

CNEL
CONSIGLIO NAZIONALE DELL'ECONOMIA E DEL LAVORO

**IL FUNZIONAMENTO DEI MERCATI FINANZIARI A
LIVELLO EUROPEO**

Schema di osservazioni e proposte

Assemblea, 18 luglio 2003

INDICE

Premessa	p.1
Introduzione	p. 2
1. Gli obiettivi dell'Unione europea in materia finanziaria	p. 2
2. La direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto	p. 6
3. La direttiva sui servizi di investimento	p. 14
4. Conclusioni	p. 16

Premessa

Versioni preliminari dello schema di osservazioni e proposte sul funzionamento dei mercati finanziari a livello europeo sono state elaborate e discusse dalla Commissione Politica Economica (I) nelle riunioni del 26 febbraio, 16 aprile, 21 maggio 2003. La versione definitiva è stata approvata dalla Commissione in data 18 giugno 2003.

Il relatore è il consigliere Marco ONADO.

La traduzione delle parti del testo originariamente in lingua inglese è stata effettuata dal Dipartimento per l'Attuazione del Programma (Supporto all'attività della Commissione Politica Economica - I).

Introduzione

La Commissione Politica Economica (I) intende predisporre un documento di osservazioni e proposte su temi di carattere finanziario che possano essere di supporto nel corso del semestre di presidenza italiana dell'Unione europea.

Come ha recentemente affermato il Presidente della Repubblica, "i semestri di presidenza italiana dell'Unione hanno sempre fatto avanzare l'Europa".¹ Poiché anche nel campo finanziario, di competenza della nostra Commissione, sono stati accumulati negli ultimi tempi ritardi preoccupanti, appare opportuno che a partire da luglio l'Italia possa contribuire a rimuovere gli ostacoli al conseguimento dei risultati ribaditi a Lisbona, che mirano a rendere l'Europa l'area più competitiva al mondo entro il 2010.

La presente nota illustra i temi fondamentali di carattere finanziario che sono oggi in discussione in ambito europeo e che fanno riferimento al *Financial Services Action Plan* (par. 2); successivamente, esamina lo stato del dibattito tecnico e politico su due temi fondamentali: in primo luogo, la politica delle concentrazioni e la direttiva in materia di offerte pubbliche di acquisto (par. 3); in secondo luogo, la vigilanza in materia finanziaria e la nuova versione della direttiva in materia di servizi finanziari (par. 4).

1. Gli obiettivi dell'Unione europea in materia finanziaria

Gli obiettivi politici e tecnici in materia finanziaria sono contenuti nel *Financial Services Action Plan* (d'ora in avanti FSAP). Il documento², pubblicato a poche settimane di distanza dall'avvio della Fase Tre dell'Unione monetaria, partiva dalla constatazione che "i mercati finanziari dell'Unione sono tuttora compartimentati e le imprese ed i consumatori non possono ancora ricorrere direttamente ai servizi di istituti finanziari di un altro paese [...] Con l'introduzione dell'euro, si offre un'opportunità unica di dotare l'UE di una moderna struttura finanziaria che riduca al minimo il costo del capitale e dell'intermediazione finanziaria".

Il documento raccomandava, fra l'altro, un diverso assetto sia della regolamentazione sui mercati finanziari, sia della produzione della normativa primaria e secondaria in materia. A questo scopo è stata costituita una commissione di esperti presieduta da Alexandre Lamfalussy che ha presentato il suo rapporto definitivo nel febbraio 2001³. Una delle proposte fondamentali riguardava, fra l'altro, l'adozione di una procedura a quattro livelli per la produzione della normativa primaria e secondaria e la costituzione di due comitati: il *Committee of European Securities Regulators* e l'*European Securities Regulators Committee*.

¹ Incontro del Presidente della Repubblica con gli ambasciatori italiani nel mondo, Palazzo del Quirinale, 25 luglio 2002.

² COM (1999) 232, 11 maggio 1999.

³ *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, February 2001.

Gli obiettivi del FSAP e del Rapporto Lamfalussy non possono dirsi pienamente raggiunti. La crisi economica e dei mercati sembra aver rallentato l'azione riformatrice. Ne deriva il rischio di vedere ampliarsi il gap già rilevante fra la competitività e l'efficienza del sistema finanziario europeo e quella del sistema statunitense.

Va ricordato che nel frattempo è stato pubblicato un importante studio che quantifica analiticamente i vantaggi di carattere macroeconomico dell'integrazione dei servizi finanziari europei⁴. Il Rapporto, commissionato dalla Direzione Generale per il Mercato Interno doveva "valutare in maniera rigorosa e indipendente e quantificare i benefici macroeconomici in termini di migliori condizioni di vita che potrebbero derivare da una piena integrazione dei mercati finanziari europei. Più specificamente, [il rapporto doveva] esaminare fino a che punto l'integrazione di mercati finanziari attualmente frammentati potrebbe ridurre il costo del capitale proprio e del finanziamento obbligazionario per le imprese europee, contribuendo a stimolare l'investimento ed espandere la capacità produttiva" (pp. i-ii).

I principali risultati di questa ricerca, basata anche su interviste ad un ampio campione di qualificati operatori del settore, possono essere così riassunti.

- Il livello del prodotto interno lordo dell'Unione verrebbe aumentato di 1,1 punti percentuali (130 miliardi di euro a prezzi 2002).
- Il livello del prodotto per abitante risulterebbe superiore di 350 euro, sempre a prezzi 2002.
- Gli investimenti delle imprese aumenterebbero del 6 per cento e i consumi privati dello 0,8 per cento.
- L'occupazione aumenterebbe dello 0,5 per cento.
-

Capitolo II – "Riforma della regolamentazione: le raccomandazioni del Committee"

Soggetto	Raccomandazione	Azione
Riforma della regolamentazione	Fissazione di un approccio regolamentativo a 4 livelli al Consiglio Europeo di Stoccolma, garantendo l'entrata in vigore entro la fine del 2001 (p. 20)	Commissione europea, Parlamento europeo, Consiglio dei Ministri, Autorità di regolamentazione
Livello 1 – principi quadro	La futura legislazione dei mercati finanziari deve basarsi, caso per caso, su principi quadro (livello 1) e realizzare i principi al livello 2, all'interno di un contesto più ampio (pp. 22-24)	Commissione europea, Consiglio dei Ministri, Parlamento europeo, Autorità di regolamentazione, mercati
Livello 1 – consultazione e meccanismi di trasparenza	Stabilire nuovi meccanismi di consultazione aperti e trasparenti attraverso: - rafforzamento e	Commissione europea con Parlamento europeo, Autorità di regolamentazione, soggetti che partecipano al mercato

⁴ *Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets, Final Report to The European Commission – Directorate General for the Internal Market by London Economics in association with Pricewaterhouse Coopers and Oxford Economic Forecasting, November 2002.*

	apertura del dialogo con operatori del mercato e utenti finali - pubblicazione dei risultati della consultazione - fissazione di termini per ogni livello - immediata consultazione degli Stati membri/Autorità di regolamentazione sulle proposte relative al livello 1 - informativa al Parlamento europeo su base informale e, ove possibile, ricerca di rapide linee di accordo non vincolanti al fine di attivare i poteri del livello 2 (p. 25)	
Livello 2 – realizzazione dei dettagli	- Creazione di due nuovi Comitati: 1) Comitato Europeo dei Valori Mobiliari (ESC), 2) Comitato delle Autorità Europee di Regolamentazione dei Valori Mobiliari (ESRC) e funzionamento a partire da fine 2001 - Accordi sui metodi di lavoro e sui mandati (pp. 28-32)	Consiglio dei Ministri, Commissione europea, Parlamento europeo, Autorità di regolamentazione
Livello 2 – procedure di consultazione e trasparenza	Rafforzamento dei processi di consultazione (pp. 32-33)	Autorità di regolamentazione, Commissione europea
Equilibrio istituzionale	Periodico <i>reporting</i> e piena trasparenza nei confronti del Parlamento europeo in ogni momento. La Commissione europea tiene in massimo conto le risoluzioni del Parlamento europeo (pp. 33-35)	Commissione europea, Parlamento europeo, Consiglio dei Ministri
Livello 3 – rafforzamento della cooperazione	Responsabilità dell'ESRC Obiettivi: - linee guida coerenti per la regolamentazione amministrativa - raccomandazioni interpretative comuni, standard comuni - riesame e comparazione delle pratiche regolamentative - riesami paritari	

Livello 4 - applicazione	Rafforzamento dell'applicazione delle regole comunitarie	Commissione europea con contributi da parte di Consiglio dei Ministri, Parlamento europeo e soggetti che partecipano al mercato
--------------------------	--	---

E' superfluo sottolineare l'importanza di simili risultati, in una situazione in cui l'Europa mostra una notevole difficoltà ad avviare la ripresa economica e soprattutto a mantenere tassi di crescita paragonabili a quelli degli Stati Uniti. Anche se le riforme in campo finanziario non possono essere considerate come una condizione **sufficiente** per la ripresa, esse si rivelano sempre più come condizione **necessaria**. Ulteriori ritardi potrebbero dunque avere conseguenze economiche politiche difficilmente sottovalutabili⁵.

Le implicazioni di *policy* di tale analisi rinviano a numerose innovazioni, di carattere normativo, fiscale e tecnico, a cui si sono finora frapposti numerosi ostacoli, che hanno ritardato l'approvazione di alcune direttive fondamentali. Fra queste, quelle che appaiono particolarmente importanti ai nostri fini, vanno ricordate la direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto e quella sui servizi di investimento. Nei prossimi paragrafi si analizza la situazione attuale e le prospettive per una definitiva approvazione a breve termine, che se realizzata all'interno del semestre italiano di presidenza dell'Unione, rappresenterebbe un successo politico di grande rilievo e risonanza.

L'attuazione del FSAP comporta vantaggi non solo per l'Unione europea nel suo complesso, ma anche per l'azienda Italia e in particolare per la competitività della piazza finanziaria italiana. Va ricordato a questo proposito che varie iniziative proposte a partire dal 1998 dal Ministero del Tesoro hanno messo in evidenza la necessità di assicurare la capacità dell'industria finanziaria nazionale di competere ad armi pari con i principali operatori degli altri paesi dell'Unione. Le regolamentazioni nazionali consentono oggi vari gradi di protezione ai rispettivi intermediari, ma è evidente che tali barriere sono comunque destinate a cadere entro un lasso di tempo relativamente breve. Ne consegue che i gruppi finanziari italiani più solidi e dinamici hanno tutta la convenienza ad operare in un quadro di *level playing field* europeo. Poiché comunque la competitività dell'industria nazionale è determinata anche da soluzioni che vanno al di là della sfera decisionale dei singoli soggetti e che richiedono un forte coordinamento, si raccomanda che l'azione di Governo intesa ad accelerare l'approvazione delle Direttive sia accompagnata dalla rivitalizzazione delle iniziative sulla "Piazza finanziaria italiana".

⁵ Negli ultimi anni si è assistito a un rinnovato interesse della ricerca economica su questi temi (cfr. ad es. M. Thiel [2001], *Finance and economic growth: a review of theory and the available evidence*, European Commission Economic Papers, n.158; K. Tsuru (2000), *Finance and growth: some theoretical considerations, and a review of the empirical literature*, OECD Economics Department Working Papers, n.228).

2. La direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto

L'attuale proposta⁶ rappresenta l'ultima tappa di una travagliata vicenda che dura da oltre tredici anni. Anche questa è un'indicazione del significato che avrebbe per la presidenza italiana una definitiva approvazione.

Gli "incidenti di percorso" più recenti che la proposta di direttiva ha subito sono avvenuti nel dicembre 2000, quando il Parlamento esprime un voto negativo al testo concordato dalla Commissione e nell'estate del 2001, quando una proposta concordata fra Consiglio e Parlamento in procedura di conciliazione non ottenne (per pochissimi voti) la maggioranza dei voti del Parlamento europeo.

Questo documento non intende entrare in dettagli troppo tecnici in materia. Di seguito, si esaminerà perché il problema è importante sia dal punto di vista politico che tecnico; quali sono i punti controversi che hanno bloccato l'approvazione da parte del parlamento; perché si può ritenere che l'attuale testo sia idoneo a superare le obiezioni finora incontrate.

a) Perché la direttiva sull'Opa è politicamente e tecnicamente importante

Uno dei mali oscuri che affliggono oggi l'Europa e che indeboliscono la sua capacità di porsi come soggetto economico forte sulla scena mondiale e come trascinatore dello sviluppo economico in alternativa agli Stati Uniti, è la debolezza dei meccanismi competitivi. Il mercato del lavoro, lo stesso sistema finanziario sono da tempo indicati come paradigmatici della differenza sostanziale fra il vecchio e il nuovo continente. La direttiva sull'Opa riguarda il cuore degli assetti consolidati di un sistema economico, cioè quello della proprietà delle imprese.

Come ha affermato il primo rapporto Winter⁷

"il Gruppo ritiene che la disponibilità di un meccanismo per le offerte pubbliche di acquisto apporti un beneficio essenziale. Le Opa sono mezzi per creare ricchezza attraverso lo sfruttamento di sinergie e per disciplinare la gestione di società quotate a proprietà frammentata, ciò che nel lungo termine incontra l'interesse di tutti gli azionisti e più in generale della società. Queste opinioni formano altresì la base della Direttiva".

Vanno inoltre ricordati il terzo e il quarto "considerando" della Direttiva:

"[...] solo un'azione sul piano comunitario consente un adeguato livello di protezione dei possessori di valori mobiliari in tutta la Comunità e garantisce linee guida minime comuni nel procedimento delle Opa. Gli Stati membri agendo in modo indipendente non riescono ad assicurare lo stesso livello di protezione soprattutto nel caso di Opa o acquisizioni di controllo transfrontaliere".

⁶ COM(2002) 534, 2 ottobre 2002.

⁷ *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Brussels, 10 January 2002.

"[...] l'adozione di una Direttiva è la procedura appropriata per tracciare un quadro d'insieme coerente di principi comuni certi e un limitato numero di esigenze generali cui gli Stati membri dovranno rispondere mediante regole più dettagliate secondo i rispettivi sistemi nazionali e contesti culturali."

Dal punto di vista degli interessi specifici del nostro Paese, va rilevato che l'asimmetria normativa oggi vigente in tale materia tra gli Stati membri dell'Unione rende più ardua la possibilità per imprese operanti in determinati Stati, come nel caso dell'Italia, la possibilità di resistere ad attacchi ostili da parte di imprese di altri Stati – in particolare le imprese tedesche – senza poter fare altrettanto. Il problema è messo bene in evidenza in un recente articolo di due parlamentari europei⁸ che scrivono: "... le nostre società rimangono esposte alle scalate di società, senza che possano a loro volta scalare le società di altri paesi. I tentativi di introdurre misure difensive come il voto limitato nel caso Edison-Elf o golden share vengono frustrati dalla Commissione europea e dalla Corte di giustizia perché contrarie al Trattato. Per difenderci dalle scalate straniere non ci resterebbe che sopprimere la *passivity rule* oggi prevista dall'art. 104 del Testo Unico finanza e introdurre le tanto deprecate pillole avvelenate (*poison pills*)".

b) L'impostazione complessiva della Direttiva

Nel corso della sua tormentata elaborazione, iniziata tredici anni fa, la direttiva ha subito profonde trasformazioni. Il testo che da tre anni rimbalza fra Strasburgo e Bruxelles aspira a creare un clima complessivamente più favorevole ai trasferimenti proprietari, pur tenendo conto di varie complessità delle legislazioni nazionali. Volendo sintetizzare all'estremo, si può dire che la proposta (ancora di più nella versione del 2000) rispecchia molto l'attuale normativa italiana prevista dal d. lgs. 58 del 1998 (Testo Unico della Finanza). I punti qualificanti sono:

- Un livello necessario di protezione per gli azionisti;
- L'obbligo di rivolgere l'offerta a tutti i titolari di azioni con diritto di voto;
- La previsione di una soglia fissa come presunzione del trasferimento di controllo e dunque dell'obbligo di offerta a tutti gli azionisti;
- Il limite alla durata massima del periodo d'offerta;
- L'obbligo del consiglio di amministrazione della società target di esprimere un giudizio sull'offerta;
- L'obbligo di approvazione da parte dell'assemblea (con maggioranza qualificata) per tutte le operazioni che possono essere ostili allo scalatore;
- Il principio secondo cui spetta agli azionisti pronunciarsi sulle misure di difesa una volta che l'offerta sia stata resa pubblica e impone altresì una maggiore trasparenza di quegli assetti strutturali della società che possano spiegare effetti difensivi in caso di Opa (ad esempio, la sussistenza di particolari clausole statutarie);
- L'obbligo per le società di dare informazione, ad esempio in sede di allegati al bilancio, relativamente a quei meccanismi che potrebbero ostacolare

⁸ Renato Brunetta – Antonio Preto, Opa europea. Perché l'Italia punta i piedi, "Il Sole – 24 Ore", 20 maggio 2003.

l'assunzione e l'esercizio del controllo della società da parte di un possibile offerente;

- L'obbligo per tutti gli azionisti di pronunciarsi ogni due anni su tali misure strutturali e meccanismi di difesa, e per l'organo di amministrazione di giustificarli;
- Le restrizioni in materia di trasferimento dei titoli e le restrizioni al diritto di voto (ad esempio la determinazione di massimali di partecipazione o le restrizioni alla trasferibilità delle azioni, o le restrizioni che influiscono sull'esercizio dei diritti di voto o sul voto differito) siano inopponibili all'offerente o cessino di produrre effetti una volta che un'offerta pubblica di acquisto sia stata resa pubblica.

c) I punti controversi

Le obiezioni del Parlamento riguardavano almeno i seguenti aspetti:

- Il principio secondo cui eventuali misure difensive devono essere approvate dall'assemblea dei soci;
- L'insufficiente protezione accordata ai lavoratori delle imprese coinvolte;
- L'incapacità della proposta di assicurare regole comparabili a quelle degli Stati Uniti
- Mancata definizione del prezzo "equo" dell'offerta pubblica;
- Mancata previsione della cessione obbligatoria (all'azionista che avesse raggiunto la quasi totalità del possesso delle azioni) e riscatto obbligatorio (da parte del nuovo azionista quasi totalitario, in analoghe circostanze). Questa soluzione era in particolare caldeggiata dal primo rapporto Winter.

d) Le soluzioni attuali

I vari soggetti italiani interessati alla Direttiva sono giunti recentemente ad un accordo sui principali punti controversi, nell'ambito di un'iniziativa coordinata da Borsa Italiana⁹. Al problema relativo ai diritti dei lavoratori è stata data una risposta con il "considerando" n. 20 e con la formulazione attuale dell'art. 6, comma 3, lett. h) che impone che il documento di offerta contenga indicazioni per quanto riguarda:

"l'intenzione dell'offerente riguardo alla continuazione dell'attività della società oggetto dell'offerta e, nella misura influenzata dall'offerta, della società offerente, e inoltre riguardo alla continuità dell'occupazione dei dipendenti e del *management*, incluse le condizioni di lavoro. Ciò attiene in particolare al piano strategico della società offerente nei confronti delle altre società, e al probabile impatto sui posti di lavoro". Si raccomanda di prevedere esplicitamente una procedura formale di consultazione indicando che "i lavoratori e i loro

⁹ Osservazioni sulla proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio concernente le Offerte Pubbliche di Acquisto, Posizione comune, ABI-ANIA-Assogestioni-Assonime-Assoreti-Assosim-Borsa Italiana-Confindustria, aprile 2003.

rappresentanti devono essere consultati dalla società offerente mediante una procedura chiara".

Si riportano di seguito le osservazioni formulate nel documento sopra citato.

A. Nozione di controllo, prezzo dell'offerta, esenzioni dall'obbligo di offerta (Art. 5)

A. 1 Soglia di controllo

L'art. 5, par. 1 prevede che gli Stati Membri debbano introdurre un obbligo di offerta totalitaria successiva in caso di superamento, da parte di un soggetto (e di coloro i quali agiscono di concerto con tale soggetto), di una determinata percentuale di azioni che gli attribuisca il controllo della società. La definizione della percentuale di diritti di voto sufficiente a conferire il controllo e le modalità del relativo calcolo sono rimesse agli Stati membri (art. 5, par. 3).

L'obbligo di offerta totalitaria successiva previsto dalla disciplina comunitaria presuppone l'acquisto di una percentuale (non fissata dalla direttiva) di "titoli" (definiti dall'art. 2 come «valori mobiliari che conferiscono il diritto di voto») che attribuisca il controllo, mentre la disciplina italiana – così come quella vigente in altri Paesi europei – attribuisce rilevanza al superamento della soglia del trenta per cento delle azioni ordinarie, prevedendo un'esenzione in presenza di altri soci che detengono il controllo di diritto. Un analogo emendamento, volto a introdurre una soglia, viene proposto nel Progetto di Relazione della Commissione Giuridica del Parlamento Europeo.

Sembra opportuno che il legislatore comunitario preveda soglie, o un intervallo di soglie all'interno del quale gli Stati membri debbano individuare una percentuale che fa sorgere l'obbligo di offerta. E' evidente che in tal caso il superamento della soglia indicata non comporta l'obbligo di offerta ove sia realizzato in presenza di altri soci che detengono il controllo.

A. 2 Acquisto di concerto

La definizione e la disciplina dell'azione di concerto presentano alcuni problemi. In primo luogo, la definizione di concerto è estensiva, ma di non facile applicazione: l'art. 2, par. 1, lett. d), infatti, comprende in tale nozione ogni "accordo", ma solo se "volto rispettivamente ad ottenere il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta". La norma, quindi, introduce un non sempre agevole esame delle "intenzioni" dei soggetti che si ritiene agiscano di concerto.

Al di là della definizione di persone che agiscono di concerto (art. 2, par. 1, lett. d), il testo della proposta di direttiva sembra subordinare l'obbligo di offerta alla condizione che, anche nei casi di acquisti concertati, sia individuabile un soggetto singolo che detiene il controllo. Infatti, l'art. 5, par. 1, nella parte rilevante, prevede che l'obbligo sorga a carico della persona fisica o giuridica che, "per effetto di propri acquisti o dell'acquisto da parte di persone che agiscono di concerto con essa, detenga titoli di una società di cui all'art. 1, par. 1, che, sommati ad una partecipazione già in suo possesso e ad una partecipazione di persone che agiscono di concerto con essa le conferiscano, direttamente o indirettamente, diritti di voto in detta società in una percentuale tale da esercitare il controllo della stessa". Questa disposizione parrebbe riguardare il solo soggetto controllante, e non estendersi, analogamente a quanto previsto dall'art. 109 del TUF, solidalmente a tutti i soggetti che hanno agito di concerto.

Sarebbe quindi opportuno che la direttiva prevedesse un obbligo solidale degli aderenti ad un patto di promuovere un'Opa quando vengano a detenere, a seguito di acquisti effettuati anche da uno solo di essi, una partecipazione complessiva tale da consentire il controllo ovvero la soglia rilevante.

A. 3 Esenzione dall'obbligo di Opa

Le disposizioni in materia di Opa obbligatoria sembrano non lasciare spazio ad ipotesi legislative di esenzione, normalmente contemplate dagli Stati membri. Il par. 2 dell'art. 5 della proposta esclude l'obbligo solo qualora il controllo sia stato ottenuto a seguito di un'offerta volontaria presentata conformemente alla direttiva a tutti i possessori di titoli per la totalità dei titoli in loro possesso.

L'art. 4, par. 5, consente agli Stati membri, a condizione che siano rispettati i principi generali stabiliti dall'art. 3, di prevedere nelle norme nazionali che le loro autorità di vigilanza concedano deroghe, con decisione motivata, in alcuni tipi di casi, determinati a livello nazionale, e/o in alcuni casi particolari.

Tale facoltà è poi completata da quanto disposto dall'art. 5, comma 4, secondo capoverso, dove si prevedono modifiche sul prezzo da riconoscere in caso di Opa: ai sensi di tale disposizione, le autorità di vigilanza nazionali possono essere autorizzate a modificare il prezzo in determinate ipotesi, ad esempio nel caso in cui il prezzo stesso è stato concordato tra acquirente e venditore o per permettere il salvataggio di una impresa in difficoltà.

Tale disciplina sembra compromettere la possibilità, riconosciuta nell'ordinamento italiano, di prevedere *ex lege* ed in via generale ed astratta vere e proprie deroghe all'obbligo di Opa totalitaria. Ci si riferisce, in particolare, all'art. 107 che disciplina l'Opa preventiva parziale e all'art. 106, comma 5 del Tuf che prevede l'esonero dall'obbligo di Opa nei seguenti casi: (i) presenza di altri soci che detengono il controllo; (ii) operazioni dirette al salvataggio di società in crisi; (iii) trasferimento di azioni ordinarie tra soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione; (iv) cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente; (v) operazioni di carattere temporaneo; (vi) operazioni di fusione o scissione. L'esperienza applicativa ha mostrato l'utilità di tali previsioni che sarebbe quindi opportuno prevedere anche a livello comunitario.

È auspicabile una disciplina comunitaria uniforme delle ipotesi di esenzione, da introdurre nell'ambito dell'art. 5.

A. 4 Determinazione del prezzo equo

Il meccanismo di determinazione del prezzo dell'offerta totalitaria successiva previsto dalla proposta di direttiva è basato sul più alto prezzo pagato dall'offerente nel periodo, compreso tra sei e dodici mesi, anteriore all'offerta. La disciplina italiana (art. 106, comma 2, TUF) prevede invece una media aritmetica tra il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi e il prezzo più elevato pattuito dall'offerente, nello stesso periodo, per acquisti di azioni ordinarie. Quest'ultima soluzione sembra contemperare meglio le esigenze di contendibilità del controllo e di tutela delle minoranze. La disciplina europea, al contrario, potrebbe rendere particolarmente onerosa l'offerta successiva totalitaria.

Sembra opportuno riconsiderare la scelta dei criteri per la determinazione del prezzo equo dell'Opa obbligatoria dell'art.5.

Una soluzione aggiuntiva potrebbe essere la previsione della possibilità di un'Opa preventiva parziale che, esonerando dall'obbligo di Opa successiva totalitaria, offra un contemperamento all'eccessiva onerosità del trasferimento del controllo. Si potrebbe infatti prevedere, sulla scia dell'art. 107 del TUF, che si è esonerati dall'obbligo di Opa successiva totalitaria se la partecipazione rilevante viene ad essere detenuta a seguito di un'offerta pubblica d'acquisto o di scambio volontaria avente ad oggetto almeno il 60% delle azioni ordinarie, se sussistono, cumulativamente, le seguenti condizioni: che l'offerente ed i soggetti ad esso legati non abbiano acquistato partecipazioni in misura superiore all'1% nei dodici mesi precedenti l'offerta; che l'offerta sia stata condizionata all'approvazione di tanti soci che possiedano la maggioranza delle azioni ordinarie, escludendo dal computo sia la partecipazione dell'offerente sia le partecipazioni detenute dal socio di maggioranza. Peraltro, consentire agli Stati membri la facoltà di prevedere l'Opa preventiva parziale rischia di introdurre disparità tra gli ordinamenti nazionali, aumentando la contendibilità delle sole imprese soggette alle regole degli Stati che si sono avvalsi di tale facoltà.

La previsione dell'Opa preventiva parziale dovrebbe essere introdotta come previsione della direttiva e non solo come facoltà per gli Stati membri.

A. 5 Corrispettivo dell'Opa obbligatoria

Quanto al corrispettivo dell'Opa obbligatoria si ritiene che debba operare il principio generale dell'acquisto in contanti; il pagamento mediante titoli liquidi deve essere un'eccezione e non la regola, come sembra invece suggerire l'art. 5, par. 5. L'ambiguità è confermata dalla previsione dell'art. 3, par. 1, lett. e) della proposta, che sembra ancorare il pagamento di un corrispettivo in contanti ad un'espressa previsione del documento di offerta.

Sembra opportuno chiarire che, trattandosi di "offerta pubblica d'acquisto" e non di "scambio", la regola generale deve essere quella del pagamento in contanti.

Si propone anche, con riferimento al caso di offerta il cui corrispettivo è rappresentato da "titoli liquidi", di sostituire, tale ultima espressione con quella di "titoli negoziati su un mercato regolamentato".

B. Annuncio dell'offerta (Art. 6)

All'art. 6, par. 1, si prevede che «gli Stati Membri provvedono a che viga l'obbligo di rendere immediatamente pubblica la decisione di promuovere un'offerta ...». Questa previsione, conforme a quanto già attualmente previsto in generale dall'art. 114 del TUF (comunicazioni al pubblico), pare di difficile applicazione se letta congiuntamente a quanto previsto dall'art. 3, par. 1, lett. e); in questo articolo, infatti, si prevede che «un offerente può annunciare un'offerta solo dopo essersi messo in condizione di poter far fronte pienamente ad ogni impegno di corresponsione di corrispettivo in contanti ... e dopo aver adottato tutte le misure ragionevoli per assicurare il soddisfacimento degli impegni in materia di corrispettivi di altra natura».

Qualora, in sede di implementazione della direttiva, tale principio venisse interpretato dagli Stati membri in modo differente e troppo formalistico – ritenendo che esso imponga al *bidder* di attendere l'ufficiale ottenimento di specifiche garanzie o il deposito di una somma di denaro vincolata a far fronte agli obblighi discendenti dall'offerta – esso parrebbe difficilmente conciliabile con la necessità di "rendere immediatamente pubblica la decisione di promuovere un'offerta".

C. Disciplina delle misure difensive (Art. 9).

La norma, che prevede la c.d. "*passivity rule*", presenta alcuni margini di ambiguità che potrebbero essere evitati. In primo luogo, desta qualche perplessità la regola (secondo comma) che include, tra le misure difensive che richiedono l'approvazione assembleare, le operazioni di emissione che possono avere l'effetto di impedire "durevolmente" all'offerente di acquisire il controllo della società emittente. Tale nozione determina evidenti difficoltà in relazione all'individuazione delle difese che gli amministratori possono implementare autonomamente: in effetti, ci si potrebbe chiedere – e rispondere negativamente – se e quando un aumento di capitale (tipica misura anti-opa) impedisca durevolmente il ricambio del controllo.

Sembra opportuno, pertanto, eliminare il termine "durevolmente".

Con riferimento al momento iniziale a partire dal quale il consiglio di amministrazione della società bersaglio è soggetto alla *passivity rule*, il primo capoverso del secondo comma dell'art. 9 fa generalmente riferimento al momento in cui «l'organo di amministrazione della società emittente riceve le informazioni sull'offerta di cui all'art. 6, par. 1, prima frase e finché il risultato dell'offerta non sia stato reso pubblico ovvero l'offerta stessa decada».

A questo proposito, e tenendo conto del fatto che la società target subirebbe forti restrizioni alla propria operatività a seguito dell'annuncio dell'intenzione di effettuare l'offerta, si suggerisce di prevedere un termine massimo entro il quale debba avvenire la pubblicazione del documento d'offerta dopo l'annuncio di tale intenzione, al fine di non esporre l'emittente ad annunci "pretestuosi" finalizzati a limitarne l'operatività.

Il terzo comma della norma, dedicato alle misure difensive "preparate" in un periodo nel quale la società non era soggetta a Opa, e «che non sono ancora state parzialmente o completamente approvate», dispone che esse siano soggette alla *passivity rule* (e debbano quindi essere sottoposte al vaglio assembleare) unicamente qualora esse non rientrino "nel corso normale delle attività della società" e se la loro attuazione può contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta. La nozione di "corso normale" presenta non pochi elementi di ambiguità, e in sede applicativa potrebbe essere fonte di un estenuante contenzioso finalizzato a verificare se, grazie a tale eccezione, atti ed operazioni, che pure ostacolano l'offerta, possano essere comunque adottati autonomamente dagli amministratori.

Si propone, quindi, di espungere il riferimento al "corso normale" dal testo della direttiva.

D. Obblighi di trasparenza sugli assetti proprietari (Art. 10)

Si condividono i requisiti di trasparenza imposti alle società con titoli negoziati su mercati regolamentati, allo scopo di rendere noti al mercato gli assetti proprietari, inclusa ogni struttura e disposizione che potrebbe ostacolare l'assunzione e l'esercizio del controllo della società da parte di un offerente. Si tratta, come è evidente, di nuovi obblighi di informazione posti a carico di tutte le società che abbiano titoli negoziati nei mercati regolamentati, a prescindere dalla pendenza di un'offerta pubblica d'acquisto, e che avrebbero probabilmente trovato miglior sede nella proposta di direttiva in materia di obblighi di trasparenza.

In tale contesto, peraltro, la previsione del terzo paragrafo dell'art. 10 non è condivisibile; essa prevede che l'assemblea generale degli azionisti si pronunci almeno ogni due anni sugli aspetti strutturali ed i meccanismi di difesa della società, quindi anche su questioni estranee ai poteri dell'assemblea stessa.

Sembra opportuno modificare il terzo paragrafo dell'art. 10, prevedendo che l'organo amministrativo presenti annualmente all'assemblea una relazione in cui siano illustrati gli aspetti strutturali e le misure difensive della società.

E. La c.d. "*breakthrough rule*" (Art. 11)

L'articolo 11 intende colpire, attraverso la cosiddetta regola della neutralizzazione, le restrizioni, statutarie e contrattuali, al trasferimento dei titoli e ai diritti di voto che possono essere considerate come barriere alle offerte.

La ratio e le modalità di neutralizzazione delle restrizioni in esso previste sono diverse in relazione al momento in cui la regola si applica, se in pendenza dell'offerta (parr. 2 e 3) oppure successivamente alla conclusione della stessa (par. 4). In pendenza dell'offerta, scopo della neutralizzazione è quella di consentire agli azionisti - ivi compreso l'offerente - di aderire liberamente all'offerta o, viceversa, di resistervi esprimendosi nell'assemblea convocata per l'adozione di misure difensive, al di fuori di vincoli contrattuali o statutari adottati prima del lancio dell'offerta stessa. Con riferimento alla fase successiva all'offerta, si prevede l'inefficacia delle restrizioni al trasferimento di titoli e al diritto di voto - come pure ai diritti speciali degli azionisti riguardanti la nomina o la revoca dei membri dell'organo di amministrazione - qualora l'offerente detenga un numero di titoli della società emittente sufficiente per modificare lo statuto.

Le restrizioni al trasferimento dei titoli ed ai diritti di voto oggetto della regola della neutralizzazione possono essere distinte in due categorie: quelle di natura contrattuale (intendendo come tali quelle previste sia nello statuto che in accordi parasociali) e quelle "strutturalmente connaturate" alla natura dello strumento finanziario.

I due casi sono sostanzialmente diversi.

Nel primo caso, lo statuto o gli accordi parasociali limitano convenzionalmente l'esercizio dei diritti inerenti alle azioni (ad esempio, clausole di prelazione o gradimento che limitano la trasferibilità delle azioni ordinarie; sindacati di voto che limitano l'esercizio del diritto di voto delle azioni ordinarie). La sospensione di tali restrizioni risponde all'esigenza, che si manifesta in occasione di un'offerta pubblica d'acquisto, di restituire agli azionisti - ivi compreso l'offerente - la pienezza delle facoltà connesse al possesso di azioni.

Nel secondo caso, si tratta invece di categorie di azioni distinte in ragione dei diritti di voto o patrimoniali (o dell'assenza di tali diritti) ad esse "strutturalmente connaturati", come nel caso delle azioni a voto limitato (ad esempio le azioni privilegiate o i nuovi strumenti finanziari che possono essere emessi ai sensi del nuovo art. 2351 c.c.), quelle senza diritto di voto (ad esempio le azioni di risparmio) o quelle a voto plurimo. Questi strumenti devono essere esclusi dall'ambito di applicazione della regola di neutralizzazione. In caso contrario, l'applicazione di tale regola sconfinerebbe da una sospensione di restrizioni ad una modifica del contenuto dei diritti inerenti alle azioni; essa si risolverebbe in una lesione dei diritti di proprietà dei portatori di distinte categorie di azioni, non

tenendo tra l'altro in considerazione il fatto che i prezzi di mercato tendono a riflettere le prerogative proprie delle diverse categorie di azioni.

La previsione dell'art. 11 formulata nella proposta della Commissione appare coerente con i principi sopra esposti; essa è quindi condivisibile nella misura in cui si limita a sospendere le restrizioni all'esercizio del diritto di voto e alla trasferibilità delle azioni previste nello statuto o in altri accordi contrattuali, senza incidere sui diritti "geneticamente" inerenti alle azioni.

Sembrano invece contrarie a tali principi alcune proposte, emerse in sede di Consiglio e di Parlamento Europeo, volte ad estendere l'applicazione della regola della neutralizzazione a categorie di azioni specifiche come quelle a voto plurimo. Tali proposte, quindi, dovrebbero essere respinte.

Inoltre, non è chiara la proposizione relativa alle azioni senza diritti di voto: ad esempio, il par. 5 dell'art. 11 dispone che non si considera "restrizione" al diritto di voto ai sensi dei parr. 2 e 3, l'emissione di titoli senza diritto di voto che comportano specifici vantaggi pecuniari. Peraltro, le azioni senza diritto di voto sono già escluse dall'ambito di applicazione della direttiva (cfr. combinato disposto di art. 1, par. 1 e art. 2, par. 1, lett. e).

In realtà, l'assenza di diritto di voto è "strutturalmente connaturata" alle azioni: ne consegue che tali titoli devono essere esclusi dall'ambito di applicazione dell'art. 11. Sembra dunque opportuno eliminare l'intero paragrafo 5.

Si segnala tra l'altro che il paragrafo 5, se non eliminato, lascia incerta la sorte dei titoli privi di diritti di voto cui non siano attribuiti specifici vantaggi pecuniari, come espressamente previsto dal nuovo art. 2351 c.c..

Da ultimo, vale la pena di riportare la conclusione dell'articolo citato dei due parlamentari europei:

"Se l'Italia saprà mettere la discussione sul giusto binario, ricostruendo la maggioranza che si stava delineando attorno ad una direttiva che creasse un vero *level playing field* non è escluso che **essa riesca ad approvare la direttiva già durante il suo semestre di presidenza**. Due sembrano essere le condizioni: che si chiarisca definitivamente la posizione tedesca, cosa probabile dopo il Congresso della SPD e che si evitino compromessi pasticciati alla greca. Potremo così avere una direttiva che favorisce l'integrazione europea e gli interessi italiani che in questo caso sembrano proprio coincidere".

3. La direttiva sui servizi di investimento

Analoghe considerazioni si possono fare per quanto riguarda la Direttiva sui servizi di investimento. In questo caso, si tratta di adeguare alla nuova realtà dei mercati la direttiva del 1993, che ha promosso ovunque importanti miglioramenti dei mercati finanziari, ma che è ormai superata dallo sviluppo tecnologico e dalle modificazioni strutturali dei sistemi finanziari.

Il nuovo testo si propone di favorire la formazione di un "mercato finanziario integrato ed efficiente" per l'Unione europea. La Commissione considera che l'attuale stato di frammentazione del mercato dei capitali europeo in singoli mercati nazionali non sia ottimale e che tale frammentazione dipenda dalle forti

barriere regolamentari in particolare nell'organizzazione dei mercati regolamentati.

a) Perché la direttiva sui servizi di investimento è politicamente e tecnicamente importante

Valgono le considerazioni già esposte a proposito della Direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto. I mercati finanziari europei presentano ancora forti elementi di segmentazione ed impediscono una reale concorrenza transnazionale. L'approvazione del nuovo testo darebbe un impulso fondamentale all'integrazione, alla concorrenza e all'efficienza.

b) L'impostazione complessiva della Direttiva

Il punto qualificante del nuovo testo è la revisione del concetto di mercato regolamentato, che tiene conto delle nuove tecniche di scambio promossi da operatori finanziari o da *information provider*. La nuova impostazione è basata sui concetti di concorrenza e di libertà di accesso e fa venir meno definitivamente l'obbligo di concentrazione sui mercati regolamentati, in quanto concettualmente incompatibili con la libertà di accesso per ciascun ordine a tutti i sistemi di negoziazione dell'Unione Europea.

c) I problemi

Da varie parti (per l'Italia si vedano in particolare le posizioni assunte dall'ABI) si è osservato che la concorrenza prevista dalla nuova direttiva è auspicabile, ma che non deve essere realizzata in modo da compromettere i requisiti fondamentali di correttezza e trasparenza. Si è in particolare osservato che la possibilità di "internalizzazione degli ordini" da parte degli intermediari avrebbe potuto comportare gravi inconvenienti ai danni dell'efficienza della formazione dei prezzi e della protezione dell'investitore. Il venir meno dell'obbligo di concentrazione sui mercati regolamentati deve accompagnarsi a strumenti idonei a presidiare gli interessi degli investitori. La direttiva "*market abuse*" e quella sui prospetti, pertanto, dovranno essere congiuntamente esaminate con quella sui servizi di investimento e congiuntamente approvate, a tutela dei risparmiatori.

d) Le soluzioni attuali

Anche in questo caso, senza entrare nel merito della discussione che si è svolta ha portato alla redazione in dicembre di un testo che accoglie le istanze di tutte le parti italiane e che sembra essere accettato da tutti i principali paesi.

L'occasione appare dunque più che propizia per arrivare alla approvazione di queste direttive che - come è avvenuto per la sua prima versione - determineranno effetti fondamentali sugli assetti competitivi dell'industria dei servizi finanziari europei, garantendo al contempo i principi di trasparenza. Anche a questo proposito va ribadito che, sul piano politico interno, appare opportuno affiancare questo fondamentale passo legislativo con la ricostituzione presso il Ministero dell'Economia del Comitato per la piazza finanziaria che favorisca il coordinamento dei soggetti (banche, intermediari, mercati organizzati, investitori

istituzionali, emittenti) che saranno chiamati a collaborare alla trasposizione della direttiva e alla realizzazione delle principali iniziative che da essa scaturiranno.

4. Conclusioni

L'approvazione delle direttive indicate in questo documento appare indispensabile per raggiungere gli obiettivi del *Financial Services Action Plan* e quindi per garantire unitarietà ed efficienza ai mercati finanziari europei.

Non si può tuttavia fare a meno di notare che le vicende degli ultimi tre anni hanno messo in evidenza la necessità di un forte rafforzamento del grado di protezione degli investitori e che la risposta dei paesi europei appare complessivamente meno rapida ed incisiva di quella già realizzata dagli Stati Uniti, cioè dal sistema finanziario che si intende superare in efficienza e competitività.

In definitiva, l'approvazione delle direttive indicate appare oggi come una condizione necessaria, ma non sufficiente. Occorrerà che a livello di singoli paesi vengano fin da ora varate riforme rivolte specificamente alla protezione degli investitori (e al rafforzamento delle sanzioni in caso di violazione delle norme) mentre a livello europeo dovrà essere accelerata l'azione di coordinamento delle politiche legislative e di vigilanza previste nel piano Lamfalussy.