



REGOLAMENTO EMITTENTI

RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA 2004/25/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO E REVISIONE DELLA REGOLAMENTAZIONE IN MATERIA DI OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO E SCAMBIO

18 febbraio 2011

Le osservazioni al presente documento di consultazione dovranno pervenire entro il 4 marzo 2011 al seguente indirizzo:

C O N S O B
Divisione Studi Giuridici
Via G. B. Martini, n. 3
00198 ROMA

oppure *on line* per il tramite del **SIPE – Sistema integrato per l'esterno**

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

REGOLAMENTO EMITTENTI

RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA 2004/25/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO E REVISIONE DELLA REGOLAMENTAZIONE IN MATERIA DI OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO E SCAMBIO

Secondo Documento di Consultazione

I.	PREMESSA	3
II.	PRINCIPALI MODIFICHE RISPETTO ALLA PRIMA PROPOSTA DI REGOLAMENTAZIONE	6
III.	NUOVA PROPOSTA DI ARTICOLATO	15
IV.	QUESTIONARIO	41

ALLEGATI

ALLEGATO 1. Modifiche alla prima proposta di regolamentazione e commenti

ALLEGATO 2. Nuovo Allegato 2 del Regolamento Emittenti

I. PREMESSA

In data 6 ottobre 2010 la Consob ha pubblicato un Documento di consultazione contenente proposte di modifica del Regolamento Emittenti¹ per il recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio (di seguito, “Direttiva”) nonché per una più generale revisione della regolamentazione in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio.

Il termine per la presentazione delle osservazioni è stato fissato al 15 novembre 2010. In data 27 ottobre 2010 si è svolto presso la sede di Roma dell’Istituto un *public hearing* che ha offerto una prima occasione di confronto con il mercato sulla base della presentazione dell’impostazione generale e delle principali proposte regolamentari. Osservazioni scritte al documento di consultazione sono arrivate fino al mese di dicembre.

La partecipazione alla consultazione è stata ampia e rappresentativa dei diversi *stakeholder*, anche stranieri. Sono pervenute 28 risposte scritte, pubblicate sul sito internet dell’Istituto, provenienti da:

- Borsa Italiana;
- tutte le principali associazioni degli emittenti, degli intermediari e degli investitori istituzionali italiani (ABI, Assogestioni, Assonime, Assosim, Confindustria);
- alcuni tra i principali investitori istituzionali internazionali che hanno inviato una risposta congiunta (Hermes Equity Ownership Service, CalPERS, F&C, Local Authority Pension Fund Forum, Mn Services, Railpen);
- l’International Corporate Governance Network, cui aderiscono investitori istituzionali dei principali paesi che gestiscono complessivamente fondi pari a circa 10 mila miliardi di dollari;
- dodici tra i principali studi legali operanti in Italia (Studio legale associato Allen & Overy, Studio legale Carbonetti e associati, Studio legale associato Cernelutti, Studio legale associato Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP, Studio legale associato Clifford Chance, Studio legale associato Galbiati e Sacchi, Studio legale associato Ghidini e Girino, Studio legale associato Gianni, Origoni, Grippo & Partners, Studio legale Jones Day, Studio legale associato Legance, Studio legale Labruna Mazziotti Segni, Studio legale associato NCTM);
- sei persone fisiche (Dott. Salvatore Bragantini, Prof. Gianfranco D’Atri, Dott.ssa Stella D’Atri, Prof. Avv. Giuseppe Guizzi, Prof. Corrado Malberti, Sig. Marco Bava).

Le risposte hanno evidenziato un generale apprezzamento per le finalità e l’impostazione generale delle proposte che sono state ritenute adeguatamente sostenute da approfonditi confronti con la disciplina di altri ordinamenti e dall’analisi costi-benefici.

La principale critica, avanzata dai rappresentanti degli emittenti, ha riguardato un possibile squilibrio nella definizione delle principali innovazioni a favore della tutela degli azionisti di minoranza rispetto all’efficienza del mercato del controllo societario. In realtà le proposte che sono state oggetto di questo tipo di critica (in particolare la previsione dei meccanismi di *whitewash* per

¹ Regolamento approvato dalla Consob con delibera n. 11971 e successive modificazioni.

le esenzioni da fusione e salvataggio e le misure per ridurre la *pressure to tender*) incidono prevalentemente sui rapporti tra azionisti di maggioranza e di minoranza, a vantaggio dei secondi, senza ridurre l'efficienza del mercato del controllo, come confermato dalla limitazione delle misure per ridurre la *pressure to tender* alle sole offerte promosse dai soggetti interni alla società (azionisti di controllo o amministratori).

La linea di fondo adottata nel definire la nuova disciplina è stata, infatti, quella di evitare i fenomeni elusivi e di valorizzare la dialettica societaria rispetto ai poteri discrezionali della Consob. Questa impostazione, che si ritiene di confermare, deriva dalle peculiarità degli assetti proprietari e di controllo delle società italiane e dall'esperienza applicativa. Alla luce dello scarso numero di offerte effettuate negli ultimi anni (peraltro in massima parte amichevoli o finalizzate al *delisting*), tale impostazione mira a rafforzare la posizione degli azionisti di minoranza rispetto a quelli di controllo al fine di incrementare la fiducia nel mercato dei capitali, e quindi la sua attrattività sia nei confronti degli investitori, grazie alla riduzione dei rischi di espropriazione, che degli emittenti, grazie alla riduzione del costo del capitale.

In considerazione delle osservazioni ricevute, sono state apportate alcune modifiche alla proposta di regolamentazione finalizzate a:

- a) *chiarire e semplificare alcune disposizioni*, venendo incontro alle richieste del mercato di ridurre l'onerosità di adempimenti regolamentari ed allineare la disciplina italiana a quella dei principali Paesi europei. A questa finalità sono riconducibili: le modifiche che ampliano e meglio definiscono le ipotesi di inapplicabilità della disciplina per offerte aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi da titoli, la nuova proposta in tema di predisposizione delle garanzie, le semplificazioni in tema di determinazione del prezzo di *sell-out* e *squeeze-out* nonché, infine, le modifiche riguardanti contenuto del comunicato dell'emittente e parere degli amministratori indipendenti nelle offerte "interne";
- b) *perfezionare l'applicazione delle previsioni più innovative*, alla luce delle indicazioni e dei suggerimenti dei soggetti consultati. A tal fine è stata modificata la disciplina del computo degli strumenti finanziari derivati nella partecipazione rilevante per l'obbligo di OPA, è stato affinato il sistema di presunzioni relative di azioni di concerto e sono state alleggerite le disposizioni riguardanti la trasparenza in corso d'OPA e l'applicabilità della *best price rule*;
- c) *valorizzare l'autonomia di società e offerenti*, mantenendo adeguata la tutela degli investitori. In tale ambito, è stato introdotto un regime alternativo alla riapertura dei termini che affida la correzione della *pressure to tender* alla separazione tra adesione e *approvazione* dell'offerta, essendo solo quest'ultima rilevante ai fini dell'efficacia dell'OPA. Sono stati inoltre introdotti dei "correttivi" per l'applicazione dei meccanismi di *whitewash* nell'esenzione dall'obbligo di OPA conseguente a operazioni di fusione o scissione, consentendo alle società di determinare in via statutaria il *quorum*, entro la misura massima del 7,5%, necessario per l'efficacia del voto contrario delle minoranze.

Prima di procedere all'approvazione finale della nuova disciplina sulle OPA, la Consob ritiene utile aprire una nuova e più rapida fase di consultazione che verterà esclusivamente sulle principali modifiche apportate rispetto alla bozza già sottoposta al mercato. A tal fine, si raccomanda

vivamente di rispondere alla presente consultazione facendo uso del questionario incluso nella parte IV del Documento, integrato con le ulteriori informazioni e valutazioni ritenute utili.

In occasione dell'adozione delle modifiche regolamentari, a conclusione della fase di consultazione, sarà pubblicata una Relazione illustrativa sull'analisi d'impatto della regolamentazione e sugli esiti delle consultazioni.

Da ultimo, la Consob ritiene utile portare all'attenzione del mercato la propria intenzione di avviare, successivamente alla pubblicazione delle modifiche regolamentari, una nuova consultazione su una Comunicazione contenente gli orientamenti della Commissione sulle modalità applicative delle norme regolamentari in materia di OPA. In questo modo, sia in attuazione di un proposito della Commissione sia in risposta a un'esplicita richiesta del mercato, saranno raccolte in un corpo unitario le precedenti interpretazioni fornite con specifiche comunicazioni di risposta a quesiti, adeguandole al nuovo quadro normativo e regolamentare.

II. PRINCIPALI NOVITÀ RISPETTO ALLA PRIMA PROPOSTA DI REGOLAMENTAZIONE

Le innovazioni che sono state apportate a seguito delle osservazioni pervenute e degli ulteriori approfondimenti effettuati sono sinteticamente descritte di seguito. Si rinvia alla parte III del presente Documento per la nuova proposta di articolato e all'Allegato 1 per l'illustrazione delle modifiche apportate al testo sottoposto alla consultazione e delle relative motivazioni.

1. Casi di inapplicabilità della disciplina OPA per le offerte aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dai titoli e disciplina applicabile alle OPSc su titoli di debito (artt. 35-bis e 35-ter)

In relazione all'ambito di applicazione della disciplina in materia di offerte pubbliche di acquisto o di scambio (di seguito, complessivamente, OPAS), l'art. 35-bis detta, in attuazione della delega prevista dall'articolo dall'art. 101-bis, comma 3-bis, del TUF, una serie di esenzioni che comportano la disapplicazione di tutte le regole previste dal Titolo relativo alle OPAS: queste operano automaticamente, senza necessità di un'apposita istanza da parte dell'offerente. L'art. 35-ter, invece, stabilisce, in conformità all'articolo dall'art. 102, comma 4-bis, del TUF, le condizioni al ricorrere delle quali è possibile avvalersi della disciplina relativa alle offerte al pubblico di vendita e di sottoscrizione in luogo di quella relativa alle OPAS, cosicché l'offerente possa, presentando un'apposita istanza, ricorrere al prospetto di offerta, opportunamente integrato e senza dover chiedere l'approvazione di un nuovo documento, ovvero alle relative esenzioni ove applicabili.

Rispetto alla versione del Regolamento posta in consultazione, le modifiche apportate all'art. 35-bis sono dirette a rendere più coerente il quadro delle esenzioni disponibili. In particolare:

- i. è stato precisato che alcune tra le esenzioni previste si applicano alle sole operazioni di ristrutturazione di titoli di debito, promosse direttamente o indirettamente dagli emittenti dei titoli di debito stessi (art. 35-bis, comma 5);
- ii. le fattispecie previste sono state più compiutamente allineate con quelle, di analogia *ratio*, previste dal regime (italiano ed europeo) delle offerte al pubblico di vendita e sottoscrizione (art. 34-ter RE). Pertanto, le esenzioni sono state rese applicabili avendo riguardo anche ai titoli offerti in scambio (e non più limitate a quelli acquisiti dall'offerente: v. art. 35-bis, comma 5), includendovi anche le operazioni riservate ai titolari di strumenti finanziari per ammontare complessivo superiore alla soglia prevista dalla disciplina in materia di prospetti [art. 35-bis, comma 5, lett. b)]. Infine, l'esenzione relativa alle offerte rivolte ad investitori professionali è stata resa indipendente dalla natura del prodotto finanziario oggetto dell'offerta (art. 35-bis, comma, 4), ferma restando l'esclusione delle azioni da tale esenzione (in conformità a quanto previsto dall'art. 101-bis, comma 3-bis, del TUF);
- iii. le esenzioni previste per le offerte pubbliche di acquisto o scambio sono state estese alle operazioni compiute, sui propri titoli, dagli Stati membri dell'OCSE [art. 35-bis, comma 5, lett. a)];
- iv. l'esenzione prevista in caso di approvazione di piani di ristrutturazione del debito (c.d. *consent solicitation*) è stata meglio definita, al fine di chiarire che tale fattispecie riguarda le

sole ipotesi in cui la sollecitazione abbia ad oggetto l'espressione di un voto e non l'adesione a un'offerta pubblica di scambio, mentre è stato eliminato il requisito della predisposizione di una nota sintetica in lingua italiana e della messa a disposizione di apposita documentazione informativa (art. 35-*bis*, comma 3).

La semplificazione che consegue agli interventi ora riepilogati determina alcune conseguenze rilevanti. In primo luogo, essa rende più chiaro il quadro giuridico applicabile in presenza di circostanze in cui le esigenze di protezione degli investitori risultano ridotte, chiarendo tuttavia che alcune tra le esenzioni previste si applicano esclusivamente ad ipotesi riconducibili a ristrutturazioni del debito. In secondo luogo, essa allinea la disciplina italiana a quella della maggior parte dei Paesi europei, in cui le *consent solicitation* non sono in genere considerate offerte. In terzo luogo, il ricorso alle esenzioni elimina, in capo agli offerenti, anche esteri, oneri amministrativi che avevano determinato in passato l'esclusione degli investitori italiani da alcune *consent solicitation* od offerte pubbliche transfrontaliere.

Quanto all'articolo 35-*ter*, si è previsto che la possibilità di avvalersi del prospetto di offerta ai fini delle offerte pubbliche di scambio aventi ad oggetto titoli di debito si estenda anche alle ipotesi in cui il prospetto disponibile sia un prospetto di base o un prospetto di ammissione alle negoziazioni su un mercato regolamentato.

2. Comunicazione dell'offerta, garanzie e schemi-tipo del documento di offerta (artt. 37, 37-*bis* e Allegato 2A)

Si è proceduto a rivedere alcune disposizioni dell'art. 37 concernenti la prima comunicazione da inviare alla Consob e al mercato, con la quale si annuncia l'intenzione di promuovere un'offerta, nell'ottica di chiarirne e semplificarne il contenuto anche alla luce di talune osservazioni del mercato.

In materia di garanzie, nel testo regolamentare posto in consultazione, è stato previsto – al fine di recepire i principi della Direttiva e ispirandosi alle previsioni degli ordinamenti tedesco ed inglese – l'obbligo di acquisire sin dal momento iniziale del procedimento OPA una dichiarazione di un "soggetto abilitato" ai sensi dell'articolo 1, comma 1, lettera *r*), del TUF, attestante che l'offerente sia in grado di far fronte pienamente al pagamento del corrispettivo dell'offerta. Alcuni osservatori hanno evidenziato che la dichiarazione richiesta all'intermediario potrebbe comportare un incremento dei costi dell'operazione. Pertanto, sono state modificate le disposizioni regolamentari richiedendo una dichiarazione rilasciata dallo stesso offerente, in cui esso attesti di "essersi messo in condizione di poter far fronte pienamente ad ogni impegno di pagamento del corrispettivo in contanti" ovvero di "aver adottato tutte le misure ragionevoli per assicurare il soddisfacimento degli impegni relativi a corrispettivi di altra natura".

Infine, si è proceduto a modificare l'Allegato 2 e, in particolare, gli Schemi-tipo per il documento di offerta, sempre nell'ottica di chiarirne e semplificarne il contenuto (lo Schema 2, rinumerato Schema 1, per le OPA su titoli quotati posto in consultazione e lo Schema 1, rinumerato Schema 2, per OPA su titoli non quotati).

3. Comunicato dell'emittente e parere degli amministratori indipendenti (artt. 39 e 39-bis)

Nel testo regolamentare posto in consultazione è stato analiticamente disciplinato il contenuto minimo del comunicato dell'emittente (art. 39) ed è stata introdotta una nuova previsione che richiede agli amministratori indipendenti dell'emittente, nel caso di offerte promosse da soggetti c.d. *insider*, di esprimere un parere contenente le valutazioni sull'offerta e sull'adeguatezza del corrispettivo, da allegare al comunicato dell'emittente (art. 39-bis).

Ad esito della consultazione sono state apportate alcune modifiche marginali, che hanno riguardato il contenuto del comunicato dell'emittente (*cf.* art. 39, comma 1). Più precisamente, alcune richieste sono state circoscritte tenendo conto della disponibilità in capo all'emittente delle informazioni (e pertanto del loro costo di "produzione") e del loro effettivo valore segnaletico nei confronti degli investitori.

Con riferimento al parere degli amministratori indipendenti nelle offerte promosse da *insider*, la norma è stata modificata accogliendo la richiesta del mercato di evitare agli emittenti possibili duplicazioni di documenti (valutazione dell'emittente sull'offerta e parere separato degli indipendenti). La previsione dell'art. 39-bis, comma 2, è stata quindi affinata per chiarire che il parere degli amministratori indipendenti è preventivo e funzionale alla seduta del consiglio di amministrazione che valuta l'offerta e può dunque, in occasione di tale seduta, essere fatto proprio dal *board*. A tal fine, si è precisato che il parere degli indipendenti forma oggetto di comunicazione separata (in allegato al comunicato dell'emittente) ogni qualvolta esso non sia "*integralmente recepito*" dal consiglio di amministrazione. Viceversa, qualora il *board* faccia interamente proprie le valutazioni degli indipendenti, queste saranno contenute nel comunicato, ai sensi dell'art. 39, comma 1, lett. c).

4. Riapertura dei termini dell'offerta (art. 40-bis)

La previsione della riapertura dei termini è stata introdotta quale correttivo alla *pressure to tender* al fine di consentire ai piccoli investitori destinatari di un'offerta che reputano non congrua, di apportare i propri titoli nel corso di un secondo *round* che si apre al ricorrere del successo dell'OPA.

La principale critica mossa dal mercato alla nuova previsione ha riguardato il rischio che l'apertura, benché eventuale, di un secondo *round* incentivi l'inerzia degli investitori anche laddove favorevoli all'offerta. Questi ultimi, infatti, ritenendo la propria adesione ininfluenza per il successo dell'OPA, tenderebbero ad attendere il secondo *round*, pur consapevoli che la sua apertura avviene solo in caso di successo dell'offerta, per non incorrere in costi di transazione che sono irrecuperabili se l'offerta è destinata a fallire (es. indisponibilità dei titoli). Il mercato ha suggerito di considerare quale soluzione alternativa e di pari efficacia rispetto alla riapertura la previsione di un referendum con cui gli oblati esprimono la loro valutazione (positiva o negativa) sul merito dell'offerta separatamente dalla loro adesione, senza incorrere in costi di transazione connessi all'indisponibilità dei titoli.

Sebbene la fondatezza della critica sollevata dipenda fortemente dai presupposti di irrazionalità del comportamento degli oblati e di rilevanza dei costi di transazione a cui essi sarebbero esposti aderendo al primo *round*, è stata introdotta la previsione del referendum quale possibilità di *opt-out* dal regime della riapertura dei termini [art. 40-*bis*, comma 3, lett. *d*)]. Più precisamente, in tutte le offerte non obbligatorie l'offerente può scegliere di subordinare l'efficacia dell'offerta stessa all'approvazione degli oblati, che deve essere formulata compilando un'apposita sezione della scheda di adesione. La riapertura dei termini non si applicherebbe, quindi, alle offerte che abbiano ricevuto l'approvazione da parte della maggioranza degli investitori aderenti.

5. Trasparenza in corso d'OPA e best price rule (artt. 41 e 42, commi 2-4)

Il regime della trasparenza nei sei mesi successivi alla chiusura dell'offerta delle operazioni di compravendita effettuate sui prodotti finanziari oggetto dell'offerta (e sugli strumenti derivati, anche *cash settled*, aventi come sottostante tali prodotti) da offerente e persone che agiscono di concerto (art. 41, comma 7), è stato coordinato con le previsioni dell'art. 152-*octies* in materia di *internal dealing*. La comunicazione alla Consob degli acquisti effettuati nei sei mesi successivi alla chiusura dell'offerta non è dovuta laddove le medesime informazioni siano state comunicate nell'ambito della trasparenza sull'*internal dealing*, nei casi in cui l'offerente o le persone che agiscono di concerto rientrino nel novero dei "soggetti rilevanti" (definiti dall'art. 152-*sexies*, comma 2, lett. *c*).

Tra le norme di correttezza disciplinate dall'art. 42, è prevista la regola di adeguamento del prezzo d'offerta al più alto prezzo pagato dall'offerente (*best price rule*). Tale regola trova applicazione non solo nel periodo intercorrente tra la comunicazione dell'offerta e la chiusura della stessa, ma anche nei sei mesi successivi alla data ultima di pagamento. Con particolare riguardo all'applicazione della *best price rule* nei sei mesi successivi alla chiusura dell'offerta, accogliendo alcune delle richieste del mercato, sono stati previsti alcuni alleggerimenti nella disciplina dell'art. 42, commi 3 e 4. In particolare, è stata introdotta una soglia minima di rilevanza per gli acquisti effettuati nei sei mesi successivi – fissata nella misura dello 0,1% della categoria di prodotti finanziari oggetto dell'offerta – ed è stata elevata la soglia di tolleranza per gli acquisti compiuti, in tale periodo, nell'ambito della negoziazione per conto proprio (dallo 0.5% all'1%).

6. Offerte concorrenti (art. 42, comma 5, e art. 44)

Nella proposta regolamentare posta in consultazione è stata introdotta una previsione che, nell'intento di assicurare la parità informativa tra offerenti, impone all'emittente che fornisca informazioni a uno degli offerenti di comunicare le medesime informazioni agli altri. Nel corso della consultazione è stato osservato come la norma, pur apprezzabile per l'obiettivo di favorire efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario, possa essere utilizzata strumentalmente da *competitor* che, interessati all'acquisizione di informazioni sull'emittente, promuovano OPA a prezzi simbolici (anche alla luce del *venir meno*, con la modifica dell'art. 44, dell'obbligo di offrire un corrispettivo superiore a quello dell'offerta precedente). Accogliendo l'osservazione del mercato e in accordo con l'esperienza dei principali ordinamenti esteri, la norma è stata modificata

prevedendo che le informazioni fornite a un offerente dovranno essere fornite al concorrente “su richiesta” di quest’ultimo e solo se le richieste sono specifiche e circostanziate. Si ritiene che il rischio di offerte promosse al solo fine di richiedere in via generale informazioni, non note al mercato, che possano avvantaggiare dal punto di vista della concorrenza sia così limitato.

In ogni caso la Consob si attende che la promozione di un’offerta concorrente ad un prezzo più basso della precedente sia adeguatamente motivata dall’offerente e resta inteso che la promozione di un’offerta “strumentale”, ossia di un’offerta che fin dal momento della comunicazione al mercato non si intende portare a buon fine, potrebbe integrare un comportamento da valutare ai fini dell’integrità dei mercati.

7. Azioni proprie (art. 44-bis)

La norma regolamentare posta in consultazione disciplina, in attuazione di un’esplicita delega legislativa, la rilevanza delle azioni proprie ai fini del calcolo delle soglie dell’OPA obbligatoria. La disciplina proposta intende contemperare le due contrapposte esigenze di evitare che le azioni proprie possano essere utilizzate come strumento elusivo della disciplina dell’OPA obbligatoria, da un lato, e di consentire alle società di ricorrere al *buy-back* ove ciò sia nell’interesse di tutti i soci, dall’altro.

Nella norma sono disciplinati i due diversi casi di: (i) acquisto da parte del socio di una partecipazione in una società che già detenga azioni proprie e (ii) acquisto di azioni proprie da parte della società in presenza di soci che in virtù di tali acquisti possono superare le soglie previste dall’art. 106, commi 1 e 3, del TUF.

Con riferimento alla prima ipotesi, è stata mantenuta la previsione già sottoposta alla consultazione che prevede che le azioni proprie detenute dall’emittente siano escluse dal capitale sociale su cui si calcola la partecipazione rilevante per l’obbligo di OPA (art. 44-bis, comma 1).

Non si ritiene necessario approntare in proposito uno specifico sistema informativo sulle azioni proprie detenute dalla società e dalle controllate, dovendosi ritenere che la soglia potrà ritenersi superata soltanto tenendo conto del quantitativo di “azioni proprie” noto al mercato².

Con riferimento alla seconda ipotesi, in cui il superamento delle soglie derivi da un acquisto di azioni proprie da parte dell’emittente (e non da acquisti di azioni da parte del socio) la proposta sottoposta al mercato prevedeva, invece, due possibili formulazioni alternative (art. 44-bis, comma 2):

- i. 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

² Si noti, comunque, che l’Allegato 3F, Sezione 3 del RE già prevede che, nell’ambito delle comunicazioni delle operazioni mensili su azioni proprie, la società comunichi anche i saldi delle operazioni compiute nel mese precedente; è intendimento della Commissione rendere operativa tale disposizione - attualmente sospesa - con l’adozione di un provvedimento che fornisca le modalità e i tempi di adempimento dell’obbligo di comunicazione.

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% o quella dell'OPA da consolidamento;

- ii. 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 c.d. *whitewash*. In altre parole, le azioni proprie acquistate dalla società non rilevarebbero per l'eventuale superamento delle soglie laddove il relativo acquisto sia stato deliberato con l'approvazione da parte dei soci di minoranza.

Dalla consultazione non sono emerse indicazioni univoche su quale delle due ipotesi sia preferibile. In coerenza con la scelta di valorizzare la dialettica societaria, si ipotizza ora di optare per la seconda soluzione che fonda la determinazione della neutralità dei *buy-back* ai fini dell'OPA sul criterio oggettivo del voto favorevole degli *independent shareholders*.

Tale scelta ha il vantaggio di non vincolare l'acquisto di azioni proprie, che ha luogo spesso nell'interesse dei soci anche di minoranza, alla posizione del soggetto controllante, come avverrebbe invece qualora si adottasse la prima soluzione proposta nella precedente consultazione.

Peraltro, la Consob è consapevole che questa scelta può presentare, in combinazione con quella operata per il caso di acquisti da parte di soci, la controindicazione di agevolare l'uso "difensivo" delle azioni proprie. Infatti, mentre per un socio "entrante" le azioni proprie (detenute dalla società o dalle controllate) rilevarebbero sempre, solo il controllante potrebbe utilizzarle per rafforzare la propria posizione, facendole acquistare alla società, e contando sull'interesse dei soci di minoranza a votare a favore di operazioni di *buy-back* per beneficiare del loro effetto di "distribuzione di valore".

Qualora si ritenessero prevalenti tali considerazioni, la Consob potrebbe valutare soluzioni alternative che prevedano la rilevanza degli acquisti di azioni proprie per il soggetto controllante accompagnate però dall'estensione dell'esenzione, attualmente prevista solo per acquisti al servizio di piani di *stock option*, ad altre categorie di operazioni, peraltro non facilmente individuabili, che presuntivamente rispondano all'interesse della società.

Si richiede pertanto ai soggetti consultati di esprimersi specificamente su tale punto rispondendo alla domanda Q8 del questionario (parte IV).

8. Rilevanza degli strumenti finanziari derivati nel calcolo delle soglie (art. 44-ter)

Con riferimento alla scelta di includere gli strumenti finanziari derivati nella nozione di partecipazione rilevante ai fini dell'OPA obbligatoria, la principale critica pervenuta dal mercato ha riguardato l'opportunità di tale determinazione rispetto alla possibilità, già esperita in altri ordinamenti, di optare per un regime di trasparenza e un rafforzamento dell'*enforcement*. In

alternativa è stato chiesto di limitare almeno l'ambito di applicazione della norma alle situazioni che possono effettivamente influire sul controllo. A quest'ultimo riguardo si evidenzia che una distinzione *ex ante* dei casi che possono incidere o meno sul controllo appare tuttavia impraticabile.

Si è ritenuto pertanto di confermare la scelta di fondo, ovvero l'ampliamento della nozione di partecipazione rilevante ai fini dell'OPA obbligatoria, rafforzando contestualmente la complementarietà tra disciplina della trasparenza e disciplina dell'OPA obbligatoria. In particolare, appare opportuno, da un lato, avviare una consultazione su una disciplina di trasparenza al di sopra di soglie sufficientemente elevate, dall'altro, ampliare le esenzioni escludendo dal computo della partecipazione i derivati standardizzati negoziati su mercati regolamentati [art. 44-ter, comma 2, lettera a)] e quelli detenuti temporaneamente in virtù di un accordo che preveda la cessione dei medesimi entro 6 mesi [art. 49, comma 1, lettera e-bis)].

9. Azione di concerto (art. 44-quater)

La principale critica ha riguardato la presunzione di concerto concernente la presentazione di una lista volta a eleggere la maggioranza degli organi sociali, in quanto è stato evidenziato come tale presunzione non consente in concreto di fornire una prova contraria all'atto della presentazione della lista, operando a prescindere dalla effettiva nomina della maggioranza dei componenti.

Condividendo tale osservazione, si è ritenuto di eliminare tale presunzione fermo restando che tale fattispecie potrà costituire un indizio utile ai fini dell'accertamento di un'azione di concerto. Ciò anche alla luce della considerazione che il mantenimento della presunzione negativa di concerto per coloro che presentano una lista volta all'elezione della minoranza degli amministratori [cfr. comma 2, lettera b)] potrebbe indicare, *a contrario*, che l'attività di collaborazione per la presentazione di una lista volta all'elezione della maggioranza, pur non costituendo una presunzione relativa, rappresenta comunque indizio che, unitamente ad altri elementi potrà portare ad individuare un'azione di concerto.

Sono state inoltre apportate alcune modifiche alla presunzione di concerto relativa agli *advisor* [cfr. comma 1, lettera b)], al fine di chiarire che è esclusa dal perimetro del concerto l'attività di negoziazione per conto proprio effettuata secondo l'ordinaria operatività e a condizioni di mercato.

10. Casi di esenzione dall'obbligo di OPA [art. 49, comma 1, lett. b) e f)]

Le principali osservazioni critiche hanno riguardato la previsione che il superamento della soglia del 30% dovuto a operazioni di fusione o scissione e a operazioni di salvataggio di società in situazioni di crisi diverse da quelle di crisi conclamata sia esentato dall'obbligo di OPA se l'operazione è stata approvata dall'assemblea con il meccanismo del *whitewash*. Alcuni osservatori hanno rilevato che questa previsione attribuisce un potere eccessivo a minoranze azionarie anche non qualificate e hanno pertanto proposto l'eliminazione del *whitewash* o quanto meno l'inserimento di una soglia percentuale di partecipazione minima delle minoranze per renderlo efficace.

Si è ritenuto opportuno confermare la scelta di fondo che assegna un ruolo determinante al meccanismo del *whitewash* nelle due fattispecie individuate, in quanto si ritiene che gli azionisti di minoranza debbano avere il diritto di opporsi ad operazioni che comportino la rinuncia all'OPA e che questa scelta sia preferibile all'intervento, con inevitabili profili di discrezionalità, da parte della Consob. È stato comunque accolto il suggerimento di prevedere meccanismi "correttivi" per le operazioni di fusione o scissione. In questi casi le società possono introdurre per via statutaria una condizione di efficacia per il meccanismo del *whitewash* che eviti che minoranze inferiori a una determinata quota del capitale, comunque non superiore al 7,5%, possano impedire l'esenzione dall'obbligo di OPA [art. 49, comma 1-*bis*)]. La soglia del 7,5% appare adeguata a evitare comportamenti opportunistici da parte di minoranze che abbiano interessi concorrenti a quelli della società.

Viceversa, si è ritenuto di non introdurre un analogo correttivo per il voto degli *independent shareholder* nell'esenzione da salvataggio, in relazione alle fattispecie di crisi che esulano da quelle tipizzate nella proposta (*cf.* art. 49, comma 1, lett. *b*) n. 1 e 2). Infatti, in assenza di una "certificazione" di un soggetto terzo dell'esistenza della situazione di crisi, si è considerato come più rilevante il pericolo di strumentalizzazione dell'esenzione da parte di un potenziale acquirente rispetto al rischio di comportamenti opportunistici da parte degli azionisti di minoranza, il cui voto sulla rinuncia all'*exit* in situazioni di crisi non conclamata non dovrebbe essere sottoposto a condizioni.

Accogliendo un'osservazione del mercato, è stata inoltre introdotta una previsione (comma 1-*ter*) che, richiede un'informativa pre-assembleare dettagliata e completa circa l'operatività e gli effetti del meccanismo del *whitewash*; ciò al fine di rendere edotti gli azionisti dell'efficacia esimente dall'obbligo di OPA derivante dall'approvazione della delibera secondo le suddette modalità.

Con riferimento all'ipotesi di salvataggio, si è ritenuto di limitare ai soli casi in cui vi sia la sottoscrizione di un aumento di capitale l'esenzione prevista per la fattispecie di "crisi conclamata" attestata da un giudizio negativo del revisore sulla continuità aziendale, in analogia a quanto era stato previsto già dalla prima proposta regolamentare per il caso di piano di risanamento (*cf.* comma 1, lett. *b*), n. 2). Entrambi questi casi, infatti, delineano situazioni di crisi la cui attestazione è demandata a soggetti terzi privati, benché tenuti a specifici doveri; appare pertanto opportuno prevedere la maggiore tutela per gli azionisti rappresentata dall'intervento di ricapitalizzazione della società.

11. Sell-out e squeeze-out (artt. 50 e ss.)

Gli articoli 50 ss. disciplinano modalità e termini per l'adempimento dell'obbligo e del diritto di acquisto al superamento delle soglie rilevanti (artt. 108, 111 e 112, TUF). Le osservazioni ricevute durante la consultazione hanno riguardato soprattutto la determinazione del prezzo da corrispondere in seguito all'insorgenza dell'obbligo di acquisto ovvero in seguito alla conversione in contanti, su richiesta del portatore dei titoli oggetto di *sell-out*, del corrispettivo rappresentato in tutto o in parte da titoli. In linea generale, i criteri adottati per la definizione del prezzo sono stati condivisi dal mercato. Sono state tuttavia manifestate richieste di semplificazione e chiarimento della disciplina.

Al fine di ridurre la complessità della disciplina, il regime della valorizzazione dei titoli offerti in scambio è stato reso più lineare, sia per la quantificazione del corrispettivo dell'obbligo di acquisto, sia per la conversione di tale corrispettivo in contanti su richiesta degli oblati. Il criterio seguito a tale proposito è stato quello di adottare, quale riferimento, il valore dei titoli alla data del pagamento dell'offerta precedente in tutte le ipotesi in cui, per previsione di legge (art. 108, comma 3, TUF) o di regolamento (art. 50, comma 3, RE), il corrispettivo dell'obbligo di acquisto sia pari a quello di tale offerta precedente. È stata pertanto eliminata la previsione che, ai fini della conversione in contanti su richiesta del possessore, faceva riferimento alla media ponderata dei prezzi ufficiali dei titoli nel mese precedente la data di chiusura dell'offerta: ne è derivato un rafforzamento, in tali fattispecie, dell'uguaglianza tra il corrispettivo dell'offerta precedente e quello del *sell-out* (cfr. 50-*ter*).

Inoltre, in accoglimento di altre osservazioni, nella nuova proposta di articolato le previsioni in materia di calcolo del corrispettivo nel caso in cui l'offerta precedente fosse un'OPSc sono state ricollocate, al fine di chiarirne la portata, nell'art. 50 (comma 5). Le medesime previsioni sono state poi affinate al fine di evitare possibili lacune, in parte segnalate dai soggetti interessati (ad esempio, è stato disciplinato il caso in cui il prezzo dell'obbligo di acquisto sia uguale a quello dell'OPSc precedente in virtù di una disposizione della Consob, *cfr.* art 50, comma 3).

12. Regime transitorio

Al fine di consentire un graduale adeguamento alle nuove disposizioni concernenti le offerte pubbliche di acquisto e per tener conto delle richieste di chiarimento del mercato, è stato ipotizzato un regime transitorio che prevede:

- un periodo di *vacatio legis* dalla data di pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale delle nuove disposizioni regolamentari, fissandone la presumibile decorrenza il 1° maggio p.v.. Conseguentemente, le nuove disposizioni saranno applicabili a tutte le offerte per le quali la comunicazione alla Consob e al mercato ai sensi dell'art. 102, comma 1, del TUF, ovvero l'acquisto determinante il superamento della soglia rilevante ai fini del sorgere dell'obbligo di OPA, saranno effettuati successivamente a tale data;
- l'efficacia immediata di alcune disposizioni, a far data dal giorno successivo alla suddetta pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale, in ragione della delicatezza delle materie da essa disciplinate e dei relativi interessi sottesi. In particolare, si tratta delle disposizioni relative a: (i) definizioni e ambito di applicazione delle nuove disposizioni regolamentari (artt. 35 e 35-*bis*); (ii) disciplina delle offerte pubbliche di scambio finalizzate all'acquisizione di titoli di debito (art. 35-*ter*); (iii) disciplina delle esenzioni dall'obbligo di promozione di un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria (art. 49);
- limitatamente alla nuova fattispecie di esenzione in caso in caso di fusione o scissione, disciplinata dall'art. 49, comma 1, lett. *f*), l'applicazione delle disposizioni vigenti alla data della seduta dell'organo amministrativo che ha deliberato la convocazione dell'assemblea per l'approvazione della citata operazione straordinaria, al fine di dissipare ogni dubbio interpretativo circa l'applicazione del nuovo regime regolamentare.

III. NUOVA PROPOSTA DI ARTICOLATO

**TITOLO II
OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO O DI SCAMBIO**

**Capo I
Disposizioni generali**

Art. 35
(Definizioni)

1. Nel presente Titolo si intendono per:

- a) “giorni”: i giorni di negoziazione intesi come giorni di apertura dei mercati regolamentati situati od operanti sul territorio italiano secondo il calendario pubblicato dalla Consob sul proprio sito internet;
- b) “soggetti interessati”: l’offerente, l’emittente, i soggetti ad essi legati da rapporti di controllo, le società sottoposte a comune controllo, 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 oggetto di comunicazione ai sensi dell’articolo 122 del Testo unico nonché coloro che operano di concerto con l’offerente o l’emittente;
- 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;
- d) “offerente”: qualsiasi persona fisica o giuridica che promuove una offerta pubblica di acquisto o di scambio;
- 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;
- f) “amministratori indipendenti”, “consiglieri di gestione indipendenti”, “consiglieri di sorveglianza indipendenti”: i soggetti come definiti nell’articolo 3, comma 1, lettera h), del regolamento adottato dalla Consob con delibera del 12 marzo 2010, n. 17221;
- g) “posizione lunga”: una posizione finanziaria in cui il contraente ha un interesse economico positivamente correlato all’andamento del sottostante;
- h) “posizione corta”: una posizione finanziaria in cui il contraente ha un interesse economico negativamente correlato all’andamento del sottostante;
- 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;
- j) “gruppo”: il controllante, le società controllate e le società sottoposte a comune controllo;-
- k) “titoli”: gli strumenti finanziari indicati nell’articolo 101-bis, comma 2, del Testo unico;
- l) “titoli di debito”: i valori mobiliari indicati nell’articolo 1, comma 1-bis, lettera b), del Testo unico.

Art. 35-bis
(Ambito di applicazione)

1. Il presente Titolo si applica alle offerte pubbliche di acquisto o di scambio, come definite dall’articolo 1, comma 1, lettera v), del Testo unico, salvo quanto previsto dal presente articolo e dagli articoli 2, commi 3, 5 e 6, e 35-ter.

2. Alle offerte pubbliche aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari si applicano l'articolo 37 e le altre disposizioni del presente Capo che la Consob dichiara di volta in volta applicabili.

3. Le disposizioni del presente Titolo e quelle della Parte IV, Titolo II, Capo II, Sezione I, del Testo unico non si applicano ai casi in cui i titolari di prodotti finanziari sono chiamati ad approvare modifiche dei termini, condizioni o altre clausole dei relativi regolamenti o statuti, mediante concorso a una deliberazione o ad altra decisione che abbia il potere di vincolare anche i titolari assenti, astenuti o dissenzienti.

4. Le disposizioni del presente Titolo e quelle della Parte IV, Titolo II, Capo II, Sezione I, del Testo unico non si applicano alle offerte pubbliche di acquisto o di scambio aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dai titoli rivolte esclusivamente ad investitori qualificati, come definiti nell'articolo 34-*ter*, lettera *b*), del presente regolamento.

5. Le disposizioni del presente Titolo e quelle della Parte IV, Titolo II, Capo II, Sezione I, del Testo unico non si applicano alle offerte pubbliche di acquisto o di scambio volte ad acquisire titoli di debito, se promosse direttamente o indirettamente dall'emittente di tali titoli di debito, ove:

a) gli strumenti finanziari che l'offerente intende acquistare o, nel caso di offerta pubblica di scambio, offrire in scambio siano emessi da uno Stato membro dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) o da organismi internazionali a carattere pubblico di cui facciano parte uno o più Stati membri dell'OCSE o che beneficino della garanzia incondizionata e irrevocabile degli stessi;

b) gli strumenti finanziari, diversi da quelli indicati nel comma 7, che l'offerente intende acquistare o, nel caso di offerta pubblica di scambio, offrire in scambio abbiano un valore nominale complessivo per investitore e per ogni offerta separata, ovvero siano di valore nominale unitario, pari a quello indicato nell'articolo 34-*ter*, comma 1, lett. *d*) e, rispettivamente, lett. *e*);

c) gli strumenti finanziari che l'offerente intende acquistare o, nel caso di offerta pubblica di scambio, offrire in scambio siano strumenti del mercato monetario emessi da banche con una scadenza inferiore a 12 mesi.;

6. Le disposizioni del presente Titolo e quelle della Parte IV, Titolo II, Capo II, Sezione I, del Testo unico non si applicano alle offerte pubbliche di acquisto o di scambio promosse, direttamente o indirettamente, dalla Banca Centrale Europea o dalle banche centrali nazionali degli Stati membri dell'Unione Europea.

7. Le disposizioni del presente Titolo e quelle della Parte IV, Titolo II, Capo II, Sezione I, del Testo unico non si applicano alle offerte pubbliche di acquisto o di scambio, se promosse direttamente o indirettamente dall'emittente, volte ad acquisire o, nel caso di offerta pubblica di scambio, offrire in scambio:

a) quote di OICR aperti il cui ammontare minimo di sottoscrizione sia pari ad almeno 250.000 euro;

b) strumenti finanziari emessi da imprese di assicurazione che abbiano un premio minimo iniziale pari ad almeno 250.000 euro.

Art. 35-*ter*

(Offerte pubbliche di scambio finalizzate all'acquisizione di titoli di debito)

1. Nell'ipotesi prevista dall'articolo 102, comma 4-*bis*, del Testo unico, l'offerente inoltra alla

Consob una richiesta motivata in cui siano indicate le caratteristiche dell'operazione e le norme del presente Capo di cui si richiede la deroga.

2. Fermo quanto previsto dal comma 1, 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 di offerta o di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato, purché tale prospetto sia approvato, conformemente alla direttiva 2003/71/CE, dall'autorità competente dello Stato membro di origine. In tali casi, la bozza del prospetto trasmessa all'autorità competente è allegata alla richiesta motivata e la nota di sintesi è integrata almeno dalle seguenti informazioni:

- a) modalità e termini di adesione all'offerta in Italia;
- b) modalità di pagamento del corrispettivo e relativo trattamento fiscale;
- c) fattori di rischio che hanno rilevanza ai fini della decisione di adesione all'offerta;
- d) sussistenza di potenziali conflitti di interesse tra i soggetti coinvolti nell'operazione (offerente, soggetti incaricati della raccolta delle adesioni, consulenti, finanziatori);
- e) elementi essenziali relativi all'emissione degli strumenti finanziari offerti in scambio nonché al relativo rapporto di scambio.

3. Qualora l'offerente intenda utilizzare un prospetto di base, le informazioni integrative indicate nel comma 2 sono inserite in un documento separato, da allegare alla richiesta motivata.

4. L'offerente invia senza indugio alla Consob le bozze di prospetto modificate trasmesse all'autorità competente nel corso dell'istruttoria.

5. Al prospetto di cui ai commi 2 e 3 si applica il regime linguistico previsto dall'articolo 12, comma 3.

Art. 36

(Pubblicazione dei comunicati e dei documenti relativi all'offerta)

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 italiano, le informazioni devono essere trasmesse anche alla società di gestione del mercato. Qualora il comunicato debba essere diffuso durante lo svolgimento delle contrattazioni, la trasmissione alla Consob e alla società di gestione del mercato avviene almeno quindici minuti prima della diffusione al pubblico.

2. Nel caso in cui le informazioni contenute nel 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 italiano, si applicano, le modalità indicate nella Parte III, Titolo II, Capo I. Nel caso di offerente o emittente con strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato non italiano si applicano le modalità stabilite per tale mercato.

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 o).

4. Ai fini della pubblicazione sui rispettivi siti internet, l'emittente e l'offerente si trasmettono reciprocamente senza indugio i documenti indicati nel comma 1.

Art. 36-bis
(Pubblicazione dei provvedimenti Consob)

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.

Art. 36-ter
(Comunicazione della scelta dell'Autorità di vigilanza)

1. La decisione della società emittente relativa alla scelta dell'autorità competente a vigilare sull'offerta di cui 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.

Art. 37
(Comunicazione dell'offerta)

1. La comunicazione prevista dall'articolo 102, comma 1, del Testo unico, resa nota al mercato e all'emittente, indica:

- 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 controvalore complessivo dell'offerta;
- f) il confronto tra il corrispettivo offerto e l'andamento recente del titolo, ove ammesso alle negoziazioni in un mercato regolamentato;
- g) le motivazioni dell'offerta e, ove applicabile, l'evento da cui è sorto l'obbligo di promuovere un'offerta;
- 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;
- i) se e in quale misura l'offerta è finanziata mediante indebitamento;
- j) le condizioni alle quali l'offerta è subordinata;
- k) le partecipazioni, ivi inclusi gli strumenti finanziari derivati che conferiscono una posizione lunga nell'emittente medesimo detenute dall'offerente e dalle persone che agiscono di concerto;
- l) le comunicazioni o domande di autorizzazione richieste dalla normativa applicabile, fornendo indicazioni circa l'avvio dei relativi procedimenti dinanzi alle competenti autorità;
- m) ove applicabile, l'avvenuta presentazione alla Consob dell'istanza di cui all'articolo 104-ter, comma 3, del Testo unico ovvero l'intenzione di presentarla;
- n) ove applicabile, l'avvenuta presentazione alla Consob dell'istanza di cui all'articolo 106, comma 3, lettera c), del Testo unico, ovvero l'intenzione di presentarla;
- o) il sito internet per la pubblicazione dei comunicati e dei documenti relativi all'offerta.

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.

Art. 37-bis
(*Garanzie*)

1. L'offerente può effettuare la comunicazione prevista dall'articolo 37 solo dopo essersi messo in condizione di poter far fronte pienamente ad ogni impegno di pagamento del corrispettivo in contanti ovvero dopo aver adottato tutte le misure ragionevoli per assicurare il soddisfacimento degli impegni relativi a corrispettivi di altra natura.
2. Contestualmente alla comunicazione di cui all'articolo 37, l'offerente, unitamente ai propri recapiti e dati identificativi, invia alla Consob una dichiarazione attestante le modalità con cui ha adempiuto a quanto prescritto dal comma 1.
3. L'offerente, entro il giorno antecedente alla data prevista per la pubblicazione del documento di offerta, trasmette alla Consob:
 - 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.

Art. 37-ter
(*Promozione dell'offerta*)

1. L'offerente promuove l'offerta presentando alla Consob:
 - a) il documento d'offerta e l'eventuale scheda di adesione redatti, rispettivamente, secondo gli schemi in Allegato 2A e 2B;
 - b) un'attestazione circa l'avvenuta presentazione alle autorità competenti delle comunicazioni o domande di autorizzazioni richieste dalla normativa applicabile all'operazione.
2. I documenti indicati nel comma 1, lettera a), sono trasmessi anche in formato elettronico.
3. Dell'intervenuta promozione dell'offerta è data senza indugio notizia, mediante un comunicato reso noto al mercato e, contestualmente, all'emittente.

Art. 37-quater
(*Istanza per la determinazione dell'equivalenza*)

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 possono 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.
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.
3. La Consob delibera, con provvedimento motivato, entro venti 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.

Art. 38
(Documento d'offerta)

1. Il documento d'offerta, approvato dalla Consob e integrato secondo le eventuali richieste ai sensi dell'articolo 102, comma 4, del Testo unico, è trasmesso senza indugio alla Consob e all'emittente, anche in formato elettronico.
2. Il documento è inviato agli intermediari incaricati almeno in formato elettronico e diffuso ai sensi dell'articolo 36, comma 3. Della pubblicazione e delle modalità di diffusione del documento è data contestuale comunicazione mediante pubblicazione di un avviso su organi di stampa di adeguata diffusione.
3. I depositari informano i depositanti dell'esistenza dell'offerta in tempo utile per l'adesione.
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.
5. Ogni fatto nuovo o inesattezza del documento d'offerta che possa influire 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.

Art. 38-bis
(Riconoscimento in Italia del documento di offerta approvato dall'autorità di vigilanza di altri Stati membri della Unione europea)

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 dall'autorità del Stato membro di origine.
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.
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.
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 lingua italiana, contenente gli elementi indicati dall'articolo 37.

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.

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.

7. Alle traduzioni previste dal presente articolo si applica l'articolo 11, comma 1, lettera c), ultimo periodo.

Art. 38-ter

(Riconoscimento in Italia del documento di offerta approvato dall'autorità di vigilanza di Stati extracomunitari)

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:

- a) gli strumenti finanziari oggetto di offerta siano ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato del medesimo Stato extracomunitario ovvero l'emittente sia soggetto alla vigilanza a carattere continuativo della relativa autorità;
- 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.

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.

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).

4. I documenti in lingua italiana di cui 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.

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.

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.

7. Alle traduzioni previste dal presente articolo si applica l'articolo 11, comma 1, lettera c), ultimo periodo.

Art. 39

(Comunicato dell'emittente)

1. Il comunicato dell'emittente:

- 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;
- 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;
- c) contiene ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta e una valutazione motivata 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, 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;
- 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;
- e) fornisce informazioni sui fatti di rilievo non indicati nell'ultimo bilancio o nell'ultima situazione contabile infrannuale periodica pubblicata;
- f) fornisce informazioni sull'andamento recente e sulle prospettive dell'emittente, ove non riportate nel documento d'offerta;
- g) contiene, per le offerte su titoli diverse da quelle di cui all'articolo 101-bis, 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;
- h) ove sia prevista un'operazione di fusione che coinvolga l'emittente e uno dei soggetti indicati nell'articolo 39-bis, comma 1, lettere a) e b), e che comporti un incremento dell'indebitamento dell'emittente medesimo, 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;
- i) richiama, per le offerte indicate nella lettera g), le eventuali previsioni statutarie adottate ai sensi degli articoli 104 e 104-bis del Testo unico; rende note le delibere assembleari assunte ai sensi dell'articolo 104-ter del Testo unico, nonché l'eventuale decisione di convocare l'assemblea ai sensi dell'articolo 104 del Testo unico; ove questa decisione venga assunta dopo la pubblicazione del comunicato, essa è tempestivamente resa nota al mercato;
- l) per le offerte indicate nella lettera g), 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;
- m) fornisce informazioni aggiornate:
 - sul possesso, diretto o indiretto, di strumenti finanziari dell'emittente medesimo nonché sulla detenzione, diretta o indiretta, di posizioni lunghe su tali strumenti;
 - sul possesso, diretto o indiretto, di strumenti finanziari dell'emittente medesimo o di sue società

controllate e controllanti nonché sulla detenzione, diretta o indiretta, di posizioni lunghe su tali strumenti, da parte dei componenti dell'organo di amministrazione e del consiglio di sorveglianza;
n) 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.

1-*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.

2. Nel caso in cui l'offerta abbia ad oggetto obbligazioni o altri titoli di debito, il comunicato dell'emittente fornisce le informazioni previste dal comma 1, lettere a), b), c), d), e), ed f) e informazioni aggiornate sul possesso, diretto o indiretto, di strumenti finanziari oggetto dell'offerta nonché sulla detenzione, diretta o indiretta, di posizioni lunghe su tali strumenti finanziari da parte dell'emittente o dei componenti dell'organo di amministrazione e del consiglio di sorveglianza.

3. Il comunicato e gli allegati di cui al comma 6 sono trasmessi alla Consob almeno tre giorni prima della data prevista per la loro diffusione. Essi, integrati con le eventuali richieste della Consob, sono resi noti al mercato entro il primo giorno del periodo di adesione. La variazione delle informazioni comunicate ai sensi dei commi 1 e 2 forma oggetto di apposito comunicato di aggiornamento.

4. Fermo quanto previsto dall'articolo 101-*bis*, comma 3, del Testo unico, il comunicato relativo a offerte aventi a oggetti titoli è altresì reso noto contestualmente ai rappresentanti dei lavoratori o, in loro mancanza, ai lavoratori stessi.

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.

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.

7. Gli allegati di cui al comma 6, lettere a) e b), possono essere pubblicati sul sito internet indicato ai sensi dell'articolo 36 ovvero su altro sito indicato nel medesimo comunicato. Per gli emittenti ai quali si applica l'articolo 65-*bis*, si applica il comma 2 del medesimo articolo.

8. 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 12 marzo 2010, n. 17221, motivando tale scelta.

Art. 39-*bis*

(Parere degli amministratori indipendenti)

1. Il presente articolo si applica nel caso di:

a) offerte aventi ad oggetto titoli promosse, direttamente o indirettamente, da:

1. soggetti che detengono una partecipazione superiore alla soglia prevista dall'articolo 106, comma 1, del Testo unico;

2. aderenti a un patto parasociale che detengono una partecipazione complessiva superiore alla medesima soglia indicata al numero 1);
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.

b) offerte aventi ad oggetto quote di fondi comuni di investimento chiusi promosse, direttamente o indirettamente, da:

1. soggetti che detengono più del trenta per cento delle quote del fondo;
2. il soggetto o i soggetti che detengono, anche congiuntamente, il controllo ovvero esercitano una influenza notevole sulla SGR che gestisce il fondo;
3. amministratori o consiglieri di gestione o di sorveglianza della SGR che gestisce il fondo;
4. persone che agiscono di concerto con i soggetti indicati ai precedenti numeri 1, 2 e 3;

c) offerte concorrenti con quelle indicate alle precedenti lettere a) e b).

2. Prima dell'approvazione del comunicato dell'emittente, 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, ove non integralmente recepito dall'organo di amministrazione, e l'eventuale parere dell'esperto indipendente sono resi noti ai sensi dell'articolo 39, commi 3, 6, 7 e 8.

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 non siano parti correlate dell'offerente, ove presenti, ovvero da un comitato composto da consiglieri di sorveglianza indipendenti.

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.

Art. 40

(Svolgimento dell'offerta)

1. L'efficacia dell'offerta non può essere sottoposta a condizioni il cui verificarsi dipenda dalla mera volontà dell'offerente.

2. Salvo quanto previsto dall'articolo 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, con la Consob:

- 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;
- tra un minimo di quindici e un massimo di quaranta giorni per le altre offerte.

3. Per le offerte aventi ad oggetto obbligazioni e altri titoli di debito la durata minima è ridotta a cinque giorni.

4. 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. Previa motivata richiesta dell'offerente, la Consob può disporre, in caso di offerte svolte contestualmente in più Stati, un diverso periodo di adesione.

5. Il periodo di adesione non può avere inizio prima che siano trascorsi cinque giorni dalla pubblicazione del documento d'offerta, o, nel caso in cui tale documento comprenda già il comunicato dell'emittente, prima del giorno di pubblicazione.

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, il periodo di adesione stesso è prorogato in misura tale che dall'assemblea decorrano dieci giorni.

7. L'adesione all'offerta avviene presso l'offerente, gli intermediari incaricati e i depositari, tramite sottoscrizione della scheda di adesione.

8. 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.

Art. 40-bis

(Riapertura dei termini dell'offerta)

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:

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;

b) per le offerte diverse da quelle di cui alla lettera a):

1. di aver raggiunto una partecipazione superiore alla metà ovvero, qualora la partecipazione iniziale dell'offerente sia superiore alla metà e inferiore ai due terzi, ai due terzi del capitale sociale rappresentato da titoli; ovvero

2. di avere acquistato almeno la metà dei titoli di ciascuna categoria oggetto dell'offerta.

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:

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.

3. La riapertura dei termini non si applica:

a) qualora l'offerente, almeno cinque giorni prima della fine del periodo di adesione, renda noto al mercato il verificarsi delle circostanze indicate ai commi 1 e 2, lettere a) o b);

b) 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;

c) alle offerte aventi ad oggetto titoli promosse ai sensi dell'articolo 107 del Testo unico;

d) alle offerte previste dai comma 1 e 2, diverse da quelle promosse ai sensi dell'articolo 106, commi 1 e 3, del Testo unico, purché:

1. l'offerente abbia condizionato irrinunciabilmente l'efficacia dell'offerta all'approvazione da parte della maggioranza dei possessori di titoli o di quote del fondo che aderiscono all'offerta;
e
2. l'offerta riceva l'approvazione prevista nel punto 1, formulata su apposita sezione della scheda di adesione. L'adesione all'offerta equivale a dichiarazione di approvazione se non accompagnata da una contraria manifestazione espressa di volontà. L'approvazione è irrevocabile. E' possibile approvare più offerte concorrenti.

4. Nei casi di riapertura dei termini, il pagamento del corrispettivo è effettuato:

- a) 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;
- b) relativamente agli altri titoli o quote del fondo, non più tardi di dieci giorni successivi alla data indicata nella lettera a).

Art. 41

(Norme di trasparenza)

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.

2. Durante il periodo intercorrente fra la data della comunicazione prevista dall'articolo 102, comma 1, del Testo unico e la data ultima di pagamento del corrispettivo:

a) i soggetti interessati rendono note le dichiarazioni riguardanti l'offerta e/o l'emittente 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;

a-bis) l'offerente e coloro che agiscono di concerto con esso, qualora abbiano intenzione di cedere a terzi, anche indirettamente o per interposta persona, i prodotti finanziari oggetto dell'offerta, ne danno notizia alla Consob e al mercato entro la giornata precedente l'operazione. Non si considerano terzi gli appartenenti ai gruppi dell'offerente e di chi agisce di concerto con esso;

b) i soggetti interessati comunicano entro la giornata alla Consob e al mercato le operazioni da essi compiute, anche indirettamente o per interposta persona:

- 1) di acquisto e vendita dei prodotti finanziari oggetto d'offerta indicando i corrispettivi pattuiti;
- 2) aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati connessi ai prodotti oggetto di offerta, indicandone i termini essenziali;

c) l'offerente e i soggetti incaricati della raccolta delle adesioni diffondono almeno settimanalmente i dati sulle adesioni; nelle offerte su strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato la diffusione avviene giornalmente tramite la società di gestione del mercato.

3. Le sintesi del documento di offerta eventualmente diffuse devono comunque:

- a) riportare integralmente il paragrafo "avvertenze" del documento;
- b) fare rinvio, per ciascuna delle informazioni riportate, ai corrispondenti paragrafi del documento d'offerta nei quali le stesse sono illustrate in modo analitico;
- 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;
- d) indicare dove è possibile reperire il documento d'offerta e il comunicato dell'emittente.

4. Copia della sintesi è trasmessa alla Consob contestualmente alla sua diffusione.

5. 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 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.

6. 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.

7. Nei sei mesi successivi alla data ultima di pagamento del corrispettivo, 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*), numeri 1 e 2, che siano state effettuate nel mese di riferimento, indicandone i termini essenziali. L'informazione non è dovuta se tali operazioni sono comunicate ai sensi dell'articolo 152-*octies*.

Art. 42

(Norme di correttezza)

1. I 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.

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 di pagamento del corrispettivo, acquistano, direttamente, indirettamente o per interposta persona, i prodotti finanziari oggetto di offerta, ovvero assumono, direttamente, indirettamente o per interposta persona, posizioni lunghe aventi come sottostante tali prodotti, a prezzi superiori al corrispettivo dell'offerta, adeguano quest'ultimo a tale prezzo. Si applica l'articolo 44-*ter*, comma 7, in quanto compatibile.

3. Le previsioni contenute nel comma 2 si applicano anche agli acquisti, per un quantitativo complessivamente superiore allo 0,1 per cento della categoria dei prodotti finanziari oggetto dell'offerta, da parte 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.

4. Alle operazioni di compravendita effettuate a condizioni di mercato nell'ambito dell'attività di negoziazione per conto proprio non si applica:

- a) il comma 2 se sono compiute per un quantitativo complessivamente non superiore allo 0,5 per cento della categoria dei prodotti finanziari oggetto dell'offerta;
- b) il comma 3 se sono compiute per un quantitativo complessivamente non superiore all'1 per cento

della categoria dei prodotti finanziari oggetto dell'offerta.

5. In caso di offerte concorrenti, l'emittente che fornisce informazioni a uno degli offerenti, comunica tempestivamente le medesime informazioni agli altri offerenti che abbiano presentato richieste specifiche e circostanziate di accesso a tali informazioni. Resta fermo quanto previsto nell'articolo 41.

Art. 43

(Modifiche dell'offerta)

1. Le modifiche dell'offerta sono rese note mediante comunicato diffuso ai sensi dell'articolo 36 e sono ammesse fino al giorno antecedente alla 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.

2. Non è ammessa la riduzione del quantitativo richiesto.

3. Il presente articolo non si applica alle offerte concorrenti.

Art. 44

(Offerte concorrenti)

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.

2. I rilanci e le altre modifiche delle offerte sono resi noti mediante un comunicato diffuso ai sensi dell'articolo 36 contenente la natura e l'entità del rilancio o della modifica e l'avvenuto rilascio delle garanzie integrative. Per i rilanci non è ammessa la riduzione del quantitativo richiesto.

3. Fatta salva la facoltà di cui al comma 4, i rilanci e le altre modifiche sono effettuati entro il termine di cinque giorni dalla pubblicazione dell'offerta concorrente o di un precedente rilancio o modifica di altro offerente.

4. Nessun rilancio può essere effettuato oltre il quinto giorno anteriore alla chiusura del periodo di adesione dell'ultima offerta. Previa comunicazione alla Consob, in tale giorno tutti gli offerenti, ad eccezione di quelli per i quali sia già scaduto il termine previsto dal comma 3, possono effettuare un ulteriore rilancio; non sono ammesse altre modifiche dell'offerta.

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.

6. Si applica l'articolo 40, comma 6.

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, previa revoca dell'accettazione, i prodotti finanziari apportati alle altre offerte.

8. 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 offerte comunicate.

Capo II
Offerte pubbliche di acquisto obbligatorie

Art. 44-bis
(Regime delle azioni proprie)

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.
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 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.
3. Nei casi previsti dal comma 2, le relazioni sulle materie all'ordine del giorno previste dall'articolo 125-ter del Testo unico devono contenere contengono informazioni dettagliate circa l'efficacia esimente dall'obbligo di offerta derivante dall'approvazione della delibera secondo le modalità indicate dal presente articolo.
4. Ai fini del calcolo 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.
5. Le azioni proprie detenute dall'emittente, anche indirettamente, non sono escluse dal capitale sociale e sono sommate alla partecipazione rilevante ai fini del calcolo delle soglie previste dagli articoli 108 e 111 del Testo unico.

Art. 44-ter
(Strumenti finanziari derivati)

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.
2. Ai fini del comma 1 non si computano gli strumenti finanziari derivati che conferiscono una posizione lunga ove:
 - a) tali strumenti siano negoziati sui mercati regolamentati;

- b) tali strumenti abbiano come sottostante titoli di futura emissione;
- c) il superamento della soglia sia dovuto al computo di strumenti finanziari derivati oggetto di pattuizioni contenute in un accordo parasociale e finalizzate alla risoluzione di eventuali situazioni di stallo decisionale ovvero previste per i casi di inadempimento di clausole del patto;
- d) il superamento della soglia sia determinato da strumenti finanziari derivati 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.

3. Nel caso in cui per l'acquisto dei titoli sottostanti sia stata richiesta un'autorizzazione ai sensi di legge, la posizione lunga acquisita assume rilievo ai fini del superamento delle soglie indicate nel comma 1 quando l'autorizzazione è concessa.

4. 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 la medesima controparte e condizioni equivalenti.

5. 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, agli acquisti di strumenti finanziari che conferiscono posizioni lunghe sui titoli.

6. 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.

Art. 44-quater

(Persone che agiscono di concerto)

1. Si considerano persone che agiscono di concerto, salvo che provino che non ricorrono le condizioni previste dall'articolo 101-bis, comma 4, del Testo unico:

- a) un soggetto e il coniuge, il convivente, gli affini e i parenti in linea retta e in linea collaterale entro il secondo grado nonché i figli del coniuge e del convivente;
- b) un soggetto e i suoi consulenti finanziari per operazioni relative all'emittente, ove tali consulenti o società appartenenti al loro gruppo, dopo il conferimento dell'incarico o nel mese precedente, abbiano effettuato acquisti di titoli dell'emittente al di fuori dell'attività di negoziazione per conto proprio effettuata secondo l'ordinaria operatività e a condizioni di mercato.

2. I seguenti casi di cooperazione tra più soggetti non configurano di per sé un'azione di concerto ai sensi dell'articolo 101-bis, comma 4, del Testo unico:

- a) il coordinamento tra azionisti al fine di esercitare le azioni e i diritti loro attribuiti dagli articoli 2367, 2377, 2388, 2393-bis, 2395, 2396, 2408, 2409 e 2497 del codice civile ovvero dagli articoli 126-bis, 127-ter e 157 del Testo unico;
- b) gli accordi per la presentazione di liste per l'elezione degli organi sociali ai sensi degli articoli 147-ter e 148 del Testo unico, sempreché tali liste candidino un numero di soggetti inferiore alla metà dei componenti da eleggere ovvero siano programmaticamente preordinate all'elezione di rappresentanti della minoranza;
- c) la cooperazione tra azionisti per contrastare l'approvazione di una delibera di assemblea straordinaria o di una delibera di assemblea ordinaria avente ad oggetto:
 - 1) i compensi dei componenti degli organi sociali, le politiche di remunerazione o i piani di compensi basati su strumenti finanziari;

- 2) operazioni con parti correlate;
- 3) autorizzazioni ai sensi dell'articolo 2390 del codice civile o dell'articolo 104 del Testo unico.

d) la cooperazione tra azionisti per:

- 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 del codice civile o dell'articolo 126-*bis* del Testo unico;
- 2) far confluire voti su una lista che candidi un numero di soggetti inferiore alla metà dei componenti da eleggere o sia programmaticamente preordinata all'elezione di rappresentanti della minoranza, anche tramite la sollecitazione di deleghe di voto finalizzata alla votazione di tale lista.

Art. 45

(Acquisto indiretto)

1. L'acquisto, anche di concerto, di una partecipazione che consente di detenere più del trenta per cento dei titoli che attribuiscono 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 *a*), 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 diritti di voto sugli argomenti indicati nell'articolo 105 del Testo unico di una società quotata.

2. Si ha partecipazione indiretta, ai sensi del comma 1, quando il patrimonio della società di cui si detengono i titoli è costituito in prevalenza da partecipazioni in società quotate o in società che detengono in misura prevalente partecipazioni in società quotate.

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

- a*) il valore contabile delle partecipazioni rappresenta più di un terzo dell'attivo patrimoniale ed è superiore ad ogni altra immobilizzazione iscritta nel bilancio della società partecipante;
- b*) il valore attribuito alle partecipazioni rappresenta più di un terzo e costituisce la componente principale del prezzo di acquisto dei titoli della società partecipante.

4. Se il patrimonio della società indicata nel comma 2 è in prevalenza costituito da partecipazioni in una pluralità di società quotate, l'obbligo di offerta pubblica riguarda i titoli delle sole società il cui valore rappresenta almeno il trenta per cento del totale di dette partecipazioni.

Art. 46

(Consolidamento della partecipazione)

1. L'obbligo di offerta di cui all'articolo 106, comma 3, lettera *b*), del Testo unico consegue all'acquisto, anche indiretto ai sensi dell'articolo 45, di più del cinque per cento del capitale rappresentato da titoli che attribuiscono diritti di voto sugli argomenti indicati nell'articolo 105 del Testo unico per acquisti effettuati nei dodici mesi.

Art. 47

(Corrispettivo in strumenti finanziari)

...abrogato...

Art. 47-bis

(Procedimento per la riduzione del prezzo dell'offerta pubblica obbligatoria)

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.
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.
3. L'istanza, a pena di improcedibilità, indica:
 - a) il ricorrere di una delle circostanze di cui all'articolo 106, comma 3, lettera c), del Testo unico;
 - b) i fatti posti a fondamento della istanza stessa;
 - c) gli effetti, ove noti, sul prezzo dell'offerta.
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.

Art. 47-ter

(Riduzione del prezzo in caso di eventi eccezionali)

1. Il prezzo dell'offerta è rettificato in diminuzione dalla Consob, ai sensi dell'articolo 106, comma 3, lettera c), numero 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.
2. Il prezzo dell'offerta rettificato in diminuzione 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 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.
3. In presenza di titoli negoziati su diversi mercati regolamentati, saranno considerati i prezzi rilevati sul mercato caratterizzato da maggiori volumi di scambio.

Art. 47-quater

(Riduzione del prezzo in caso di manipolazione)

1. Il prezzo dell'offerta è rettificato in diminuzione dalla Consob, ai sensi dell'articolo 106, comma 3, lettera c), numero 1), prima parte, del Testo unico, ove vi sia il fondato sospetto di manipolazione che abbia comportato un temporaneo rialzo dei prezzi di mercato, determinando il prezzo più elevato pagato dall'offerente per acquisti di titoli della medesima categoria.
2. Ai fini del presente articolo, vi è fondato sospetto in caso di:
 - a) trasmissione al pubblico ministero della relazione motivata di cui all'articolo 187-decies, comma 2, del Testo unico;
 - b) adozione di uno dei provvedimenti di natura cautelare indicati all'articolo 187-octies, del Testo unico;
 - c) contestazione degli addebiti per la violazione dell'articolo 187-ter del Testo unico;
 - d) esercizio dell'azione penale ai sensi dell'articolo 405 c.p.p.;
 - e) disposizione di una misura cautelare nei confronti della persona sottoposta alle indagini o dell'imputato.
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 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.
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.

Art. 47-quinquies

(Riduzione del prezzo in caso di particolari operazioni di compravendita)

1. Il prezzo dell'offerta è rettificato in diminuzione dalla Consob, ai sensi dell'articolo 106, comma 3, lettera c), numero 2, del Testo unico, ove il prezzo più elevato pagato dall'offerente o dalle persone che agiscono di concerto con il medesimo è il prezzo di operazioni di compravendita:
 - a) 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;
 - b) che hanno beneficiato delle esenzioni di cui all'articolo 49, comma 1, lettere b), e f) e che avrebbero potuto beneficiare dell'esenzione di cui all'articolo 49, comma 1, lettera b), numero 1.
2. Il prezzo dell'offerta rettificato in diminuzione dalla Consob non tiene conto del prezzo delle operazioni di compravendita di cui al comma 1, lettere a) e b).

Art. 47-sexies

(Procedimento per l'aumento del prezzo dell'offerta pubblica obbligatoria)

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.

2. L'istanza di cui al comma 1 è presentata alla Consob entro i dieci giorni successivi alla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1, del Testo unico.

3. L'istanza, a pena di improcedibilità, indica:

- a) il ricorrere di una delle circostanze di cui all'articolo 106, comma 3, lettera d), del Testo unico;
- b) i fatti posti a fondamento della istanza stessa;
- c) gli effetti, ove noti, sul prezzo dell'offerta.

4. La Consob comunica all'offerente l'avvio d'ufficio del procedimento o l'avvenuta presentazione dell'istanza.

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.

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 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.

Art. 47-septies

(Aumento del prezzo in caso di pattuizioni per l'acquisto di titoli)

1. Il prezzo dell'offerta è rettificato in aumento dalla Consob, ai sensi dell'articolo 106, comma 3, lettera d), numero 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.

Art. 47-octies

(Aumento del prezzo in caso di collusione)

1. Il prezzo dell'offerta è rettificato in aumento dalla Consob, ai sensi dell'articolo 106, comma 3, lettera d), numero 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.

Art. 47-novies

(Aumento del prezzo in caso di manipolazione)

1. Il prezzo dell'offerta è rettificato in aumento dalla Consob, ai sensi dell'articolo 106, comma 3, lettera d), numero 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.

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.

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.

4. Si applica l'articolo 47-ter, comma 2.

Art. 48

(Modalità di approvazione dell'offerta preventiva parziale)

1. L'approvazione dell'offerta prevista dall'articolo 107 del Testo unico è 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.

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.

3. L'approvazione è irrevocabile. E' possibile approvare più offerte concorrenti.

Art. 49

(Esenzioni)

1. L'acquisto non comporta l'obbligo di offerta previsto dall'articolo 106 del Testo unico se:

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

b) è compiuto in presenza di:

1) una ricapitalizzazione della società quotata ovvero altro intervento di rafforzamento patrimoniale e la società versa in una situazione di crisi attestata da:

- (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) rispondenza dell'intervento a richieste formulate da un'Autorità di vigilanza al fine di tutelare la sana e prudente gestione dell'impresa;

2) una ricapitalizzazione della società quotata e la società versa in una situazione di crisi attestata da:

- (i) 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;
- (ii) espressione, da parte del revisore legale, sull'ultimo bilancio dell'emittente di un giudizio negativo sul presupposto della continuità aziendale.

3) una situazione di crisi, non riconducibile a una delle situazioni descritte ai numeri 1) e 2) della presente lettera, purché:

- (i) qualora l'operazione sia di competenza dell'assemblea anche ai sensi dell'articolo 2364, comma 1, numero 5, del codice civile, la relativa delibera, fermo quanto previsto dagli articoli 2368, 2369 e 2373 del codice civile, sia approvata, senza il voto contrario 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;
- (ii) qualora l'operazione non sia oggetto di delibera assembleare, essa sia approvata con il voto favorevole della maggioranza dei soci, diversi dai soggetti indicati al precedente punto 2. i), che si siano espressi mediante una dichiarazione contenuta su apposita scheda predisposta e messa a disposizione dalla società. Tale scheda di voto è trasmessa all'acquirente, per il tramite del depositario dei titoli che ne attesta la titolarità, entro la data e all'indirizzo indicati dall'acquirente;

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

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

e) 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 i titoli in eccedenza entro dodici mesi e a non esercitare i relativi diritti di voto. Qualora a superare la soglia sia un soggetto abilitato al servizio di investimento previsto dall'articolo 1, comma 5, lettera c), del Testo unico che assume garanzia nell'ambito di un aumento di capitale ovvero di un'operazione di collocamento titoli, non si applicano i suddetti limiti e il termine per la cessione delle azioni in eccedenza è pari a diciotto mesi, fermo l'impegno a non esercitare i relativi diritti di voto;

e-bis) le soglie previste dall'articolo 106, commi 1 e 3, lettera b), del Testo unico sono superate per effetto dell'acquisto di strumenti finanziari derivati e l'acquirente si impegna a cedere a parti non correlate i derivati o i titoli in eccedenza entro sei mesi e a non esercitare nel medesimo periodo diritti di voto in misura superiore alla soglia superata;

f) è conseguente ad operazioni di fusione o scissione approvate con delibera assembleare della società i cui titoli dovrebbero altrimenti essere oggetto di offerta e, fermo quanto previsto dagli articoli 2368, 2369 e 2373 del codice civile, senza il voto contrario 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 di concerto tra loro, la partecipazione di maggioranza anche relativa.

g) è conseguente a successioni o ad atti tra vivi a titolo gratuito.

1-bis. Gli statuti possono prevedere che, ai fini del comma 1, lettera f), la maggioranza di soci contrari ivi indicata precluda l'esenzione solo ove rappresenti almeno una determinata quota del capitale sociale con diritto di voto, comunque non superiore al 7,5 per cento.

1-ter. Nei casi previsti dal comma 1, lettere *b*), numero 3), ed *f*), le relazioni sulle materie all'ordine del giorno previste dall'articolo 125-ter del Testo unico devono contenere informazioni dettagliate circa l'efficacia esimente dall'obbligo di offerta derivante dall'approvazione dell'operazione secondo le modalità indicate dal presente articolo ovvero dal mancato raggiungimento della soglia minima prevista dallo statuto ai sensi del comma 1-bis. Nel caso indicato dal comma 1, lettera *b*), n. 3), *ii*), le medesime informazioni sono fornite dall'organo amministrativo della società e sono messe a disposizione unitamente alla scheda per la votazione e pubblicate sul sito internet della società.

2. L'acquirente:

a) nel caso previsto dal comma 1, lettera *a*), comunica, senza indugio, alla Consob e al mercato l'inesistenza di accordi o programmi comuni con gli altri soci ivi indicati;

b) nei casi previsti dalle lettere *e*) ed *e-bis*), comunica al mercato l'intenzione di avvalersi dell'esenzione e l'impegno a non esercitare il diritto di voto e a cedere i titoli in eccedenza entro i termini previsti. Se non osserva l'obbligo di alienazione, promuove l'offerta al prezzo più alto risultante dall'applicazione dell'articolo 106, comma 2, del Testo unico ai dodici mesi precedenti e successivi all'acquisto.

Art. 50

(Obbligo di acquisto)

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.

1-bis. Non costituisce ripristino del flottante la vendita di titoli con contestuale acquisto di strumenti finanziari che conferiscono posizioni lunghe sui medesimi titoli.

2. Con riguardo agli obblighi previsti dall'articolo 108, comma 2, del Testo Unico, la società di gestione del mercato:

a) segnala alla Consob le società per le quali, in applicazione dei criteri generali predeterminati dalla stessa, può essere adottata una soglia superiore al novanta per cento, tenuto conto della necessità di assicurare un regolare andamento delle negoziazioni;

b) dà notizia dell'avvenuto ripristino del flottante.

3. Salvo quanto previsto dall'articolo 108, comma 3, del Testo Unico, se l'obbligo di acquisto sorge a seguito di un'offerta pubblica volontaria, la Consob determina il corrispettivo in misura pari a quello di tale offerta, qualora si tratti di:

a) un'offerta pubblica promossa ai sensi dell'articolo 107 del Testo unico o dell'articolo 40-bis, comma 3, lettera *d*);

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, in entrambi i casi, ad essa sia stato conferito nella prima fase di durata dell'offerta almeno il cinquanta per cento dei titoli che ne costituivano oggetto.

4. Negli altri casi in cui l'obbligo di acquisto sia sorto a seguito di un'offerta pubblica, la Consob determina il corrispettivo dell'obbligo di acquisto tenendo conto:

a) del corrispettivo dell'offerta precedente, anche alla luce della percentuale di adesioni;

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;

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;

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.

5. Nel caso in cui la precedente offerta prevedesse un corrispettivo rappresentato in tutto o in parte da titoli, il valore di tale corrispettivo ai fini dei commi 3 e 4 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 fossero quotati, ai medesimi fini si applica la valutazione indicata dall'offerente in occasione della precedente offerta.

6. Nel caso in cui l'obbligo di acquisto non sia sorto a seguito di un'offerta pubblica, il corrispettivo è stabilito dalla Consob sulla base del maggiore tra:

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;

ii) il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi sei mesi prima del sorgere dell'obbligo di acquisto.

7. Qualora non siano disponibili almeno due degli elementi indicati nel comma 5 ovvero non sia disponibile anche uno solo degli elementi indicati nel comma 6, il prezzo è determinato anche sulla base del patrimonio netto rettificato a valore corrente e dell'andamento e prospettive reddituali dell'emittente.

8. Ai fini della determinazione del corrispettivo ai sensi dei commi precedenti:

a) la percentuale di adesioni all'offerta viene determinata:

- sottraendo, sia dal numero di titoli oggetto di offerta sia dal numero di titoli apportati alla stessa, i titoli apportati da parti correlate dell'offerente nel periodo intercorrente fra la data di annuncio dell'offerta e quella di conclusione della stessa;

- 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;

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.

9. Il soggetto tenuto all'adempimento dell'obbligo di acquisto trasmette alla Consob, entro dieci giorni lavorativi dal sorgere dell'obbligo:

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 8;

ii) nei casi previsti dal comma 5, ove esistenti, i rapporti valutativi di cui alla lettera *c)*;

iii) nei casi previsti dai commi 4 e 6, un riepilogo delle operazioni effettuate negli ultimi dodici mesi prima del sorgere dell'obbligo di acquisto;

iv) nei casi previsti dal comma 7, 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.

10. La Consob provvede alla determinazione del corrispettivo con propria delibera entro 30 giorni lavorativi dalla ricezione degli elementi indicati nel comma 9; nel caso in cui gli elementi forniti siano incompleti ovvero siano necessarie delle integrazioni, tale termine è sospeso fino alla data in cui pervengono alla Consob gli elementi mancanti o quelli integrativi.

Art. 50-bis

(Determinazione del corrispettivo costituito in tutto o in parte da titoli)

1. Le disposizioni del presente articolo si applicano alla determinazione del corrispettivo ai sensi dell'articolo 108, comma 4, del Testo unico, nell'ipotesi in cui il corrispettivo stesso sia costituito in tutto o in parte da titoli in applicazione dell'articolo 108, comma 5, del Testo unico.

2. Nei casi previsti dall'articolo 50, commi 3 e 5, il corrispettivo assume la stessa forma di quello dell'offerta e resta invariata la proporzione fra titoli e contanti.

3. Nei casi previsti dall'articolo 50, commi 4 e 5, il corrispettivo assume la stessa forma di quello dell'offerta e la proporzione fra titoli e contanti è stabilita, a partire dal valore determinato in termini monetari ai sensi dell'articolo 50, 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 medesimi fini si applica la valutazione indicata dall'offerente in occasione della precedente offerta.

Art. 50-ter

(Conversione in contanti del corrispettivo su richiesta del possessore dei titoli)

1. L'entità del corrispettivo da corrispondere in contanti su richiesta del possessore dei titoli ai sensi dell'articolo 108, comma 5, del Testo unico è determinata:

a) nell'ipotesi in cui il corrispettivo sia pari a quello della precedente offerta ai sensi dell'articolo 108, comma 3, del Testo unico o dell'articolo 50-bis, comma 2, valorizzando i titoli offerti in scambio sulla base del prezzo ufficiale rilevato alla data di pagamento della precedente offerta. Nel caso in cui i titoli offerti in scambio non fossero quotati, ai medesimi fini si applica la valutazione indicata dall'offerente in occasione della precedente offerta;

b) in caso di determinazione da parte della Consob ai sensi dell'articolo 50-bis, comma 3, in misura pari alla valutazione in termini monetari effettuata dalla Consob.

Art. 50-quater

(Corrispettivo per l'esercizio del diritto di acquisto)

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, 50-bis e 50-ter.

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.

Art. 50-quinquies

(Termini e procedura dell'obbligo e del diritto di acquisto)

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.
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.
3. Qualora, successivamente alla data ultima di pagamento del corrispettivo, si verificano fatti nuovi o emergano elementi non noti al mercato idonei ad 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.
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.
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:
 - a) gli esiti dell'adempimento dell'obbligo di acquisto;
 - b) la partecipazione complessivamente detenuta nel capitale dell'emittente;
 - 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;
 - d) le ulteriori informazioni disponibili in merito alla revoca dei titoli dalla quotazione.
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.
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.

IV. QUESTIONARIO

- Q1)** Concordate con le modifiche di ampliamento e chiarimento dei casi di inapplicabilità della disciplina OPA per le offerte aventi ad oggetto strumenti finanziari diversi dai titoli (art. 35-*bis*)?
- Q2)** Concordate con le modifiche all'Allegato 2 e, in particolare, agli Schemi-tipo per il documento d'offerta?
- Q3)** Condividete la modifica del regime di costituzione delle garanzie secondo la quale a rilasciare la dichiarazione attestante che l'offerente si è messo in condizione di far fronte agli impegni di pagamento del corrispettivo dell'offerta contestualmente al suo annuncio sia l'offerente medesimo e non un soggetto abilitato (art. 37-*bis*)?
- Q4)** Concordate con la modifica alla previsione del parere degli amministratori indipendenti, nel caso di offerte promosse da soggetti *insider*, volta a coordinare tale parere con la valutazione dell'offerta svolta dall'organo di amministrazione dell'emittente (art. 39-*bis*)?
- Q5)** Condividete la nuova previsione che esclude l'obbligo di riapertura dei termini nel caso l'offerente condizioni l'efficacia dell'offerta all'approvazione della maggioranza degli aderenti [art. 40-*bis*, comma 3, lett. *d*)? Ritenete la nuova misura efficace nella correzione della *pressure to tender*?
- Q6)** Concordate con gli alleggerimenti introdotti in materia di *best price rule* nei sei mesi successivi alla chiusura dell'offerta (art. 42, commi 3 e 4)?
- Q7)** Condividete la scelta di limitare l'obbligo dell'emittente di comunicare le informazioni fornite ad uno degli offerenti anche agli altri offerenti ai casi in cui questi ultimi abbiano presentato richieste specifiche e circostanziate di accesso a tali informazioni anziché comunicarle tempestivamente a tutti gli altri offerenti (art. 42, comma 5)?
- Q8)** Condividete la scelta compiuta di non dare rilevanza, ai fini dell'eventuale superamento delle soglie, agli acquisti di azioni proprie che siano stati deliberati con l'approvazione da parte dei soci di minoranza (art. 44-*bis*)? Ritenete che la combinazione tra le soluzioni proposte per l'acquisto del socio in presenza di azioni proprie, da un lato, e l'acquisto di azioni proprie, dall'altro, sia squilibrata nella direzione di agevolare l'uso "difensivo" delle azioni proprie? Ritenete preferibile, con riguardo agli acquisti di azioni proprie da parte della società, una soluzione che le consideri rilevanti per il socio controllante, con eventuali esenzioni per acquisti "ordinari" specificamente definiti? Se sì, come dovrebbero essere individuati tali acquisti?
- Q9)** Condividete che il rischio di utilizzo di strumenti finanziari derivati negoziati su mercati regolamentati a fini elusivi della disciplina OPA sia sufficientemente ridotto e si possano pertanto esentare tali strumenti dal computo della partecipazione di cui all'art. 105, comma 2 [art. 44-*ter*, comma 2, lett. *a*)?]
- Q10)** Concordate con l'esenzione proposta in caso di superamento delle soglie rilevanti per l'OPA obbligatoria a seguito di acquisti temporanei di strumenti derivati [art. 49, comma 1, lett. *e-bis*)?]
- Q11)** Concordate con l'eliminazione della presunzione relativa di concerto per i soggetti che presentano una lista volta ad eleggere la maggioranza degli organi sociali ovvero che promuovono congiuntamente una sollecitazione di deleghe di voto finalizzata alla votazione di tale lista? Concordate inoltre con la modifica riguardante la presunzione di

concerto relativa agli *advisor* (art. 44-*quater*, comma 1)?

- Q12)** Concordate con la scelta di consentire alle società di determinare in via statutaria un *quorum* per l'efficacia del voto contrario delle minoranze ai fini dell'esenzione dall'obbligo di OPA conseguente a operazioni di fusione o scissione [art. 49, comma 1, lett. *f*) e comma 1-*bis*]? E condividete invece la scelta di non introdurre analoghi meccanismi per l'ipotesi di esenzione da salvataggio nei casi di crisi "non conclamata" [art. 49, comma 1, lett. *b*), n. 3]?
- Q13)** Condividete la scelta di richiedere che, in presenza di un giudizio negativo del revisore sul presupposto della continuità aziendale, debba essere previsto un intervento di ricapitalizzazione della società affinché sia possibile avvalersi dell'esenzione da salvataggio [art. 49, comma 1, lett. *b*)]?
- Q14)** Condividete le modifiche apportate ai criteri per la determinazione del prezzo nei casi di *sell-out* e *squeeze-out* [artt. 50-50-*quater*]?
- Q15)** Concordate con la proposta di regime transitorio? Ritenete che esso dovrebbe espressamente regolare ipotesi ulteriori?
- Q16)** Avete osservazioni sulle altre modifiche apportate all'articolato posto in consultazione in precedenza?