

**Comunicazione n. DEM/6091712 del 15-11-2006**

inviata allo studio legale ...

**Oggetto: MAN AG - Quesito in merito all'applicabilità diretta in Italia dell'art. 6.2 della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 (di seguito, la "Direttiva OPA" o la "Direttiva") con riferimento ad offerte pubbliche di acquisto e scambio transfrontaliere**

Si fa riferimento alla nota del 24 ottobre 2006 con la quale lo Studio Legale ... (di seguito, lo "Studio Legale"), per conto della società MAN AG (di seguito, "MAN" o l'offerente"), ha chiesto alla Consob un parere in merito agli obblighi informativi da adempiere per consentire agli azionisti di SCANIA AB (di seguito, "SCANIA" o l'emittente"), residenti o domiciliati in Italia, di aderire all'offerta pubblica di acquisto e scambio (di seguito, l'"OPAS") che la MAN intende promuovere, nella seconda metà del mese di novembre, in 10 Stati membri dell'Unione Europea ("UE"), compresa l'Italia.

In particolare, non avendo l'Italia ancora provveduto al recepimento della Direttiva OPA, il quesito sottoposto all'attenzione della Commissione verte sulla possibilità di applicare direttamente l'art. 6.2 della Direttiva alla fattispecie prospettata, con riguardo, in particolare, al riconoscimento automatico del documento d'offerta, pur non essendo i titoli oggetto dell'offerta quotati sulla borsa italiana.

In base alla bozza del documento di offerta, redatto in lingua inglese e approvato in data 14 novembre u.s. da parte dell'Autorità svedese, nel quesito si rappresenta quanto segue:

- i. l'offerente è una società di diritto tedesco quotata sul mercato tedesco. L'OPAS avrà ad oggetto i titoli della società di diritto svedese SCANIA, negoziati esclusivamente sulla borsa svedese;
- ii. il corrispettivo per le azioni SCANIA sarà composto da una combinazione di denaro ed azioni MAN di nuova emissione; pertanto, sarà messo a disposizione degli azionisti, oltre al documento di offerta, un prospetto informativo di quotazione relativo alla componente azionaria del corrispettivo dell'offerta, soggetto all'approvazione dell'Autorità tedesca;
- iii. dal registro degli azionisti di SCANIA risultano 49 azionisti residenti o domiciliati in Italia; tuttavia, non vi è certezza sul numero degli effettivi titolari residenti o domiciliati nel nostro Paese, ed in particolare sulla possibilità di applicare l'esenzione di cui all'art. 33, comma 1, lett. a), del Regolamento Consob adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni (di seguito, il "Regolamento Emittenti");
- iv. l'art. 6.2 della Direttiva OPA prevede che "[q]ualora il documento di offerta [...] sia stato sottoposto all'approvazione preliminare delle autorità di vigilanza e sia stato approvato, è riconosciuto, previa eventuale traduzione, negli altri Stati membri, sui cui mercati sono ammessi alla negoziazione i titoli della società emittente, senza che occorra l'approvazione dell'autorità di vigilanza di detti Stati membri. Questi ultimi possono richiedere l'aggiunta di informazioni complementari nel documento d'offerta soltanto se queste informazioni sono peculiari al mercato dello Stato membro o degli Stati membri ove i titoli della società emittente sono ammessi alla negoziazione e riguardano le formalità da assolvere per accettare l'offerta e ricevere il corrispettivo dovuto alla chiusura dell'offerta, nonché il regime fiscale al quale sarà soggetto il corrispettivo offerto ai possessori di titoli."

Come detto, poiché l'offerente non è in grado di affermare con certezza il numero degli azionisti residenti o domiciliati in Italia, ciò non permette di escludere l'applicabilità al caso in esame della disciplina OPA, in base a quanto previsto dal combinato disposto di cui agli artt. 1, comma 1, lett. v), del TUF, e 33, comma 1, lett. a), del Regolamento Emittenti.

\* \* \*

Al fine di rispondere al quesito posto dallo Studio Legale, è necessario, in primo luogo, stabilire se le disposizioni dell'art. 6.2 della Direttiva possano avere immediata applicabilità, non essendo stata la Direttiva ancora recepita nell'ordinamento nazionale.

E' necessario, inoltre, valutare se, trattandosi di OPAS transfrontaliera su un titolo non quotato in Italia, la fattispecie ricada nell'area coperta dallo stesso art. 6.2, con la conseguente disapplicazione della normativa nazionale limitatamente all'oggetto del quesito.

In generale, per ciò che concerne l'applicabilità diretta delle direttive comunitarie si osserva quanto segue.

Secondo il più diffuso orientamento giurisprudenziale comunitario e nazionale, sono considerate immediatamente applicabili le direttive e ovvero determinate norme in esse contenute - che hanno, da un punto di vista sostanziale, un contenuto sufficientemente chiaro e preciso, tale da non essere condizionato e se non formalmente ed ai fini di certezza e all'emanazione di atti ulteriori (c.d. efficacia "*self-executing*").

Tali disposizioni possono essere richiamate, in mancanza di provvedimenti di attuazione adottati entro i termini (ma addirittura anche in pendenza del termine per la trasposizione<sup>1</sup>), per opporsi a qualsiasi disposizione di diritto interno non conforme alla direttiva, ovvero in quanto sono atte a definire diritti che i singoli possono far valere nei confronti dello Stato.

In base a tale principio, le Autorità competenti di uno Stato membro (compresa la Consob) che non abbiano formalmente recepito la direttiva, non potranno esimersi dall'applicazione, ai soggetti che ne facciano richiesta, dei principi, posti dalla direttiva medesima, che non necessitano l'adozione di scelte discrezionali da parte dello Stato membro in fase di trasposizione nella normativa nazionale.<sup>2</sup>

In base a quanto rappresentato, quindi, tenuto conto della rilevanza per se delle disposizioni normative c.d. "auto-applicative" contenute in direttive comunitarie, si pone, come detto, la questione di verificare se l'art. 6.2 della Direttiva in oggetto possa essere considerata una norma suscettibile di applicabilità diretta.

Al riguardo, considerata la sua formulazione, tale norma appare annoverabile tra quelle norme dotate di efficacia *self-executing*. Ciò in quanto l'obbligo di riconoscere il documento d'offerta approvato dall'Autorità di vigilanza di un altro Stato membro appare essere un obbligo *preciso ed incondizionato*.

Anche se la Direttiva lascia agli Stati membri un certo margine di discrezionalità con riguardo alla possibilità di richiedere la traduzione e l'integrazione del documento d'offerta con informazioni peculiari concernenti il mercato del Paese di riconoscimento, si ritiene che tali previsioni aggiuntive non incidano sulla sostanza dell'obbligo, rappresentando tale possibilità una facoltà dello Stato all'atto del recepimento della Direttiva stessa.

Di conseguenza, si ritiene che l'art. 6.2 soddisfi tutte le condizioni necessarie per produrre un effetto diretto nella normativa nazionale anche in assenza di recepimento da parte di uno Stato membro.

In aggiunta a quanto sopra, valga la considerazione che in altri Paesi UE nei quali la Direttiva non è stata ancora recepita, in alcuni casi, l'applicabilità diretta dell'art. 62 è già stata riconosciuta.

Ad esempio, in Olanda la *Temporary Exemption Regulation for Public Offers*, da ultimo modificata in data 9 giugno 2006, prevede espressamente quali norme della Direttiva sono suscettibili di applicabilità diretta; quali norme, cioè, possono essere invocate dai singoli in pendenza della trasposizione della stessa.

---

<sup>1</sup> Corte di Giustizia, *Inter-Environmental Wallonie*» causa C-129-96 del 18 dicembre 1997. In tale sentenza, la Corte ha sancito che, in pendenza del termine per la trasposizione di una direttiva, gli Stati membri devono astenersi dall'adottare disposizioni che possono compromettere gravemente il risultato prescritto dalla direttiva stessa. Più recente il caso *Mangold* (causa C-144/04 del 22 novembre 2005), che riprende lo stesso principio.

<sup>2</sup> La Consob si è espressa in questo senso nel Documento di consultazione, Regolamento Eminent - Modifiche alle disposizioni in materia di prospetto relativo all'offerta pubblica o all'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari in un mercato regolamentato, del 25 luglio 2005.

L'elemento principale che emerge da tale documento riguarda l'introduzione del "passaporto europeo", in virtù del quale il documento d'offerta approvato dall'Autorità di vigilanza di un altro Stato membro sarà riconosciuto in Olanda in conformità a quanto previsto dalla Direttiva.

Nella recente acquisizione finanziaria (conclusa in data 17 ottobre u.s.) della totalità delle azioni di Artemis Fine Arts S.A. (società di diritto lussemburghese quotata in Belgio e Lussemburgo) da parte della società El Rocio Investments Ltd. (società registrata a Gibilterra), il documento d'offerta approvato dall'Autorità di vigilanza lussemburghese è stato riconosciuto dall'Autorità di vigilanza belga in virtù dell'art. 6 della Direttiva OPA.

Tutto ciò considerato, ove il titolo fosse quotato anche sul mercato italiano, non ci sarebbero difficoltà ad ammettere l'applicabilità diretta dell'art. 6.2 in quanto norma *self-executing*.

Tuttavia, l'art. 1 della Direttiva, che definisce l'ambito di applicazione della stessa, statuisce che "[l]a presente direttiva stabilisce misure di coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari, amministrative, dei codici di condotta e degli altri regimi degli Stati membri, ivi compresi quelli stabiliti da organismi ufficialmente preposti alla regolamentazione dei mercati [...] riguardanti le offerte pubbliche di acquisto di titoli di una società di diritto di uno Stato membro, quando una parte o la totalità di detti titoli sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato [...], in uno o più Stati membri [...]".

Inoltre, l'art. 6.2, in esame, prevede, nella sua seconda parte, che "il documento di offerta [...] sottoposto all'approvazione delle autorità di vigilanza [...] è riconosciuto [...] negli altri Stati membri, sui cui mercati sono ammessi i titoli della società emittente, senza che occorra l'approvazione dell'autorità di vigilanza di detti Stati membri".

In base a quanto evidenziato, non essendo il titolo quotato in Italia, si dovrebbe pervenire ad escludere l'applicabilità diretta dell'art. 6.2, con conseguente applicazione della normativa nazionale.

Come noto, l'attuale normativa nazionale prevede per il lancio di un'OPA la preventiva comunicazione alla Consob secondo le modalità e la tempistica previste dagli artt. 102 del TUF e 37 del Regolamento Emittenti.

Tuttavia, l'avvio di un'istruttoria da parte della Consob comporterebbe un allungamento dei tempi del procedimento, con aggravio di costi e duplicazione di attività di vigilanza, venendo a costituire un ostacolo al lancio dell'offerta simultaneamente in tutti gli Stati membri interessati.

D'altro canto, però, stante, come detto, l'impossibilità di applicare direttamente l'art. 6.2 al caso in esame (non rientrando esattamente la fattispecie nell'ambito di applicabilità dello stesso articolo, in quanto l'offerta ha ad oggetto titoli non quotati in Italia), si possono ritenere comunque applicabili i principi rivenienti dalla Direttiva stessa, sulla scorta del criterio della c.d. "*interpretazione conforme*".

Conformemente a quanto sancito dalla giurisprudenza comunitaria (anche se la direttiva - o norme in essa contenute - non è dotata di efficacia *self-executing*<sup>3</sup>), il principio dell'interpretazione conforme impone di interpretare la normativa nazionale quanto più possibile alla luce della lettera e dello scopo della direttiva per non frustrare il risultato da quest'ultima perseguito.<sup>4</sup>

Come rileva la giurisprudenza della Corte di Giustizia europea, se è vero che il principio dell'*interpretazione conforme* della normativa nazionale rispetto alla direttiva riguarda, in primo luogo, le norme introdotte per recepire la direttiva stessa, esso non si limita, tuttavia, all'esegesi di tali norme, bensì esige che si prenda in considerazione tutto il diritto nazionale per valutare in quale misura possa essere applicato in modo tale da non addivenire ad un risultato contrario a quello cui mira la direttiva.<sup>5</sup>

<sup>3</sup> Ad es., nel caso *Marleasing* (causa C-106/89 del 13 novembre 1990), si trattava di una direttiva non trasposta e non utilizzabile come tale, in quanto la controversia era tra soggetti privati.

<sup>4</sup> V. da ultimo, Corte di Giustizia, *Pfeiffer e al.*, cause riunite da C-397 a C-403/01 del 5 ottobre 2004.

<sup>5</sup> Corte di Giustizia, *Carbonari e al.*, causa C431/97 dei 25 febbraio 1999; *Pfeiffer et al.*, cit.

Appare ragionevole, inoltre, interpretare la normativa nazionale in linea con il novellato diritto comunitario anche sulla base dei principi generali contenuti nel Trattato CE, con riferimento all'obbligo per gli Stati membri di non imporre restrizioni discriminatorie con riferimento alle libertà di stabilimento e circolazione dei capitali.

Ciò posto, imporre, nella fattispecie in esame, la normale procedura di autorizzazione del documento d'offerta sulla base della normativa nazionale sarebbe in contrasto con un'*interpretazione conforme* della normativa nazionale rispetto alla Direttiva, in quanto disconoscerebbe completamente il principio del reciproco riconoscimento<sup>6</sup> dell'attività di vigilanza già svolta da un'altra *Authority*<sup>7</sup> aggravando il procedimento d'offerta, e non sarebbe, in ogni caso, giustificata, alla luce dei principi di diritto comunitario, come interpretati dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia.

In considerazione di ciò, ma tenuto conto, in ogni caso, dell'impossibilità di applicare direttamente l'art. 6.2 alla fattispecie in esame, nonché dell'assenza di misure di trasposizione da parte del legislatore nazionale (non sussistendo, pertanto, allo stato attuale, i presupposti di un riconoscimento *sic et simpliciter* del documento d'offerta approvato dall'Autorità di un altro Stato membro, in caso di titoli non quotati sul mercato italiano), la Consob intende adottare, per il caso di specie, una procedura di controllo semplificata ispirata ai sopra descritti principi comunitari.

A tal fine, l'offerente dovrà procedere ad una comunicazione ex art. 102 del TUF, corredata del documento d'offerta (previa traduzione in lingua italiana ed integrazione dello stesso con le informazioni peculiari concernenti il trattamento fiscale e le modalità di adesione all'offerta in Italia, sulla base dell'art. 6.2 della Direttiva). Dovrà, inoltre, essere inviata la documentazione attestante l'avvenuta approvazione dello stesso da parte dell'Autorità svedese competente, previo accertamento, oltre alla correttezza delle informazioni contenute nel documento, dell'esistenza di idonee garanzie.<sup>8</sup>

Successivamente alla verifica di tale documentazione, la Consob provvederà a comunicare all'offerente il nulla osta per la diffusione di tale documento sul mercato italiano

Conseguentemente, nel caso di specie, lo svolgimento dell'offerta sul mercato italiano dovrà avvenire nel rispetto delle norme di trasparenza e correttezza contenute nel TUF e nel Regolamento Emittenti.

p. IL PRESIDENTE  
Carla Rabitti Bedogni

---

<sup>6</sup> Principio su cui è stato costruito il mercato interno comunitario e che affonda le sue origini nel dettato del Trattato CE e della giurisprudenza della Corte di Giustizia sin dal caso "*Cassis de Dijon*" (Corte di Giustizia, causa 120/78 del 20 febbraio 1979).

<sup>7</sup> La Direttiva OPA afferma il principio del reciproco riconoscimento dei documenti di offerta a cui va ricollegato principio dell'"*home country*" (riveniente dall'art. 4.2.(a)), in base al quale la competenza sulla vigilanza dell'offerta è demandata all'Autorità dello Stato in cui la società emittente ha la propria sede legale se i titoli di tale società sono ammessi alla negoziazione sul mercato regolamentato di tale Stato membro (nel caso in esame, l'Autorità svedese).

<sup>8</sup> Cfr. art. 3.1.(e) della Direttiva OPA: "*un offerente può annunciare un'offerta solo dopo essersi messo in condizione di poter far fronte pienamente ad ogni impegno di pagamento del corrispettivo in contanti, se questo è stato offerto, e dopo aver adottato tutte le misure ragionevoli per assicurare il soddisfacimento degli impegni relativi a corrispettivi di altra natura;*".