



## Allegato 1

### QUESITI

**Proposte di modifica dei regolamenti in materia di emittenti, intermediari e mercati, per l'adeguamento al *listing act* e per l'adeguamento alle modifiche in materia di opa derivanti dal d.lgs. 47/2026**

#### Dati rispondente

**Nome**

Miriam

**Cognome**

Felici

**Ente**

AMF Italia – Associazione  
Intermediari Mercati Finanziari

**E-mail**

amfitalia@amfitalia.org

Consenso alla pubblicazione del  
contributo (SI/NO) <sup>1</sup>

SI

---

<sup>1</sup> I commenti pervenuti saranno pubblicati nel sito internet della Consob corredati della indicazione del nome e cognome del loro autore, salva espressa richiesta di non divulgarli.

| Quesiti                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | Osservazione                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>PARTE 1 - ATTUAZIONE DEL <i>LISTING ACT</i></b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>1.1 Modifiche in materia di appello al pubblico risparmio</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <p><u>1.1.1 Soglia di esenzione del prospetto per prodotti finanziari diversi dai titoli e disciplina OPA</u></p> <p><b>Q.1.</b> Si ritiene condivisibile l'allineamento a 12 milioni di euro della soglia di esenzione anche per le offerte di prodotti finanziari diversi dai titoli, in coerenza con la nuova soglia prevista per le offerte di titoli dal Regolamento Prospetto?</p>                                                                                                                                                                                                                                    | <p>Si condivide la proposta.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <p><b>Q.2.</b> Nel nuovo quadro normativo, in cui la determinazione dell'ammontare complessivo rilevante ai fini della nozione di OPA è rimessa alla disciplina regolamentare della Consob e non è più automaticamente collegata alla soglia di esenzione dal prospetto, si ritiene che l'attuale soglia pari a 8 mln/€ sia adeguata alla luce delle caratteristiche del mercato italiano e delle valutazioni contenute nell'analisi preliminare degli impatti della regolamentazione? Nel caso si ritenga invece opportuno aggiornare la soglia, si prega di fornire una proposta indicando le motivazioni a supporto.</p> | <p>AMF Italia ritiene che le due soglie debbano essere parificate, portando anche la soglia OPA a 12 milioni di euro per le seguenti ragioni:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- la coesistenza di una soglia OPA a 8 milioni e di una soglia offerta a 12 milioni genera asimmetrie regolatorie prive di giustificazione sostanziale e aumenta la complessità del quadro normativo. Obiettivo dichiarato tanto del Listing Act quanto del d.lgs. n. 47/2026 è la semplificazione normativa e il mancato allineamento delle soglie produce un effetto opposto a quello perseguito dalla riforma;</li> <li>- a differenza dell'offerta pubblica di sottoscrizione o vendita, l'OPA è rivolta agli azionisti che intendono cedere la propria partecipazione (avendo prettamente natura di disinvestimento). Tuttavia, si ritiene che le esigenze di tutela siano quantomeno equivalenti rispetto alle offerte di sottoscrizione o vendita;</li> <li>- i dati dell'Allegato 2 mostrano che, su Euronext Milan, l'impatto è marginale (1% delle OPA, 1 società per capitalizzazione, 3 per flottante); anche su Euronext Growth</li> </ul> |

| Quesiti                                                       | Osservazione                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|---------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                               | <p>Milan, ove l'effetto è più rilevante, si tratta comunque di un numero di operazioni limitato;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- l'allineamento delle soglie è coerente con i principi di proporzionalità e riduzione degli oneri amministrativi che ispirano la riforma in corso, e con l'approccio adottato in sede europea con il Listing Act.</li> </ul> <p>Laddove la proposta avanzata dall'Associazione non trovi accoglimento, si invita la Consob, con specifico riferimento alle OPA/OPS il cui controvalore complessivo è compreso tra 8 e 12 milioni di euro, a valutare quantomeno l'introduzione dell'obbligo di procedere alla pubblicazione di un documento di offerta semplificato, di massimo trenta pagine.</p> <p>Tale documento dovrebbe recare almeno le indicazioni di cui all'art. 6, comma 3, della Direttiva 2004/25/CE — tra cui il contenuto dell'offerta, l'identità dell'offerente, i titoli oggetto dell'offerta, il corrispettivo offerto, le condizioni cui l'offerta è subordinata, le partecipazioni già detenute dall'offerente, le intenzioni dell'offerente, i termini di adesione, le informazioni sul finanziamento dell'operazione e le persone che agiscono di concerto.</p> <p>Il documento di offerta semplificato non sarebbe oggetto di approvazione da parte della Consob, ma dovrebbe unicamente essere reso disponibile sul sito web dell'offerente e/o dell'emittente.</p> <p>La soluzione qui proposta avrebbe il pregio di evitare oneri procedurali sproporzionati rispetto alla dimensione delle operazioni interessate, pur garantendo la tutela degli investitori, degli amministratori dell'offerente e l'integrità del mercato.</p> |
| <u>1.1.2 Regime di trasparenza per le offerte sottosoglia</u> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |

| Quesiti                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | Osservazione                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>Q.3.</b> Si condivide la scelta di non introdurre un documento informativo per le offerte pubbliche di titoli comprese tra 8 e 12 milioni di euro? In caso contrario, si prega di fornire le motivazioni a supporto.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | <p>Si condivide la proposta.</p> <p>Si ritiene peraltro che l’informativa già prevista dall’art. 72, comma 1-<i>bis</i>, del Regolamento Emittenti e dall’Allegato 3A garantisca, per le operazioni di rafforzamento patrimoniale sottosoglia promosse da società quotate, un contenuto informativo specifico e proporzionato.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <p><b>1.2 Modifiche in materia di mercati</b></p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <p><u>1.2.1 Flottante minimo e criteri alternativi di sufficiente diffusione</u></p> <p><b>Q.4.</b> Alla luce delle caratteristiche del mercato italiano e delle valutazioni contenute nell’analisi preliminare degli impatti della regolamentazione, nonché della ricostruzione del quadro giuridico sopra delineato, si condivide la scelta regolamentare proposta di non limitare la valutazione della sufficiente diffusione delle azioni alla sola soglia minima del 10% di flottante, consentendo invece ai gestori dei mercati regolamentati di prevedere gli ulteriori criteri indicati nella normativa europea?</p> <p>In caso contrario, si prega di fornire le motivazioni a supporto.</p> | <p>In linea di principio, AMF Italia concorda con la proposta di non limitare la valutazione della sufficiente diffusione delle azioni alla sola soglia minima del 10% di flottante.</p> <p>La soglia <i>de minimis</i> sopra richiamata costituisce, comunque, un punto importante e imprescindibile.</p> <p>In primo luogo, AMF Italia rileva come i criteri di cui al par. 5 dell’art. 51-bis MiFID II (così come riflessi nel proposto art. 18-bis) non possano tanto derogare a tale soglia nel senso di sostituirla quanto, in definitiva, essere posti a suo corredo in ottica integrativa. Infatti, come osservato dalla stessa Autorità nel documento di consultazione (cfr. pag. 18) “<i>Resta fermo che il ricorso ai sopra richiamati criteri alternativi dovrà mantenere fermo il requisito minimo del 10% del capitale rappresentato da titoli, al di sotto del quale sorgerebbero i presupposti del delisting ai sensi degli artt. 108 e 111 del TUF</i>”.</p> <p>In secondo luogo, AMF Italia ritiene che la soglia in discorso del 10% non debba pregiudicare il mantenimento di percentuali più alte di</p> |

| Quesiti                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | Osservazione                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | flottante (quale quella del 35% per l'ottenimento della qualifica STAR), laddove previste dal Regolamento dei mercati per segmenti ad alti requisiti. Le stesse quindi dovrebbero rimanere immutate anche a esito dell'intervento di modifica del Regolamento Mercati proposto, nonché di quelli conseguenti da porre in essere da parte del gestore del mercato.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <p><b>Q.5.</b> Si ritiene che le modifiche proposte all'art. 45 del Regolamento Mercati siano sufficientemente chiare nel disciplinare le informazioni da trasmettere alla Consob ai fini della registrazione dei mercati di crescita per le PMI, tenuto conto della possibilità che la relativa qualifica sia attribuita anche a singoli segmenti di sistemi multilaterali di negoziazione? Si invitano i rispondenti a segnalare eventuali criticità applicative connesse all'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari già negoziati su altra sede.</p> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <p><b>1.3 Disciplina della ricerca finanziaria</b></p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <p><b>Q.6.</b> Si condivide la previsione di una disposizione transitoria volta a stabilire che gli obblighi in materia di ricerca sponsorizzata dall'emittente si applichino decorsi tre mesi dalla data di entrata in vigore delle norme tecniche di regolamentazione istitutive del codice di condotta dell'UE per consentire agli operatori di disporre del tempo necessario per adeguare, ove opportuno, i propri assetti contrattuali, organizzativi e procedurali?</p>                                                                                         | <p>L'Associazione accoglie con favore la proposta di disposizione transitoria sopra richiamata, auspicata da AMF Italia sia nella fase di consultazione pubblica sull'EU <i>Code of Conduct</i> in materia di ricerca sponsorizzata, sia nei mesi scorsi nel dialogo informale con gli uffici di codesta Autorità.</p> <p>Ad ogni modo, si richiede all'Autorità di considerare di estendere il periodo transitorio in argomento fino a 6 mesi dall'entrata in vigore della relativa normativa UE. Ciò al fine di consentire agli intermediari un congruo lasso temporale per adeguare al meglio i propri assetti contrattuali, organizzativi e procedurali e consentire altresì un'agevole ed efficace gestione dei rapporti con l'emittente "coperto" dalla ricerca sponsorizzata.</p> |

| Quesiti                                                                                                                                                                                                                                                                              | Osservazione                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>Q.7.</b> Si ritiene che la formulazione delle disposizioni proposte in materia di ricerca finanziaria sia sufficientemente chiara, coerente con il quadro normativo di riferimento e idonea ad assicurarne l'effettiva applicabilità da parte degli operatori interessati?</p> | <p>Le modifiche poste in consultazione non sollevano, ad avviso della scrivente, particolari dubbi o incertezze; tuttavia, permangono delle potenziali criticità in relazione alla disciplina dettata dalle previsioni del Codice di Condotta UE.</p> <p>Al riguardo, l'Associazione reitera la considerazione già svolta nei confronti di codesta Autorità per cui, in assenza di riferimenti a criteri di proporzionalità e/o a soglie di materialità, qualsiasi ipotesi di non conformità alle previsioni del Codice potrebbe condurre alla riqualificazione della ricerca come "<i>marketing communication</i>". Una simile letterale interpretazione rischierebbe di produrre <i>unintended negative consequences</i> e di porsi, nella sostanza, in contrasto con la ratio delle modifiche apportate dal Listing Act al quadro normativo in materia di ricerca finanziaria.</p> <p>Come noto, infatti, tali modifiche perseguono l'obiettivo di stimolare e promuovere la ricerca finanziaria, in particolare quella avente ad oggetto le PMI, al fine di accrescerne l'attrattività e la visibilità: un'interpretazione e un'applicazione formalistiche del Codice rischierebbero pertanto di vanificare tali obiettivi.</p> <p>In tale contesto, qualora anche un minimo disallineamento rispetto al Codice - non apprezzabile sotto il profilo della significatività e non incidente sui principi cardine della ricerca finanziaria (quali indipendenza e obiettività) - determinasse automaticamente la sua riqualificazione come "<i>comunicazione di marketing</i>", è ragionevole ritenere che l'attività di produzione di ricerca sarebbe fortemente disincentivata, con effetti pregiudizievoli sia per gli emittenti sia, più in generale, per il mercato dei capitali.</p> |

| Quesiti                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | Osservazione                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | <p>Dunque, AMF Italia auspica che la Consob adotti un approccio di vigilanza improntato a proporzionalità e “materialità” nella valutazione di eventuali profili di <i>non-compliance</i> con le disposizioni di cui al Codice.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>PARTE II - COORDINAMENTO DELLA DISCIPLINA DELL’OPA CON IL D. LGS. N. 47/2026 DI RIFORMA DEL TUF</b>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <p><b>Q.8.</b> Si ritiene che la formulazione delle disposizioni proposte in materia di OPA, volte ad assicurare il coordinamento con le modifiche introdotte dal d.lgs. n. 47/2026 al TUF, siano sufficientemente chiare e coerenti con il nuovo quadro normativo primario, nonché idonea a evitare incertezze interpretative o criticità applicative per gli operatori interessati? In caso contrario, si prega di fornire una proposta indicando le motivazioni a supporto.</p> | <p>Le disposizioni proposte in materia di OPA appaiono nel complesso orientate a garantire il coordinamento con le modifiche introdotte dal d.lgs. n. 47/2026 al TUF.</p> <p>AMF Italia suggerisce ad ogni modo due ulteriori interventi:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>-stante la modifica introdotta all’art. 101-bis, comma 4-bis in tema di presunzione relativa e la delega attribuita all’Autorità di cui al comma 4-ter, del medesimo articolo, rivedere le fattispecie di cooperazione escluse dal regime del concerto anche alla luce delle recenti offerte pubbliche che hanno interessato il settore bancario;</li> <li>-avviare un processo di revisione della documentazione d’offerta, che, nella sua attuale configurazione, presenta un livello di dettaglio informativo che eccede quanto richiesto dalla direttiva OPA, la quale prevede un campo di informazioni limitato. Si auspica pertanto l’eliminazione delle duplicazioni esistenti, affinché il documento d’offerta risulti conciso, comprensibile e coerente, nonché allineato ai principi di semplificazione, proporzionalità e riduzione degli oneri amministrativi, fatti salvi gli adeguati livelli di tutela degli investitori e di trasparenza.</li> </ul> |
| <p><b>Q.9.</b> Si ritiene di formulare ulteriori osservazioni sui temi oggetto della presente consultazione e/o sulle proposte redazionali riportate nella tabella? In caso affermativo, si invitano i rispondenti a indicare eventuali profili di chiarimento, integrazione o affinamento del testo regolamentare.</p>                                                                                                                                                            | <p><u>Pagamenti effettuati successivamente all’esercizio dell’obbligo/diritto di acquisto ex art. 108 TUF e applicabilità della <i>best price rule</i>.</u></p> <p>Nel nuovo quadro normativo introdotto dal D.Lgs. n. 47/2026, si pone una questione interpretativa in merito all’ambito temporale di</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |

| Quesiti | Osservazione                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|---------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|         | <p>applicazione della <i>best price rule</i> (BPR) in connessione con le procedure di obbligo di acquisto e diritto di acquisto di cui all'art. 108 TUF. L'art. 50-<i>quinquies</i>, ultimo comma, del Regolamento Emittenti richiama l'applicazione dell'art. 42 dello stesso regolamento (che disciplina la BPR), ma circoscrive espressamente il periodo rilevante all'arco temporale compreso tra la data di superamento della soglia e la data di pagamento del corrispettivo.</p> <p>Sorge pertanto il dubbio se tale richiamo determini un'estensione del periodo rilevante ai sei mesi successivi alla data di pagamento di cui all'art. 42, comma 3, del Regolamento Emittenti – applicabile alle OPA obbligatorie – ovvero se il periodo resti limitato al solo intervallo tra superamento della soglia e la data di pagamento in adempimento dell'obbligo di acquisto, come testualmente previsto dalla norma.</p> <p>In questa prospettiva, l'Associazione auspica che la Consob chiarisca in sede regolamentare se i pagamenti effettuati successivamente alla data di pagamento siano o meno rilevanti ai fini del calcolo del corrispettivo rilevante per la BPR.</p> <p><u>Diritto di acquisto (c.d. <i>squeeze-out</i>) ex art. 111 TUF</u></p> <p>Il D.Lgs. n. 47/2026, nel corso dell'<i>iter</i> legislativo finalizzato alla sua adozione, era stato già approvato, in esame preliminare, dal Consiglio dei Ministri n. 144 dell'8 ottobre 2025 (lo "Schema di decreto"). Lo Schema di decreto conteneva - tra le modifiche da apportare all'art. 111, comma 1, TUF -, la previsione che il diritto di acquisto scaturisse anche a favore dell'offerente che venisse a detenere a seguito "<i>di acquisto ai sensi dell'articolo 108, comma 2</i>" una partecipazione almeno pari al "<i>90 per cento</i>" del capitale rappresentato da titoli in una società italiana quotata e che tale diritto fosse esercitabile dal titolare entro "<i>tre mesi [...] dall'acquisto</i></p> |

| Quesiti | Osservazione                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|---------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|         | <p><i>ai sensi dell'articolo 108, comma 2". Tali modifiche vengono confermate letteralmente anche nel testo del Lgs. n. 47/2026.</i></p> <p><i>La relazione illustrativa che accompagnava lo Schema di decreto chiariva che tale modifica era finalizzata ad ampliare l'ambito di esercizio del diritto di acquisto di cui all'art. 111 TUF "prevedendo che il superamento della soglia che dà diritto di acquisto non deve avvenire solo a seguito di offerta pubblica totalitaria, ma può essere integrato anche attraverso acquisti avvenuti in adempimento dell'obbligo di acquisto di cui all'articolo 108".</i></p> <p><i>In passato la Consob ha più volte chiarito che il raggiungimento della soglia rilevante che fa scattare il diritto di acquisto ai sensi dell'art. 111 TUF può avvenire per effetto delle adesioni all'offerta totalitaria e degli eventuali acquisti fuori offerta effettuati dall'offerente, purché entro il periodo di adesione<sup>2</sup>.</i></p> <p><i>Con riferimento alla procedura per adempiere all'obbligo di acquisto di cui all'art. 108 TUF la Consob ha inoltre chiarito che (i) gli acquisti effettuati nell'ambito della procedura svolta per adempiere l'obbligo di acquisto di cui all'art. 108, comma 2, TUF possano costituire presupposto per il sorgere del diritto di acquisto ex art. 111 TUF, in quanto l'adempimento dell'obbligo di acquisto, pur non essendo formalmente qualificato come "offerta pubblica totalitaria", costituisce una proposta rivolta pubblicamente a tutti gli azionisti di cedere alle medesime condizioni i propri titoli e quindi parificata all'offerta pubblica totalitaria<sup>3</sup>; e che (ii) ai fini del</i></p> |

<sup>2</sup> Cfr. Comunicazione n. 28/2000 del 10 luglio 2000 e Comunicazione n. 8081984 del 3 settembre 2008.

<sup>3</sup> Cfr. Comunicazione n. 8081984 del 3 settembre 2008.

| Quesiti | Osservazione                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|---------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|         | <p>raggiungimento della soglia del 95% del capitale dell'emittente, può tenersi conto degli acquisti di azioni dell'emittente operati entro la fine del periodo della procedura medesima<sup>4</sup>. Consob ha altresì chiarito che la soglia rilevante per il diritto di acquisto di cui all'art. 111 TUF possa essere raggiunta anche per effetto di acquisti ai blocchi rilevanti per l'obbligo di acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, TUF a condizione che l'offerta pubblica obbligatoria totalitaria (<i>rectius</i>, la procedura di acquisto) riceva adesioni, ciò in quanto la soglia di partecipazione del 95% del capitale, pur essendo stata raggiunta o superata inizialmente mediante acquisto ai blocchi, risulterà ulteriormente incrementata ad esito di una procedura assimilabile a un'OPA<sup>5</sup>.</p> <p>Svolta questa premessa, l'Associazione ritiene che la modifica introdotta dal D.Lgs. 47/2026 risulti di non immediata lettura, in quanto (i) il presupposto per far scattare il diritto di acquisto di cui al nuovo art. 111 è il raggiungimento della soglia del 90% e (ii) il nuovo evento – alternativo rispetto al raggiungimento del 90% a esito di un'offerta pubblica totalitaria – è indicato come un “<i>acquisto ai sensi dell'articolo 108, comma 2</i>” del TUF, ma tale ultimo evento presuppone il <u>superamento</u> della soglia del 90% per effetto di acquisti di titoli ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato. Ci si chiede dunque se sia opportuno chiarire l'eventuale portata innovativa dell'intervento del D.Lgs. 47/2026 oppure se la novità normativa si limiti a confermare – in linea con i precedenti orientamenti di Consob – che l'effettuazione di acquisti</p> |

<sup>4</sup> Cfr. Comunicazione n. 8081984 del 3 settembre 2008.

<sup>5</sup> Cfr. Comunicazione n. 0183968 dell'1 giugno 2018.

| Quesiti | Osservazione                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|---------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|         | <p>anche fuori dall'offerta pubblica di acquisto totalitaria tali da far scattare l'obbligo di acquisto di cui all'art. 108, comma 2, TUF determini il sorgere del diritto di acquisto di cui all'art. 111 qualora vi siano adesioni alla conseguente procedura di acquisto di cui all'art. 108, comma 2, TUF (quale che sia la percentuale raggiunta, in quanto comunque superiore al 90%). Infatti, data la precisazione contenuta nella relazione illustrativa che l'evento scatenante sono gli "<u>acquisti avvenuti in adempimento dell'obbligo di acquisto di cui all'articolo 108</u>", sembra potersi concludere che il diritto di acquisto derivante da tale evento non possa che sorgere successivamente all'espletamento della procedura di cui all'art. 108, comma 2, TUF.</p> |