no. 1 of the Securities Acquisition and Takeover Act;”

²⁶ La nota 12 alla Rule 9.1 del Takeover Code “*If a person receives a gift of shares or an interest in shares which takes the aggregate number of shares carrying voting rights in which he is interested to 30% or more, he must consult the Panel.*