



COMMISSIONE EUROPEA

Bruxelles, 28.6.2012
COM(2012) 347 final

**RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL
CONSIGLIO, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL
COMITATO DELLE REGIONI**

Applicazione della direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto

(Testo rilevante ai fini del SEE)

**RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL
CONSIGLIO, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL
COMITATO DELLE REGIONI**

Applicazione della direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto

(Testo rilevante ai fini del SEE)

1. INTRODUZIONE

1. La presente relazione riesamina l'applicazione della direttiva 2004/25/CE¹ concernente le offerte pubbliche di acquisto (in seguito: "la direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto" o "la direttiva"), conformemente all'articolo 20 della direttiva.
2. La direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto contiene orientamenti minimi per lo svolgimento delle offerte pubbliche di acquisto, in particolare per quanto riguarda la pubblicità dell'offerta, riguardanti titoli con diritto di voto di società disciplinate dalle leggi degli Stati membri, laddove tali titoli azionari, totalmente o in parte, siano ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato.
3. Gli obiettivi perseguiti dalla direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto sono importanti per i mercati finanziari e per le parti interessate delle società quotate. In particolare, gli obiettivi della direttiva sono:
 - la certezza giuridica sullo svolgimento delle offerte pubbliche di acquisto e un contesto chiaro e trasparente a livello comunitario per quanto riguarda le offerte pubbliche di acquisto;
 - la tutela degli interessi degli azionisti, in particolare degli azionisti di minoranza, e dei dipendenti e delle altre parti interessate attraverso la trasparenza e il diritto all'informazione, quando una società è soggetta a offerta pubblica di acquisto o a cambiamento di controllo;
 - l'agevolazione delle offerte pubbliche di acquisto, attraverso il rafforzamento della libertà di negoziazione dei titoli di società e di esercizio del diritto di voto su tali titoli e la prevenzione di atti od operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta;
 - il consolidamento del mercato unico, consentendo la libera circolazione dei capitali in tutta l'UE.

¹ Direttiva 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 concernente le offerte pubbliche di acquisto, GU L 142/12 del 30.3.2004, pag. 38. Disponibile su:
http://ec.europa.eu/internal_market/company/official/index_en.htm

4. La direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto si basa su principi generali² che dovrebbero essere applicati dagli Stati membri ai fini del recepimento della direttiva. I principi comprendono:

- parità di trattamento per gli azionisti;
- tutela degli azionisti di minoranza in caso di cambiamento di controllo;
- divieto di manipolazione del mercato o abuso di mercato;
- gli azionisti devono disporre di un lasso di tempo e di informazioni sufficienti per poter decidere con cognizione di causa in merito all'offerta.

Eventuali deroghe alle norme della direttiva da parte degli Stati membri devono comunque attenersi ai suddetti principi nonché agli altri principi ivi elencati.

5. La presente relazione descrive l'impatto della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto e le modalità con cui è stata applicata (sezione 2), individua i principali problemi derivanti dall'applicazione della direttiva (sezione 3) e trae una serie di conclusioni (sezione 4).

2. IMPATTO E APPLICAZIONE DELLA DIRETTIVA SULLE OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO

6. Lo studio esterno sull'applicazione della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto condotto per conto della Commissione (in seguito "lo studio esterno")³ mostra che la direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto non ha prodotto cambiamenti rilevanti nel quadro giuridico degli Stati membri inclusi nello studio⁴, dato che norme analoghe esistevano o erano allo studio a livello nazionale già prima dell'adozione della direttiva.

7. In merito al recepimento delle disposizioni opzionali della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto, lo studio esterno, la relazione dei servizi della Commissione del 2007 sull'attuazione della direttiva⁵ e ulteriori ricerche condotte dalla Commissione mostrano che 19⁶ Stati membri hanno recepito la regola di neutralità dell'organo di amministrazione⁷, mentre solo tre Stati membri⁸ hanno recepito la

² Cfr. articolo 3 della direttiva.

³ Marcus Partners, in collaborazione con il Centro per gli studi politici europei (giugno 2012), *Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids*. Disponibile su: http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm

⁴ Austria, Belgio, Cipro, Repubblica ceca, Danimarca, Estonia, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Ungheria, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Romania, Repubblica slovacca, Spagna, Svezia e Regno Unito.

⁵ Documento di lavoro dei servizi della Commissione. Relazione sull'applicazione della direttiva concernente le offerte pubbliche di acquisto, 21 febbraio 2007, SEC(2007) 268.

⁶ Austria, Bulgaria, Cipro, Repubblica ceca, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Lettonia, Lituania, Malta, Portogallo, Romania, Slovenia, Repubblica slovacca, Spagna e Regno Unito.

⁷ La regola di neutralità dell'organo di amministrazione (articolo 9 della direttiva) dispone che in pendenza dell'offerta l'organo di amministrazione della società emittente è tenuto a ottenere l'autorizzazione preventiva dell'assemblea degli azionisti prima di intraprendere qualsiasi atto od operazione che possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta.

regola di neutralizzazione⁹. Conformemente all'articolo 12, paragrafo 3, della direttiva, circa la metà degli Stati membri¹⁰ consente alle società soggette alla regola di neutralità dell'organo di amministrazione e/o alla regola di neutralizzazione (in forza di norme di legge o sulla base dello statuto della società) di non applicare la regola nell'ambito di offerte pubbliche di acquisto di offerenti non soggetti alla stessa regola (reciprocità).

8. In merito all'applicazione del quadro giuridico negli Stati membri, non sono emersi problemi strutturali di adeguamento alla normativa.
9. Lo studio esterno mostra che la direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto ha contribuito a miglioramenti nei settori inerenti ai suoi obiettivi, per esempio attraverso l'introduzione di regole di coordinamento relative alle offerte transfrontaliere per le autorità di vigilanza, i principi generali della direttiva, le regole di pubblicità, la regola di offerta obbligatoria, il diritto di acquisto e l'obbligo di acquisto.
10. Le parti interessate che hanno partecipato al sondaggio sulla percezione, condotto ai fini dello studio esterno, ritengono che la direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto sia utile ai fini di un corretto ed efficiente funzionamento del mercato. Le parti interessate si dichiarano in generale soddisfatte della chiarezza delle norme contenute nella direttiva e dell'adeguatezza della loro applicazione. In generale ritengono che la direttiva abbia rafforzato la posizione degli azionisti di minoranza e considerano positivamente il regime di pubblicità, la regola dell'offerta obbligatoria, il diritto di acquisto e l'obbligo di acquisto sanciti dalla direttiva. I rappresentanti dei dipendenti, consultati attraverso il sondaggio sulla percezione, sono invece meno soddisfatti della direttiva. In particolare, a loro giudizio la direttiva non tutela sufficientemente i dipendenti dal rischio di cambio delle condizioni occupazionali o di licenziamenti collettivi dopo l'acquisizione.
11. In merito alle disposizioni opzionali della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto, che disciplinano l'uso delle misure di difesa, le parti interessate sembrano ritenerle poco efficaci. Per esempio, lo studio esterno mostra che le parti interessate ritengono che la direttiva non abbia un effetto significativo sul numero delle offerte e che, nonostante la direttiva stessa, in Europa venga utilizzato un elevato numero di difese in gran parte preventive. Tuttavia, le parti interessate sostengono altresì che vi sono sufficienti opportunità per neutralizzare le difese sebbene gran parte degli Stati membri non abbia recepito la regola di neutralizzazione.
12. È difficile calcolare l'impatto della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto sull'economia, soprattutto perché sono poche le offerte pubbliche di acquisto che hanno avuto luogo nell'UE dal recepimento della direttiva¹¹, data la situazione

⁸ Estonia, Lettonia e Lituania.

⁹ La regola di neutralizzazione (articolo 11 della direttiva) neutralizza le difese preventive durante un'acquisizione rendendo alcune restrizioni (p.es. restrizioni relative al trasferimento di azioni o al diritto di voto) inapplicabili durante l'acquisizione e consente all'offerente di rimuovere l'organo di amministrazione in carica della società emittente e di modificare lo statuto della società.

¹⁰ Belgio, Danimarca, Francia, Germania, Grecia, Ungheria, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Slovenia e Spagna.

¹¹ Ad eccezione di un piccolo numero di acquisizioni registrate nel 2007, cfr. figura 2 dell'allegato.

economica dopo la crisi finanziaria¹². Inoltre, il carattere di armonizzazione minima della direttiva, unito alla natura opzionale degli articoli relativi alle misure di difesa e alla possibilità, per gli Stati membri, di derogare alle norme della direttiva (di cui all'articolo 4, paragrafo 5, della direttiva stessa), ha prodotto un'ampia varietà di norme nazionali nel campo delle offerte pubbliche di acquisto.

Più in generale, l'analisi economica¹³ mostra che sebbene le offerte pubbliche di acquisto teoricamente promuovano l'efficienza economica, ciò non sempre trova riscontro nella pratica poiché le condizioni del comportamento razionale, della debita informazione degli operatori del mercato e dell'assenza di costi di transazione non sono sempre soddisfatte (p.es. offerte pubbliche di acquisto potrebbero aver luogo per creare imperi e gli azionisti potrebbero ricevere informazioni incomplete, sostenere costi di transazione elevati ed essere sottoposti a pressioni per la presentazione dell'offerta). Inoltre, alcune disposizioni della direttiva, per esempio la regola di neutralità dell'organo di amministrazione, la regola di neutralizzazione, il diritto di acquisto e l'obbligo di acquisto, agevolano le offerte pubbliche di acquisto, mentre altre, come la regola dell'offerta obbligatoria, potrebbero fungere da deterrenti¹⁴.

13. Un confronto con i paesi terzi¹⁵ mostra che la legislazione in materia di offerte pubbliche di acquisto di tali paesi si basa su principi analoghi a quelli della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto. Un'eccezione è costituita dal principio di tutela dei dipendenti mediante il diritto all'informazione che in genere non è contemplato nei paesi terzi oggetto dell'indagine. Anche la durata di un'offerta pubblica di acquisto e le informazioni da fornire sono simili nell'UE e nei paesi terzi. In gran parte dei paesi terzi analizzati, salvo gli Stati Uniti, la legge prevede la regola dell'offerta obbligatoria o una regola analoga che stabilisce una soglia di controllo solitamente del 30% circa o di un terzo, requisito anch'esso simile a quello dell'UE (la direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto lascia stabilire la soglia di controllo agli Stati membri ma la maggior parte di essi l'ha fissata al 30% o a un terzo). Riguardo alle misure di difesa, il confronto mostra che vengono utilizzate in tutti i paesi terzi analizzati e che la maggior parte di essi (eccetto gli Stati Uniti) applica un equivalente della regola di neutralità dell'organo di amministrazione. Tuttavia, nessuna delle leggi dei paesi terzi analizzati contiene un equivalente della regola di neutralizzazione. Riguardo al diritto di acquisto e all'obbligo di acquisto, il numero dei paesi terzi analizzati che applica tali regole è limitato. Tuttavia sono presenti altri meccanismi con effetto analogo (p.es. azioni richiamabili in Giappone, acquisizioni obbligatorie in Australia e pagamento in contante delle azioni nei cash merger in Svizzera). Alcuni paesi terzi offrono anche la possibilità di ottenere il controllo totale di una società mediante particolari accordi ("scheme of arrangement").
14. L'articolo 20 della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto prescrive alla Commissione di includere nell'esame della direttiva un'indagine sulle strutture di controllo e sulle barriere alle offerte pubbliche d'acquisto non coperte dalla direttiva.

¹² Cfr. figure 1 e 2 dell'allegato alla presente relazione.

¹³ Cfr. capitolo 4 dello studio esterno.

¹⁴ Cfr. figura 3 dell'allegato alla presente relazione.

¹⁵ Lo studio esterno riguarda i seguenti paesi terzi: Australia, Canada, Cina, Hong Kong, India, Giappone, Russia, Svizzera e Stati Uniti.

Lo studio esterno ha analizzato le strutture piramidali¹⁶ e le partecipazioni azionarie incrociate non coperte dalla direttiva sulle offerte pubbliche d'acquisto. Si è riscontrato che il 18,1% delle società quotate in borsa degli Stati membri inclusi nello studio hanno una struttura piramidale, mentre il 3,5% ha partecipazioni azionarie incrociate¹⁷. Il dato è compatibile con il fatto che gli assetti azionari continentali nell'UE siano in gran parte basati sull'elevata concentrazione ("*block-holding*"). Lo studio conclude che, sebbene le strutture piramidali rimangano un diffuso meccanismo per controllare una società con un capitale inferiore, entrambi i meccanismi sono ritenuti difese poco efficaci contro le acquisizioni. Lo studio esterno mostra inoltre che altre possibili barriere contro le acquisizioni, quali normative settoriali specifiche, fondi pubblici, procedure di compartecipazione e partecipazione azionaria dei dipendenti non creano ostacoli rilevanti o ingiustificati¹⁸.

3. RIESAME DELLE MODALITÀ DI APPLICAZIONE DELLA DIRETTIVA: PROBLEMI EMERSI

15. Dal riesame delle modalità di applicazione della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto è emersa una serie di problemi.

16. In primo luogo c'è qualche dubbio sulla certezza giuridica del concetto di "azione di concerto" e sulla sua applicazione da parte degli organismi nazionali di regolamentazione. Il concetto di "azione di concerto" è rilevante ai fini del calcolo per stabilire se la soglia di controllo sia stata superata o meno e, di conseguenza, se ne deriva l'obbligo di lanciare un'offerta obbligatoria. L'articolo 2, paragrafo 1, lettera d) della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto definisce le persone che agiscono di concerto come:

"persone fisiche o giuridiche che cooperano con l'offerente o la società emittente sulla base di un accordo, sia esso espresso o tacito, verbale o scritto, e volto ad ottenere il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta".

Gli Stati membri hanno recepito la definizione in diversi modi. Per esempio alcuni Stati membri¹⁹ si attengono strettamente alla definizione fornita nella direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto, mentre altri²⁰ hanno incluso elementi della definizione di "azione di concerto" fornita nella direttiva sulla trasparenza²¹. Inoltre, il concetto

¹⁶ Le strutture piramidali sono strutture in cui un'entità detiene una partecipazione di controllo di una società, la quale detiene una partecipazione di controllo di un'altra società, la quale a sua volta detiene una partecipazione di controllo di un'altra società e così via.

¹⁷ Cfr. figura 4 dell'allegato alla presente relazione.

¹⁸ Cfr. pag. 48 e pag. 267 dello studio esterno.

¹⁹ P.es. Austria, Cipro, Danimarca, Italia, Ungheria, Irlanda, Lussemburgo, Paesi Bassi, Repubblica slovacca e Regno Unito.

²⁰ P.es. Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Polonia, Portogallo, Romania, Spagna e Svezia.

²¹ Direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato. L'articolo 10, lettera a), della direttiva definisce il concetto di azione di concerto come: "[un terzo con il quale tale persona fisica o giuridica ha concluso] un accordo che li obbliga ad adottare, con un esercizio concertato dei diritti di voto detenuti, una politica comune durevole nei confronti della gestione dell'emittente in questione".

di "azione di concerto" è contenuto anche nella direttiva sulle acquisizioni²². L'ampia definizione dell'espressione, contenuta nell'orientamento di livello 3 della direttiva sulle acquisizioni²³, non è tuttavia utilizzata dagli organismi di regolamentazione in relazione alle offerte pubbliche di acquisto. Per attenuare l'incertezza relativa all'applicazione del concetto di "azione di concerto" alcuni organismi nazionali di regolamentazione²⁴ hanno emesso orientamenti o ipotesi per l'interpretazione. Tuttavia, il contenuto di tali orientamenti non è lo stesso. L'esistenza di diverse definizioni e interpretazioni a livello nazionale è fonte di incertezza per gli investitori internazionali che desiderano collaborare e potrebbe limitarne la disponibilità a impegnarsi attivamente con le società partecipate. Ciò è confermato dai rispondenti al Libro verde della Commissione sul quadro dell'Unione europea in materia di governo societario²⁵ secondo i quali vi è la necessità di chiarire le disposizioni esistenti in materia di "azione di concerto"²⁶.

17. Secondo, l'ampia gamma di deroghe nazionali alla regola dell'offerta obbligatoria pongono la questione se quest'ultima tuteli adeguatamente gli azionisti di minoranza in situazioni di cambiamento di controllo. L'articolo 4, paragrafo 5, della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto consente agli Stati membri alcune deroghe alla direttiva stabilendo che:

"A condizione che siano rispettati i principi generali stabiliti dall'articolo 3, paragrafo 1, gli Stati membri possono prevedere nelle norme nazionali redatte o adottate ai sensi della presente direttiva deroghe a tali norme:

i. introducendo tali deroghe nelle loro norme nazionali per tener conto di circostanze determinate a livello nazionale; e/o

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

Tutti gli Stati membri inclusi nello studio esterno si sono avvalsi di deroghe alla regola dell'offerta obbligatoria. Le deroghe possono essere suddivise in una serie di categorie²⁷:

²² Direttiva 2007/44/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le regole procedurali e i criteri per la valutazione prudenziale di acquisizioni e incrementi di partecipazioni nel settore finanziario.

²³ L'orientamento di livello 3 relativo alla direttiva sulle acquisizioni considera che le persone "agiscono di concerto" quando: *"ciascuna di esse decide di esercitare i propri diritti derivanti dalle azioni che acquista, conformemente a un accordo espresso o tacito stipulato fra le stesse"*.

²⁴ P.es. Italia e Regno Unito.

²⁵ Libro verde sul quadro dell'Unione europea in materia di governo societario, 4 aprile 2011, COM (2011) 164 definitivo. Disponibile su: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf#page=2

²⁶ Cfr. Feedback Statement, Summary of Responses to the Green Paper on the EU Corporate Governance Framework (Documento di feedback, Compendio delle risposte al Libro verde sul quadro dell'Unione europea in materia di governo societario). Disponibile su: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf

²⁷ Per una tabella riassuntiva delle diverse deroghe alla regola dell'offerta obbligatoria disponibili in ciascuno degli Stati membri si rimanda a pag. 152 dello studio esterno. La presente relazione sintetizza le deroghe più comuni classificandole in categorie.

- potere discrezionale dell'autorità di vigilanza nazionale di concedere deroghe. Solo pochi Stati membri²⁸ si sono avvalsi di questa possibilità.
- procedure di *whitewash* in base alle quali gli azionisti possono decidere di rinunciare all'obbligo di lanciare un'offerta obbligatoria;
- deroghe tecniche, quali quelle concesse a organismi di investimento collettivo aperti (che non rientrano nell'ambito di applicazione della direttiva), che non limitano l'ambito di applicazione della regola dell'offerta obbligatoria come previsto dalla direttiva;
- situazioni in cui non si verifica un vero e proprio cambiamento di controllo, per esempio in caso di cambiamento di controllo temporaneo o quando l'acquisizione avviene all'interno dello stesso gruppo di società o di un gruppo che agisce "di concerto". Tali deroghe non pregiudicano l'obiettivo della direttiva di tutelare gli azionisti di minoranza in situazioni di cambiamento di controllo;
- a tutela degli interessi dell'offerente o dell'azionista di controllo, per esempio quando il cambiamento di controllo non è stato determinato da un atto volontario, l'acquisizione è avvenuta in maniera indiretta o a seguito di un evento personale, come l'eredità;
- a tutela degli interessi dei creditori, per esempio in situazioni in cui l'acquisizione è la conseguenza dell'esercizio di una garanzia finanziaria da parte di un creditore;
- a tutela degli interessi di altre parti interessate, per esempio quando un investitore si trova in difficoltà finanziarie, quando il controllo viene acquisito attraverso una specifica tipologia di operazione societaria, come una fusione o un accordo ("scheme of arrangement"), o quando l'acquisizione del controllo deriva da una vendita di titoli da parte dello stato.

Nell'ambito delle diverse deroghe nazionali alla regola dell'offerta obbligatoria, non è sempre chiara la modalità con cui viene garantita la tutela degli azionisti di minoranza. Come si evince dall'articolo 4, paragrafo 5, della direttiva, gli Stati membri che concedono deroghe rispetto alle norme della direttiva sono tenuti a osservarne i principi generali. Uno dei principi generali stabilisce che, se una persona acquisisce il controllo di una società, gli altri possessori di titoli devono essere tutelati (articolo 3, lettera a), della direttiva). La direttiva non stabilisce la modalità con cui gli Stati membri dovrebbero assicurare l'osservanza dei principi generali.

18. Terzo, l'articolo 5, paragrafo 2, della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto stabilisce che, qualora il controllo sia stato ottenuto a seguito di un'offerta volontaria presentata a tutti i possessori di titoli per la totalità dei titoli in loro possesso non sussiste l'obbligo di promuovere un'offerta obbligatoria. La Commissione ha rilevato che tale deroga può essere utilizzata dagli offerenti per evitare di dover lanciare un'offerta obbligatoria a un prezzo equo. Il vantaggio per l'offerente è che la

²⁸ Finlandia, Irlanda e Regno Unito. In Germania la Bafin dispone di poteri discrezionali limitati per la rinuncia a un'offerta obbligatoria, mentre in Francia la Corte d'appello ha confermato una decisione dell'AMF relativa a una deroga.

direttiva non regola il prezzo di un'offerta volontaria. La deroga in situazioni in cui il controllo è stato acquisito a seguito di un'offerta volontaria presuppone che il prezzo dell'offerta fosse sufficientemente alto da persuadere una parte consistente degli azionisti ad accettare, diversamente l'offerente non avrebbe acquisito il controllo attraverso l'offerta. Tuttavia, se l'offerente detiene già una partecipazione molto vicina alla soglia di controllo, è sufficiente che pochi azionisti offrano le loro azioni per permettere all'offerente di superare la soglia di controllo. Pertanto, anche se l'offerente offre un prezzo molto basso, è probabile che riesca ad acquisire il controllo attraverso l'offerta volontaria e sia quindi in grado di avvalersi della deroga alla regola dell'offerta obbligatoria. In tal caso, gli azionisti di minoranza non sono in grado di partecipare al premio di controllo. Tuttavia, in alcuni Stati membri questa possibilità non è disponibile perché la legislazione nazionale prevede che l'offerta sia subordinata all'acquisizione di una percentuale minima delle azioni da parte dell'offerente²⁹, altrimenti le successive acquisizioni di azioni fanno scattare un'offerta obbligatoria³⁰.

È stato altresì argomentato che gli offerenti possono acquisire una partecipazione di controllo senza dover lanciare un'offerta obbligatoria mantenendo la propria partecipazione poco al di sotto della soglia di controllo, riuscendo di fatto a controllare la società, oppure acquisendo una posizione su derivati³¹.

19. Quarto, riguardo agli articoli opzionali della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto, è possibile concludere che, sebbene la regola di neutralità dell'organo di amministrazione abbia avuto un esito relativamente positivo³², altrettanto non può dirsi della regola di neutralizzazione, dato che è stata recepita solo da tre Stati membri. Al momento dell'adozione della direttiva l'idea era che gli azionisti avrebbero potuto esercitare pressioni affinché le società applicassero volontariamente le disposizioni opzionali, qualora gli Stati membri avessero scelto di non recepirle. Tuttavia pare che ciò non sia avvenuto. Pertanto si può ritenere che la direttiva non sia molto efficace nel disciplinare l'uso delle misure difensive. Ciò è confermato dalle parti interessate. Tuttavia queste ultime hanno anche indicato che, nonostante il mancato recepimento della regola di neutralizzazione, vi sono sufficienti possibilità di neutralizzare le difese anti-acquisizione (cfr. paragrafo 11 della presente relazione).
20. Quinto, la direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto prescrive che i rappresentanti dei dipendenti della società emittente e dell'offerente debbano ricevere informazioni dettagliate in caso di offerta pubblica di acquisto³³. Le informazioni fornite ai rappresentanti dei dipendenti dovrebbero includere una dichiarazione delle intenzioni dell'offerente per quanto riguarda l'attività futura della società emittente e dell'offerente e le ripercussioni sull'occupazione e sulle condizioni d'impiego³⁴,

²⁹ Per esempio, nel Regno Unito l'offerta è subordinata all'acquisizione da parte dell'offerente di almeno il 50% delle azioni.

³⁰ Per un compendio delle disposizioni nazionali che stabiliscono quando le acquisizioni successive fanno scattare un'offerta obbligatoria si rimanda a pag. 130 dello studio esterno.

³¹ La proposta di modifica della direttiva sulla trasparenza contiene già l'obbligo di divulgazione delle posizioni su derivati. Cfr. http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/modifying-proposal/20111025-provisional-proposal_en.pdf

³² Cfr. paragrafo 7 della presente relazione.

³³ Cfr. articolo 6, paragrafo 1, articolo 6, paragrafo 2 e articolo 8, paragrafo 2, della direttiva.

³⁴ Cfr. articolo 6, paragrafo 3, lettera i), della direttiva.

nonché un parere dell'organo di amministrazione della società emittente sull'offerta e sulle sue probabili ripercussioni sull'occupazione³⁵. Lo studio esterno mostra che i rappresentanti dei dipendenti non sono soddisfatti del modo in cui la direttiva tutela gli interessi dei dipendenti. Essi sostengono che non sempre le informazioni richieste vengono fornite tempestivamente, oppure sono insufficienti, e che le offerte di acquisto hanno un impatto significativo sulle condizioni d'impiego e sui licenziamenti collettivi. Inoltre sostengono che dopo l'offerta non c'è alcun controllo che verifichi se l'offerente agisca o meno secondo le informazioni fornite nella procedura d'offerta. Tutto ciò, comunque, non forma oggetto della direttiva.

4. CONCLUSIONI

21. Questo riesame dell'applicazione della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto mostra che, in generale, il regime creato dalla direttiva funziona in maniera soddisfacente. Non sono emersi problemi strutturali di adeguamento alla normativa in relazione all'applicazione del quadro giuridico negli Stati membri. Le parti interessate sono in generale soddisfatte della chiarezza delle norme contenute nella direttiva che ritengono adeguatamente applicate e ritengono la direttiva utile ai fini del corretto ed efficiente funzionamento del mercato. Lo studio esterno ritiene che la direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto abbia contribuito ad alcuni miglioramenti in relazione ai propri obiettivi.
22. Cionondimeno, vi sono campi in cui le norme della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto potrebbero necessitare di alcuni chiarimenti allo scopo di aumentare la certezza giuridica delle parti coinvolte e l'effettivo esercizio dei diritti degli azionisti (di minoranza).
23. In primo luogo, **il concetto di "azione di concerto"** potrebbe essere chiarito a livello dell'UE, allo scopo di garantire una maggiore certezza giuridica agli investitori internazionali su in che misura possano collaborare senza essere considerati persone che "agiscono di concerto" correndo il rischio di dover lanciare un'offerta obbligatoria. I chiarimenti potrebbero, per esempio, essere forniti attraverso l'elaborazione di orientamenti da parte della Commissione e/o dell'AESFEM. Tali chiarimenti consentirebbero agli azionisti maggiori opportunità di chiedere conto agli organi di amministrazione per le loro azioni e di promuovere valide norme di governo societario nelle società quotate dell'Unione europea. Tuttavia, non dovrebbero limitare la capacità delle autorità competenti di obbligare le parti che agiscono di concerto cercando di ottenere il controllo, ad accettare le conseguenze legali della loro azione concertata. Le possibili iniziative in questo campo sarebbero compatibili con gli obiettivi del Libro verde della Commissione sul quadro dell'Unione europea in materia di governo societario e della comunicazione della Commissione dal titolo "Verso un atto per il mercato unico"³⁶ di promuovere una proprietà sostenibile, più a lungo termine, a beneficio di una crescita sostenibile del mercato europeo. La Commissione annuncerà quali misure intende adottare in questo campo nel mese di ottobre 2012 .

³⁵ Cfr. articolo 9, paragrafo 5, della direttiva.

³⁶ Comunicazione "Verso un atto per il mercato unico", aprile 2011, COM(2011) 206 definitivo. Disponibile su: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0206:FIN:EN:PDF>

24. Secondo, il riesame mostra l'esistenza di un'ampia varietà di **deroghe nazionali alla regola dell'offerta obbligatoria** e non sempre è chiaro in che modo venga rispettato il principio generale della direttiva che prescrive la tutela degli azionisti di minoranza in situazioni di cambiamento di controllo in caso di applicazione di deroghe nazionali. Come possibile via da seguire, la Commissione intende condurre ulteriori indagini sul modo in cui vengono tutelati gli azionisti di minoranza quando viene applicata una deroga nazionale alla regola dell'offerta obbligatoria. Sono effettivamente necessarie ulteriori informazioni sull'ambito di applicazione delle deroghe nazionali alla regola dell'offerta obbligatoria, sulla misura in cui le deroghe nazionali limitano la tutela degli azionisti di minoranza in situazioni di cambiamento di controllo e, se pertinente, quali meccanismi alternativi esistano nelle legislazioni nazionali a tutela degli azionisti di minoranza in situazioni di cambiamento di controllo. Qualora, a seguito dell'indagine, la tutela degli azionisti di minoranza risulti inadeguata, la Commissione adotterà le misure necessarie (ad esempio tramite la procedura d'infrazione) per ripristinare l'effettiva applicazione di questo principio generale della direttiva.
25. Terzo, il riesame mostra che la deroga alla regola dell'offerta obbligatoria prevista dalla direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto, per situazioni in cui il controllo sia stato ottenuto a seguito di **un'offerta volontaria presentata per la totalità delle azioni della società**, ha creato la possibilità per gli offerenti di aggirare la regola dell'offerta obbligatoria acquisendo una quota vicina alla soglia dell'offerta obbligatoria e lanciando quindi un'offerta volontaria a un prezzo basso. Di conseguenza, l'offerente supererebbe la soglia dell'offerta obbligatoria senza garantire agli azionisti di minoranza la giusta possibilità di uscire dalla società e partecipare al premio di controllo. Tale tecnica, ovviamente, non è compatibile con l'obiettivo della direttiva di tutelare gli azionisti di minoranza in situazioni di cambiamento di controllo, sebbene non costituisca una violazione della lettera della direttiva³⁷. Alcuni esempi nella legislazione nazionale, quali soglie aggiuntive per l'offerta obbligatoria³⁸ o condizioni minime di accettazione delle offerte di acquisizione³⁹, mostrano che è possibile impedire l'uso di tale tecnica. La Commissione adotterà opportune misure volte a scoraggiare l'uso della tecnica nell'UE, ad esempio discussioni bilaterali con gli Stati membri interessati o raccomandazioni della Commissione.
26. Quarto, in merito alle disposizioni opzionali di cui agli **articoli 9 e 11 della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto**, il riesame mostra che sebbene la regola della neutralità dell'organo di amministrazione (articolo 9) sia recepita da un numero relativamente alto di Stati membri, non è possibile dire altrettanto della regola di neutralizzazione (articolo 11)⁴⁰. Tuttavia, la mancata applicazione delle regole opzionali non sembra aver posto ostacoli significativi alle offerte pubbliche di acquisizione nell'UE, dato che le parti interessate hanno indicato che esistono sufficienti possibilità di neutralizzare le difese anti-acquisizione. Alla luce di ciò e considerata anche la mancanza di dati economici che giustifichino modifiche della

³⁷ Cfr. articolo 5, paragrafo 2, della direttiva contenente un'esplicita deroga alla regola dell'offerta obbligatoria per le acquisizioni derivanti da un'offerta volontaria presentata per la totalità delle azioni della società.

³⁸ Cfr. pag. 130 dello studio esterno per un compendio sulle soglie aggiuntive.

³⁹ Cfr. pag. 146 dello studio esterno.

⁴⁰ Cfr. paragrafo 7 della presente relazione.

situazione, non sembra opportuna in questa fase la proposta di rendere obbligatori gli articoli opzionali della direttiva.

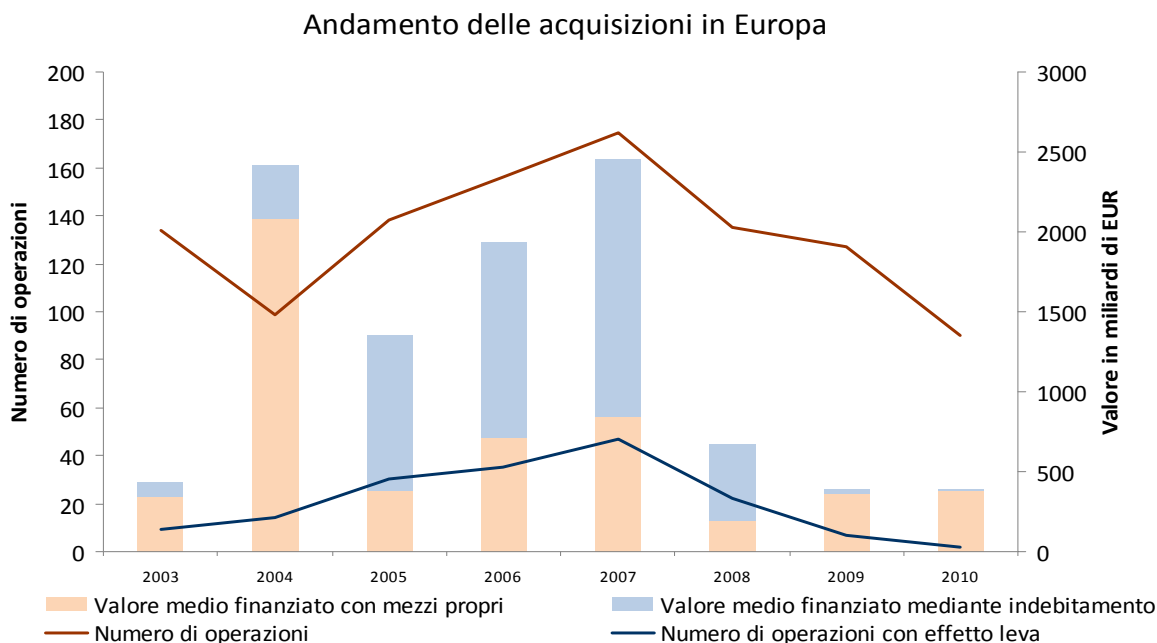
27. Infine, i rappresentanti dei dipendenti hanno espresso la loro insoddisfazione circa il modo in cui la direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto tutela i **diritti dei dipendenti** in una situazione di acquisizione, in particolare riguardo al rischio di cambiamenti delle condizioni d'impiego e della disponibilità di lavoro. La Commissione proseguirà il dialogo con i rappresentanti dei dipendenti allo scopo di ricercare possibili miglioramenti futuri. Inoltre continuerà ad analizzare l'esperienza acquisita nella pratica con le disposizioni della direttiva che prescrivono la divulgazione delle intenzioni dell'offerente sull'attività futura della società e sulle condizioni d'impiego nonché il parere dell'organo di amministrazione della società emittente e la divulgazione di informazioni relative al finanziamento dell'offerta e all'identità dell'offerente⁴¹.
28. Si invitano gli Stati membri, il Parlamento europeo, il Comitato economico e sociale europeo e altre parti interessate a far conoscere le loro osservazioni sulle conclusioni del riesame esposte nella presente relazione.

⁴¹ Cfr. articolo 3, paragrafo 1, lettera b), articolo 6, paragrafo 3, lettere i), l) e m) e articolo 9, paragrafo 5, della direttiva.

ALLEGATO ALLA RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSIGLIO, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL COMITATO DELLE REGIONI

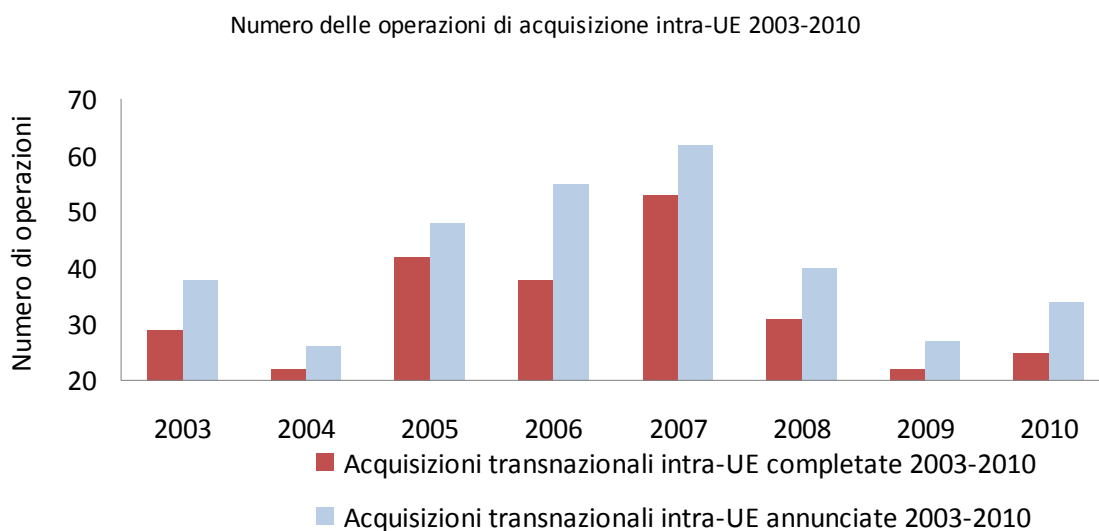
Applicazione della direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto

Figura 1: Andamento delle acquisizioni in Europa



Fonte: studio esterno, pag. 284

Figura 2: Numero delle operazioni di acquisizione intra-UE dal 2003 al 2010



Fonte: studio esterno, pag. 285

Figura 3: Impatto della normativa sulle acquisizioni (+ rapporti e intensità)

| | Volume acquisizioni | | Tutela azionisti (di minoranza) | | Sproporzione tra proprietà e controllo | |
|---|-------------------------|---------------------|---------------------------------|---------------------|--|---------------------|
| | AZIONARIATO CONCENTRATO | AZIONARIATO DIFFUSO | AZIONARIATO CONCENTRATO | AZIONARIATO DIFFUSO | AZIONARIATO CONCENTRATO | AZIONARIATO DIFFUSO |
| Regola di offerta obbligatoria | - | -- | ++ | + | + | ++ |
| Trasparenza proprietà | + | ++ | + | ++ | - | - |
| | - | -- | | | | |
| Diritto di acquisto | ++ | + | - | - | + | + |
| Obbligo di acquisto | -- | - | ++ | + | -- | - |
| Regola di neutralizzazione | ++ | + | ++ | + | ++ | + |
| Regola di neutralità dell'organo di amministrazione | ++ | + | + | - | + | ++ |

Fonte: studio esterno, pag. 29

Figura 4: Barriere alle acquisizioni non coperte dalla direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto. Percentuale di società con struttura piramidale o partecipazioni azionarie incrociate.

| Piramidi | | |
|-------------|----------------------|--------|
| Complessive | Quotate recentemente | Totale |
| 18,1% | 27,5% | 20,5% |

| Partecipazioni azionarie incrociate | | |
|-------------------------------------|----------------------|--------|
| Complessive | Quotate recentemente | Totale |
| 3,5% | 0% | 2,6% |

Fonte: studio esterno, pag. 48