

OSSERVAZIONI ALLA RELAZIONE ANNUALE CONSOB PER L'ATTIVITA' SVOLTA NELL'ANNO 2005

La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa ha presentato al Ministro dell'Economia e delle Finanze la relazione annuale sull'attività svolta nel 2005, al fine del successivo inoltro al Parlamento ai sensi dell'articolo 1, comma 13, del d.l. 8 aprile 1974, n. 95, convertito con modificazioni nella legge 7 giugno 1974, n. 216.

La relazione, concernente sia l'attività svolta dall'istituto nell'anno a cui si riferisce sia le indicazioni programmatiche che la Commissione intende seguire nella propria attività futura, è l'occasione per focalizzare l'attenzione su alcuni aspetti di grande rilevanza per il mercato finanziario.

In particolare risultano particolarmente rilevanti i temi dell'assetto istituzionale attuale derivante dall'entrata in vigore della "Legge sul risparmio", quello dell'integrazione comunitaria con specifico riferimento alla emanazione delle nuove discipline avvenuta mediante la cosiddetta procedura "Lamfalussy" e talune questioni specifiche sulla *governance* ed al mercato del controllo delle società che fanno appello al pubblico risparmio.

Su questi temi si sofferma l'attenzione del presente documento.

IL QUADRO NORMATIVO E IL RUOLO DELL'AUTORITA'

La Consob nell'attuale assetto istituzionale

E' indubbio il processo di rafforzamento e consolidamento del ruolo della Consob derivante dall'avvenuta emanazione delle normative in materia di abusi di mercato e sulla tutela del risparmio, così come dall'approssimarsi del recepimento delle direttive comunitarie in materia di mercato finanziario (MIFID) , prospetti, informazione periodica da parte delle società quotate (cosiddetta "*transparency*") e in materia di offerte pubbliche di acquisto (OPA).

Lo scopo del legislatore nazionale e comunitario è evidentemente quello di enfatizzare la centralità dell'Autorità di vigilanza dei mercati finanziari sia sotto il profilo della riconduzione ad un'unica autorità dei compiti di vigilanza su detto settore, sia sotto il profilo dei poteri ad essi attribuiti.

Vale la pena sottolineare che la direttiva su prospetti per l'ammissione a quotazione e l'offerta al pubblico di strumenti finanziari ha previsto che gli ordinamenti degli stati membri individuano una unica autorità responsabile per il controllo dei documenti di informazione ai sottoscrittori.

Al contempo la direttiva sugli abusi di mercato ha previsto che l'autorità responsabile per la prevenzione e la repressione dei fenomeni di abuso in questione sia dotata di specifici poteri di indagine, di intervento (anche con ricorso a strumenti di compressione della libertà negoziale dei soggetti responsabili di comportamenti volti a turbare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni) e di sanzione dei comportamenti scorretti.

La legge sulla "Tutela del risparmio" ha ripreso lo spirito di tali scelte comunitarie ed ha previsto una decisa centralità della Consob quale autorità preposta alla tutela della corretta informazione ai risparmiatori ed al mercato in genere sull'intera attività avente contenuto finanziario.

Tuttavia non va sottaciuta la circostanza che sia a livello comunitario che in ambito nazionale talune specificità settoriali sono tuttora esistenti e riconosciute.

Sia l'articolazione delle fonti del diritto comunitario (le direttive di settore bancario, assicurativo, finanziario e di previdenza complementare) sia l'articolazione dei meccanismi di coordinamento delle autorità nazionali (con i comitati bancario, CEBS, Finanziario CESR e assicurativo e previdenziale CEIOPS) mantengono fermo il riferimento ai singoli settori di intervento.

In ambito nazionale la citata legge sulla "Tutela del Risparmio" ha ribadito l'assetto nazionale della vigilanza basato sulla coesistenza di più autorità che ricevono un esplicito riconoscimento al ruolo svolto da ciascuna di essa nel proprio settore di intervento (Banca d'Italia, Consob, ISVAP, COVIP e Antitrust).

Il menzionato quadro di riferimento impone pertanto di considerare la centralità della Consob e dei suoi ambiti di intervento rispetto alla rilevanza di altri settori del mercato ed al ruolo in essi svolto dalle altre autorità sia con riferimento al contesto nazionale sia a quello comunitario.

Da ciò ne discende che sempre più pressante è l'esigenza di garantire adeguate forme di coordinamento e collaborazione tra Enti nazionali e comunitari preposti ai diversi settori.

Il coordinamento, la collaborazione e la consultazione di diversi soggetti ed a vario titolo coinvolti nella vita del mercato è una strada da percorrere imposta dalla realtà dei fatti e dalle scelte dei legislatori.

I processi decisionali, le scelte normative, i concreti adempimenti che di volta in volta vengono adottati dalle autorità nell'esercizio dei propri poteri sono caratterizzati dai meccanismi di "negoziato" e di "consultazione" che ben rappresentano la complessa articolazione del mercato.

In ambito europeo l'azione degli organismi di coordinamento di settore impone una sempre più stretta cooperazione tra i vari fori di discussione.

E' aperto il dibattito in seno al Comitato dei Servizi Finanziari (FSC) costituito presso il Consiglio dell'Unione Europea tra i rappresentanti dei responsabili politici dell'indirizzo dei mercati (in Ministeri dell'Economia dei paesi membri) volto a raggiungere una sintesi tra le attività dei comitati governativi incaricati di seguire le problematiche dei settori finanziario, assicurativo e previdenziale e bancario. Al tempo stesso nella stessa sede si esplora la possibilità di garantire una reciproca consapevolezza delle attività svolte dei citati comitati di settore delle autorità di regolamentazione (CESR, CEIOPS e CEBS). Lo scopo è quello di pervenire a scelte uniformi e condivise tra i diversi Stati Membri e tra i diversi settori di ciascuno stato membro.

Ma lo sforzo per la negoziazione e la consultazione tra soggetti per pervenire a scelte condivise riguarda pure il rapporto tra le autorità ed il mercato.

Non solo è prassi costante degli organismi comunitari (la Commissione Europea in primo luogo) di consultare il mercato prima di emanare atti per esso rilevanti, ma è anche imposto da talune direttive che il mercato venga sentito prima di ogni intervento: le direttive sugli Abusi di Mercato ha previsto che gli Stati Membri creino meccanismi di consultazione degli operatori prima di emanare provvedimenti a carattere generale ad essi indirizzati.

La legge italiana di recepimento ha infatti previsto che proprio la Consob svolga detta funzione mediante la costituzione di strutture anche organizzate volte a tale scopo.

La legge sulla "Tutela del risparmio" ha ulteriormente rafforzato detto principio imponendo a tutte le Autorità di consultare i destinatari della propria attività di regolamentazione e controllo prima di agire e di intervenire su di essi.

La conclusione che può facilmente dedursi dal quadro surriferito è che nel prossimo futuro dovranno essere esplorati percorsi sempre più penetranti per garantire che l'azione della Consob,

come di tutte le altre Autorità, si svolga in piena autonomia ma tenendo conto della complessità e interdipendenza del moderno mercato finanziario.

L'esigenza del coordinamento tra autorità in alcuni casi

Le osservazioni della Consob sul citato assetto istituzionale meritano taluni specifici commenti. La relazione (pag. 5-6) affronta il tema dell'assetto istituzionale delle Autorità di controllo e l'articolazione e ripartizione delle funzioni di vigilanza tra le diverse Autorità, anche alla luce delle novità introdotte dalla legge per la tutela del risparmio (legge 28.12.2005 n. 262) e di più recenti interventi che hanno esentato i prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione dalla disciplina dell'offerta fuori sede e le obbligazioni bancarie dalla normativa sui titoli diffusi.

Il giudizio che ne scaturisce è quello di un assetto istituzionale interno che denota tuttora talune soluzioni “ *... poco coerenti e non in linea con le tendenze di fondo che caratterizzano i mercati finanziari, nei quali si registra la progressiva scomparsa delle tradizionali segmentazioni per tipologia di attività (assicurativa, creditizia e mobiliare) e la internazionalizzazione delle attività di intermediazione e investimento*”.

Prescindendo dalle valutazioni su quale possa essere il criterio ottimale per l'articolazione delle competenze tra autorità di controllo (per soggetti, per tipologia di prodotto o settore, per finalità, autorità unica), l'asserzione solleva una riflessione.

Potrebbe argomentarsi che l'indirizzo verso una ripartizione delle competenze tra le Autorità fondata sulla finalità dei controlli sia stata fatto proprio dalla legge sul risparmio in misura più radicale rispetto ciò che appare da una prima lettura della legge medesima, e ciò con specifico riferimento alla trasparenza dei servizi bancari.

L' art. 11, comma 3 della legge 262/2005 introduce infatti nel TUF un nuovo art. 25-bis, che assoggetta la sottoscrizione e il collocamento di “prodotti finanziari” emessi da banche (nonché, in quanto compatibili, da imprese di assicurazione) alle norme del TUF concernenti la prestazione di servizi di investimento (art. 21 TUF) e i relativi contratti (art. 23 TUF), attribuendo in materia alla Consob i poteri di vigilanza regolamentare, informativa e ispettiva previsti dal TUF sui soggetti abilitati e sulle imprese di assicurazione, al fine di garantire la trasparenza e la correttezza dei comportamenti degli intermediari. Ciò in un contesto in cui l'art. 1, comma 1, lett. u) del TUF detta una definizione amplissima di prodotti finanziari, per tali dovendosi intendere “gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria”.

In tema di trasparenza rilevano altresì le norme del Titolo VI del TUB, anch'esse oggetto di rivisitazione da parte della legge 262/2005 che, tra l'altro, ha previsto l'intesa tra Banca d'Italia e Consob per la proposta al CICR della regolamentazione in materia di trasparenza delle condizioni

contrattuali relativamente alle “attività (diverse dai servizi di investimento) svolte nel territorio della Repubblica dalle banche e dagli intermediari finanziari” (cfr. nuovo art. 127, comma 3, del TUB). La materia della trasparenza bancaria è stata oggetto quindi di una significativa modificazione delle competenze regolamentari, essendo stata introdotto con riguardo al potere di iniziativa regolamentare un coordinamento tra Banca d'Italia e Consob (da estendersi presumibilmente anche all'adozione di atti interpretativi, alle risposte ai quesiti formulati dagli operatori, etc.), rimanendo peraltro affidati in via esclusiva alla prima autorità i poteri informativi e ispettivi, nonché quelli sanzionatori previsti dal TUB, non avendo sul punto la legge sul risparmio modificato l'art. 128 del TUB.

E' di palese evidenza come, ai fini della individuazione del regime applicabile in tema di trasparenza, diviene essenziale la distinzione tra prodotti finanziari - come detto integralmente ricondotti alla disciplina del TUF a prescindere dal soggetto agente- e attività svolta da banche e intermediari finanziari soggetta alla normativa TUB.

Al riguardo si può osservare che, antecedentemente alla legge 262/2005, si era ritenuto che tra i prodotti finanziari, oltre agli strumenti finanziari elencati nell'art. 1 comma 2 del TUF, rientrassero anche i depositi bancari e postali remunerati nonché le polizze assicurative a contenuto anche di investimento (c.d. *unit-linked*); a tal proposito, per escludere la raccolta dei depositi bancari e postali dalla disciplina della sollecitazione all'investimento (che è riferita ai prodotti finanziari ex art 94 TUF), è stata introdotta la specifica disposizione derogatoria dell'art. 1, comma 1 lett. t) del TUF.

Ciò posto, qualora si desse alla nozione di “prodotto finanziario” un'estensione tale da comprendere anche i depositi bancari nel senso sopra indicato (e ciò in mancanza sul punto di un'apposita disposizione derogatoria), ne conseguirebbe per le banche che la sottoscrizione e il collocamento di tutte le forme di raccolta remunerata (obbligazioni, buoni, depositi remunerati, conti correnti remunerati) resterebbe rimessa alla competenza della Consob per tutti gli aspetti di vigilanza (regolamentare, informativa e ispettiva) relativa alla trasparenza e correttezza dei comportamenti, secondo le disposizioni del TUF; mentre gli impieghi (mutui; finanziamenti etc) rimarrebbero disciplinati – per i profili di trasparenza – dalle disposizioni del Titolo VI del TUB, così come modificato dalla L.262/2005.

Analoghe considerazioni possono essere svolte con riferimento all'informazione sul collocamento di prodotti legati alla previdenza complementare. La legge per la tutela del risparmio, infatti, ha ribadito la rilevanza delle norme sulla sollecitazione del risparmio nel caso della commercializzazione dei fondi (l'articolo 25, comma 3, l. n. 262/2005, prescrive alla Covip di

svolgere le proprie funzioni “compatibilmente con le vigenti disposizioni in materia di sollecitazione del risparmio”).

A fronte della richiamata centralità delle norme sulla sollecitazione, il predetto articolo 25 della legge 262/05 ha attribuito espressamente alla Covip i poteri in materia di disciplina e controllo dei prospetti di offerta dei fondi pensione di tipo aperto, ciò in continuità con il d.lgs. n. 252/2005 ed innovando rispetto alla normativa previgente alla riforma previdenziale, che implicava l'intervento della Consob nell'approvazione dei prospetti relativi ai fondi aperti. Infatti gli articoli 18, comma 2, e 19, comma 2, lettera g), del d.lgs. 252/05 hanno attribuito espressamente a Covip il compito di svolgere la vigilanza di trasparenza sui fondi aperti e su tutti gli altri fondi; ciò in quanto la stessa autorità ha tra i suoi compiti istituzionali quello di garantire la confrontabilità delle caratteristiche di tutti i prodotti previdenziali offerti sul mercato (fondi di categoria, fondi aperti e polizze individuali).

In presenza di tale situazione normativa, appare necessario ancora una volta sviluppare efficaci meccanismi di coordinamento tra le autorità coinvolte per consentire l'appropriata attuazione della norma.

IL MERCATO COMUNITARIO INTEGRATO E L'ARMONIZZAZIONE NORMATIVA

L'integrazione europea

La piena realizzazione del piano per l'integrazione dei mercati finanziari (Financial Services Action Plan – FSAP) implica il raggiungimento di un adeguato livello di armonizzazione sia delle fonti normative primarie e secondarie dei diversi Stati Membri, sia delle prassi operative dei mercati e soprattutto di quelle della vigilanza.

Per ottenere tale obiettivo è stato adottato a livello comunitario il cosiddetto modello “Lamfalussy” basato, come è noto, sull'individuazione di diversi livelli di competenza degli organi comunitari (Parlamento, Consiglio e Commissione).

Alcune direttive di I e II livello sono state adottate ed altre sono in fase di definizione. Tra quelle in fase di definizione si distinguono per rilevanza le misure di II livello di attuazione della direttiva sui mercati di strumenti finanziari (Markets in Financial Instruments Directive – MIFID); l'articolato complesso di normative di I e II livello in questione è destinato a incidere profondamente sull'assetto del mercato finanziario europeo. Sia il funzionamento dei mercati regolamentati sia la prestazione dei servizi di investimento sarà caratterizzata da profonde innovazioni ispirate ai principi di maggiore concorrenza e miglioramento dell'efficienza delle

attività in un quadro di maggiore integrazione dei singoli mercati nazionali. Obiettivo principale delle innovazioni è lo sviluppo dei mercati verso l'obiettivo del mercato Europeo integrato; non è altrettanto evidente lo sforzo della regolamentazione comunitaria di perseguire la tutela dei risparmiatori mediante norme di protezione dei relativi interessi. In molti casi la tutela dei risparmiatori è stata valutata prevalentemente sotto il profilo del costo che essa rappresenta per il mercato e come tale non è stata perseguita con determinazione pari a quella dedicata allo sforzo di favorire una maggiore competitività dei sistemi.

L'adozione del metodo "Lamfalussy" ha manifestato alcuni problemi, evidenziati con maggiore enfasi proprio in occasione dei negoziati connessi al complesso normativo di I e II livello della MIFID.

In primo luogo non è univoca la valutazione se il livello di dettaglio delle norme sia adeguato e se lo strumento formale prescelto sia quello ottimale. Infatti non sempre è ottimale la ripartizione tra norme di principio, da prevedere al I livello, e norme di dettaglio espresse al II livello: in taluni casi il I livello esprime un eccesso di normativa puntuale e in altri casi il II livello nell'adottare le norme di propria competenza tende ad allontanarsi dai principi espressi dalla normativa primaria. Inoltre nonostante l'evidente vantaggio di scegliere lo strumento del regolamento comunitario per le norme di attuazione in funzione della uniformità della disciplina da esso consentita, in diversi casi è stato scelto lo strumento della direttiva per soddisfare la richiesta di alcuni paesi di consentire maggiori livelli di flessibilità.

Altro aspetto di difficoltà del metodo in esame è il difficile rapporto istituzionale che esso ha determinato. La Commissione Europea ha indubbiamente beneficiato dell'attribuzione di un ruolo relevantissimo nella determinazione delle scelte normative del II livello. Il Consiglio dell'Unione, ma soprattutto il Parlamento Europeo, hanno espresso perplessità su tale ruolo ed hanno domandato una revisione delle procedure di "comitologia" utilizzate per la realizzazione del livello normativo. L'esito ultimo di tale revisione potrebbe essere un ridimensionamento dei poteri della Commissione Europea che nell'uso dei poteri ad essa riconosciuti sino ad oggi si è trovata stretta tra la richiesta, non sempre soddisfatta, di mediare tra gli interessi dei paesi membri e la necessità di rispettare le prerogative degli altri organi comunitari.

Infine il metodo "Lamfalussy" si presenta problematico sotto il profilo dell'enforcement a livello nazionale delle normative comunitarie di qualsivoglia livello. Questo è il tipico ambito di intervento proprio delle Autorità nazionali le quali sono impegnate nello sforzo di garantire un'applicazione coordinata ed uniforme del diritto dell'Unione, ma ciò non sempre è agevole. Si possono verificare infatti due situazioni opposte: da un lato vi è il rischio che taluni paesi adottino

politiche di controllo poco rigorose sull'implementazione delle norme comunitarie, ritenendo obiettivo primario quello di limitare il più possibile i vincoli ed i costi per gli operatori del proprio mercato al fine di avvantaggiarli rispetto agli altri protagonisti del mercato integrato. Da un altro canto vi è la possibilità che alcuni autorità nazionali procedano ad un'applicazione rigida delle norme e dei principi spingendosi sino ad imporre vincoli ulteriori rispetto a quelli comunitari ai propri operatori nazionali finendo con il creare forme di discriminazione e svantaggio per essi.

È evidente pertanto l'importanza che assume lo sforzo di coordinamento con le altre Autorità dei Paesi membri dell'Unione da parte della Consob. Ciò al fine di evitare che la propria azione si svolga in modo distante ed a volte in contrasto con quella effettuata dalle Autorità degli altri paesi. Una mancata azione coordinata è destinata a creare situazioni asimmetriche tra i vari ordinamenti suscettibili di incidere negativamente sull'efficienza e la competitività del mercato integrato.

I meccanismi di regolamentazione

Anche su questo aspetto appare opportuno formulare talune puntualizzazioni sulle opinioni espresse dalla Commissione. Nella relazione Consob (pag. 11), a fronte di un generale apprezzamento del meccanismo di regolazione che trova fondamento nella c.d. procedura Lamfalussy, vengono evidenziati taluni punti di debolezza della procedura medesima che "richiederebbero perfezionamenti".

Orbene, tutte le critiche sollevate trovano un minimo comune denominatore nell'intento di attribuire nel processo di regolamentazione maggior peso alle istanze tecniche (quelle rappresentate dai vari comitati cui partecipano le Autorità di vigilanza dei singoli Paesi, o quelle della Commissione che si avvale di esperti per lo più provenienti dalle medesime Autorità di vigilanza) rispetto alle istanze di natura politica, rappresentate dal Consiglio e dal Parlamento.

Si tratta ovviamente di una scelta di fondo e sono note le difficoltà e la difficile mediazione tra Commissione e Parlamento Europeo che ha dato attuazione alla procedura Lamfalussy.

Ciò che va evitato è che dalla contesa tra istanze politiche e tecniche scaturisca l'effetto indesiderato di una regolamentazione sovrabbondante e casistica, che tradisca il principio di sussidiarietà senza effettivamente realizzare un mercato unico ed integrato dei servizi finanziari (direttive di primo livello particolarmente puntuali volute dal Consiglio e dal Parlamento e direttive di secondo livello ancor più specifiche e dettagliate, che non lascino il benché minimo spazio di discrezionalità ai regolatori nazionali).

Qualora questo fosse l'indirizzo prescelto sarebbe allora più coerente abbandonare il principio di sussidiarietà e il sistema delle direttive, procedendo per regolamenti (come è stato fatto con la direttiva di secondo livello in tema di acquisto di azioni proprie per il market abuse), accentrando a livello sovranazionale la regolazione e lasciando alle Autorità dei singoli Paesi i controlli e la verifica della prassi.

LA CORPORATE GOVERNANCE E IL MERCATO DEL CONTROLLO

Corporate governance

La relazione passa in rassegna le modifiche introdotte dalla legge 262/2005 sulla tutela del risparmio, soffermandosi in particolare sulla presenza obbligatoria di amministratori indipendenti nel consiglio di amministrazione e nel consiglio di gestione, sulla introduzione del voto di lista al fine di consentire la nomina di un amministratore espressione della minoranza azionaria e sulla trasposizione a livello normativo dell'obbligo per le società di diffondere annualmente, con le modalità che saranno specificate in un regolamento Consob, le informazioni sulla adesione al codice di autodisciplina delle società quotate e le motivazioni sull'eventuale mancato adeguamento ad esso (cd. *comply or explain rule*).

La Consob esprime apprezzamento per l'introduzione di tali misure, facendo comunque presente la difficoltà di evitare che le società ne diano un'attuazione meramente formale o peggio elusiva. Si riconosce l'esistenza di queste criticità ma si ritiene sufficiente l'insieme dei presidi endsocietari e dei poteri di controllo già affidati all'autorità di vigilanza.

Si condivide l'esigenza di individuare al più presto un veicolo normativo per l'abrogazione del comma 2 dell'art. 147-ter del Testo Unico di Finanza (introdotto nella legge 262/2005 su emendamento parlamentare) che prevede che le elezioni alle cariche sociali debbano svolgersi a scrutinio segreto.

Il mercato del controllo

La Consob affronta il tema del recepimento della direttiva 2004/25/CE che doveva essere trasposta nell'ordinamento nazionale entro il 20 maggio 2006. Il Ministero dell'economia e delle finanze ha predisposto alla fine del 2005 i criteri e principi direttivi per il recepimento della direttiva tramite successivo decreto legislativo. I criteri di delega dovevano essere inseriti nel disegno di legge comunitaria per il 2005, ma i tempi occorsi per completare la consultazione sul testo da parte

delle Autorità di vigilanza, tra le quali la Consob, e le associazioni rappresentative di operatori economici, non ne hanno consentito la presentazione in Parlamento.

Uno schema di disegno di legge direttamente modificativo ed integrativo della disciplina recata dal Testo Unico della Finanza è in avanzato stato di elaborazione e verrà al più presto sottoposto a consultazione pubblica.

La disciplina italiana delle offerte pubbliche di acquisto è già in linea per numerosi profili con quanto previsto dalla direttiva 2004/25. Uno dei punti per i quali la disciplina comunitaria differisce notevolmente da quella vigente è la determinazione del prezzo di acquisto dei titoli nel caso di obbligo di offerta. Infatti la direttiva 2004/25 ha imposto la regola, vigente nel Regno Unito, del prezzo più alto pagato dall'offerente per l'acquisto degli stessi titoli oggetto di offerta in un periodo compreso fra i sei e i dodici mesi antecedenti l'offerta, laddove con il Tuf si era preferito combinare tale criterio con quello del prezzo medio ponderato di mercato nei dodici mesi precedenti l'offerta. La scelta del legislatore comunitario mira a tutelare maggiormente gli azionisti di minoranza, che possono così partecipare del premio del controllo, ma nel contempo rende più onerose le offerte obbligatorie. Non si ritiene comunque di intervenire sulla soglia al cui superamento l'acquirente è obbligato a promuovere l'offerta pubblica, attualmente determinata nella partecipazione del 30%.

La direttiva inoltre stabilisce due importanti regole: (i) il divieto agli amministratori di compiere operazioni in grado di ostacolare la riuscita di un'offerta a meno che essi non abbiano ricevuto una autorizzazione espressa dell'assemblea, successiva alla proposizione dell'offerta (la c.d. *passivity rule* – art. 9) e (ii) la dichiarazione di inefficacia, sia durante il periodo di offerta che successivamente alla conclusione di essa qualora l'acquirente abbia ottenuto una partecipazione superiore al 75% del capitale, delle restrizioni al diritto di voto e al trasferimento dei titoli, derivanti sia dallo statuto che da patti parasociali (c.d. *breakthrough rule* – art. 11).

Tali due regole, però possono essere depotenziate e rese non cogenti dall'ordinamento nazionale, che, in questo caso, è però tenuto a consentire alle società di sottoporvisi volontariamente per via statutaria (art. 12, commi 1 e 2).

Inoltre la direttiva prevede che gli Stati membri possano consentire alle società che adottano la *passivity rule* e/o la *breakthrough rule* di disapplicarle, qualora siano oggetto di offerta da parte di uno Stato che, in base al proprio ordinamento nazionale, non applica misure equivalenti (art. 12, comma 3)

Numerose sono quindi le opzioni che si offrono ai legislatori nazionali, considerando anche che l'ordinamento può trattare in maniera differente le due regole.

Nell'ordinamento italiano già è presente (art. 104 Tuf) la *passivity rule*, mentre la *breakthrough rule* è limitata alle restrizioni al trasferimento di azioni derivanti da sindacati di blocco (art. 123, comma 3, Tuf). In entrambi casi si tratta di disposizioni imperative, non derogabili dallo statuto, nel primo caso, o dal patto parasociale, nel secondo caso.

Il recepimento della direttiva impone delle scelte piuttosto nette in quanto agli obiettivi di tutela che si intendono perseguire: quello di mantenere un elevato grado di contendibilità del mercato del controllo, in un'ottica di tutela degli investitori e in continuità con le scelte già effettuate dal TUF impone di mantenere le due disposizioni sopraccitate, escludendo la possibilità di deroghe. Anche la clausola di reciprocità non andrebbe accolta dato che l'azionista non trae particolari vantaggi dall'attribuire all'amministratore il diritto di contrastare l'offerta per il solo fatto che lo scalatore non sia contendibile. E' invece possibile, dato che non trova comunque ingresso nel nostro ordinamento il principio "un azione, un voto" rendere opzionale la neutralizzazione alle limitazioni al diritto di voto e al trasferimento delle azioni, derivanti dallo statuto e dai patti parasociali in quanto non coperti dall'art. 123, comma 3 Tuf.

Tale soluzione, tecnicamente auspicabile, trascura l'obiettivo, concorrente, se non configgente, con il primo, di ovviare al differente grado di contendibilità delle imprese assicurato dalla legislazione nazionale rispetto a quella dei vari Paesi membri. Da questo punto di vista si segnala che mentre tutti gli Stati dell'Unione hanno adottato o intendono adottare il regime opzionale con riguardo alla regola di neutralizzazione, sembra che oltre alla Danimarca, che ha già recepito la direttiva, solo Germania, Paesi bassi e Lussemburgo dovrebbero rendere derogabile la *passivity rule*. Sulla reciprocità la situazione è molto più variegata: è comunque presente nelle legislazioni di Francia e Danimarca, che alla data del 16 maggio erano gli unici Stati ad aver recepito la direttiva (le norme francesi la prevedono solo rispetto alla *passivity rule*)

In tema di opa la relazione Consob segnala anche gli aspetti critici della disciplina vigente con riferimento ai tempi e alle procedure previste per le diverse Autorità di vigilanza coinvolte, quando società bersaglio sia un'impresa bancaria o assicurativa.

Condivisibile è l'intento di trovare più efficaci forme di coordinamento tra le Autorità in sede di recepimento della direttiva 2004/25/CE.

PAGINA BIANCA