



Raccolta della giurisprudenza

CONCLUSIONI DELL'AVVOCATO GENERALE
MICHAL BOBEK
presentate il 18 marzo 2021¹

Causa C-605/18

**Adler Real Estate AG,
Petrus Advisers LLP,
GM**

**con l'intervento di:
Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA)**

[domanda di pronuncia pregiudiziale proposta dal Bundesverwaltungsgericht (Corte amministrativa federale, Austria)]

«Rinvio pregiudiziale – Obblighi di trasparenza riguardanti i valori mobiliari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato situato o operante in uno Stato membro – Notifica di “partecipazioni rilevanti” da parte di “soggetti agenti di concerto” – Direttiva 2004/109/CE – “Obblighi più severi” – “Vigilanza” da parte di un'autorità designata ai sensi della direttiva 2004/25/CE»

I. Introduzione

1. La Finanzmarktaufsichtsbehörde (autorità di vigilanza dei mercati finanziari austriaca; in prosieguo: l'«FMA») ha imposto sanzioni amministrative pecuniarie a diversi soggetti per non aver notificato a un emittente, le cui azioni erano ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato situato in Austria, l'acquisizione di «partecipazioni rilevanti» in valori mobiliari di tale emittente. Con la presente causa, il Bundesverwaltungsgericht (Corte amministrativa federale, Austria) intende in sostanza accertare se, in applicazione della direttiva 2004/109/CE², l'FMA fosse l'autorità competente a sanzionare una siffatta violazione dell'obbligo di notifica.

¹ Lingua originale: l'inglese.

² Direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 dicembre 2004, sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE (GU 2004 L 390, pag. 38).

II. Contesto normativo

A. Diritto dell'Unione

1. Direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto

2. La direttiva 2004/25/CE (in prosieguo: la “direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto”) stabilisce misure di coordinamento di tutti gli strumenti degli Stati membri riguardanti le offerte pubbliche di acquisto di titoli di una società quotata sui mercati regolamentati situati o operanti in uno Stato membro³. Ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, gli Stati membri designano la o le autorità cui compete la vigilanza sull'offerta ai fini delle norme adottate o introdotte in base a tale direttiva.

2. Direttiva sulla trasparenza

3. La direttiva 2004/109 (in prosieguo: la «direttiva sulla trasparenza») mira ad armonizzare gli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato situato o operante all'interno di uno Stato membro. Conformemente al considerando 2 «gli azionisti, o le persone fisiche o giuridiche che detengono diritti di voto o strumenti finanziari che conferiscono il diritto di acquisire azioni esistenti con diritti di voto», dovrebbero informare gli emittenti in merito all'acquisizione o ad altre modifiche di «partecipazioni rilevanti» in società in modo da consentire a questi ultimi di tenere il pubblico informato.

4. Il considerando 28 di tale direttiva spiega che:

«In ogni Stato membro dovrebbe essere designata un'unica autorità competente responsabile in ultima istanza per vigilare sull'osservanza delle disposizioni adottate in attuazione della presente direttiva e per la cooperazione internazionale (...)».

5. A seguito della modifica apportata dalla direttiva 2013/50/UE (in prosieguo: la «direttiva di modifica sulla trasparenza») ⁴, l'articolo 3 della direttiva sulla trasparenza attualmente recita come segue:

«1. Lo Stato membro d'origine può assoggettare un emittente ad obblighi più severi di quelli previsti dalla presente direttiva, ma non può imporgli di pubblicare informazioni finanziarie periodiche con una frequenza maggiore rispetto alle relazioni finanziarie annuali di cui all'articolo 4 e alle relazioni finanziarie semestrali di cui all'articolo 5.

³ Articolo 1, paragrafo 1, della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto.

⁴ Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 ottobre 2013, recante modifica della 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, la direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari, e la direttiva 2007/14/CE della Commissione, che stabilisce le modalità di applicazione di talune disposizioni della direttiva 2004/109/CE (GU 2013 L 294, pag. 13).

1 bis. In deroga al paragrafo 1, lo Stato membro d'origine può imporre agli emittenti di pubblicare informazioni finanziarie periodiche aggiuntive con una frequenza maggiore rispetto alle relazioni finanziarie annuali di cui all'articolo 4 e alle relazioni finanziarie semestrali di cui all'articolo 5, alle condizioni seguenti:

- le informazioni finanziarie periodiche aggiuntive non comportano un onere finanziario sproporzionato nello Stato membro in questione, in particolare per i piccoli e medi emittenti interessati, e
- il contenuto delle informazioni finanziarie periodiche aggiuntive richieste è proporzionato ai fattori che contribuiscono alle decisioni di investimento assunte dagli investitori nello Stato membro in questione.

(...)

Lo Stato membro d'origine non può assoggettare un possessore di azioni, o una persona fisica o giuridica di cui agli articoli 10 e 13, ad obblighi più severi di quelli previsti dalla presente direttiva, salvo che:

(...)

- iii) applichi disposizioni legislative, regolamentari e amministrative adottate in riferimento alle offerte pubbliche di acquisto, alle operazioni di fusione che incidono sulla proprietà o sul controllo di un'impresa, che sono soggette alla vigilanza delle autorità designate dagli Stati membri in conformità all'articolo 4 della direttiva 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, concernente le offerte pubbliche di acquisto».

6. L'articolo 10 della direttiva sulla trasparenza è del seguente tenore:

«Gli obblighi di notifica definiti all'articolo 9, paragrafi 1 e 2 si applicano anche a una persona fisica o giuridica nella misura in cui essa ha diritto ad acquisire, cedere o esercitare i diritti di voto in uno dei seguenti casi o in una combinazione degli stessi:

- a) i diritti di voto sono detenuti da 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».

7. L'articolo 24 della direttiva sulla trasparenza ha il seguente tenore:

«1. Ciascuno Stato membro designa l'autorità centrale di cui all'articolo 21, paragrafo 1 della direttiva 2003/71/CE come l'autorità amministrativa centrale competente cui spetta espletare i compiti previsti dalla presente direttiva e assicurare l'applicazione delle disposizioni adottate a norma della medesima. (...)

2. Gli Stati membri possono autorizzare la loro autorità centrale competente a delegare alcuni compiti. (...) Tali deleghe sono conferite secondo modalità precise che indicano i compiti da svolgere e le condizioni del loro svolgimento.

(...) In ogni caso, la responsabilità finale di vigilare sull'osservanza delle disposizioni della presente direttiva e delle misure di esecuzione adottate a norma della medesima spetta all'autorità competente designata conformemente al paragrafo 1».

B. Normativa austriaca

1. L'ÜbG

8. La direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto è stata trasposta in Austria per mezzo della Bundesgesetz betreffend Übernahmeangebote (legge federale concernente le offerte pubbliche di acquisto; in prosieguo: l'«ÜbG»)⁵. Il suo articolo 1, punto 6, definisce la nozione di «soggetti agenti di concerto» come segue:

«Soggetti agenti di concerto: persone fisiche o giuridiche che collaborano con l'offerente sulla base di un'intesa per ottenere o esercitare il controllo sulla società emittente, in particolare mediante il coordinamento dei diritti di voto, o che collaborano con la società emittente in base a un'intesa per impedire che l'offerta pubblica di acquisto vada a buon fine. Qualora un soggetto detenga mediante una partecipazione diretta o indiretta (articolo 22, paragrafi 2 e 3) il controllo di uno o più altri soggetti giuridici, si presume che tutti questi soggetti agiscano di concerto; lo stesso vale se diversi soggetti stipulano un accordo sull'esercizio dei loro diritti di voto in sede di elezione dei membri del consiglio di vigilanza».

9. In virtù dell'articolo 22, paragrafo 1, dell'ÜbG:

«Chiunque acquisisca direttamente o indirettamente una partecipazione di controllo in una società emittente deve segnalarlo immediatamente alla Übernahmekommission (commissione austriaca che vigila sulle offerte pubbliche di acquisto) e deve comunicare un'offerta per tutti i valori mobiliari della società emittente secondo le disposizioni della presente legge federale entro 20 giorni lavorativi di borsa dall'acquisizione della partecipazione di controllo».

10. Ai sensi dell'articolo 22 a, punto 1, del ÜbG, «l'obbligo di presentare un'offerta ai sensi dell'articolo 22, paragrafo 1, si applica (...) quando è creato un raggruppamento di soggetti agenti di concerto che acquisiscono congiuntamente una partecipazione di controllo».

11. L'articolo 23 dell'ÜbG, intitolato «Attribuzione delle partecipazioni ed estensione degli obblighi dell'offerente», spiega, nel suo primo paragrafo, che ai «soggetti agenti di concerto» ai sensi dell'articolo 1, punto 6, dell'ÜbG devono essere attribuiti reciprocamente i diritti di voto attraverso l'applicazione degli articoli da 22 a 22b.

2. La BörseG 1989

12. All'epoca rilevante nel procedimento principale, era applicabile la Börsegesetz 1989 nella versione del BGBl. I 98/2015 (legge sulla borsa del 1989; in prosieguo: la «BörseG 1989»). Gli articoli 91 e seguenti della BörseG 1989 attuano, tra l'altro, gli obblighi di notifica delle informazioni sulle «partecipazioni rilevanti» di cui al capo III, sezione I, e in particolare dall'articolo 9, paragrafo 1, della direttiva sulla trasparenza.

⁵ BGBl. I n. 127/1998.

13. L'articolo 92, punto 7, della BörseG 1989 estende l'obbligo di notifica di cui all'articolo 91 anche al caso di «diritti di voto da attribuirsi a un soggetto ai sensi dell'articolo 23, paragrafo 1 o 2, dell'ÜbG».

III. Fatti, procedimento nazionale e questioni pregiudiziali

14. L'Übernahmekommission (commissione austriaca che vigila sulle offerte pubbliche di acquisto) (in prosieguito: l'«Übernahmekommission») è l'«autorità di vigilanza» designata dall'Austria in forza dell'articolo 4 della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto.

15. Il 22 novembre 2016, l'Übernahmekommission ha emesso una decisione (in prosieguito: la «decisione preliminare») contro le società Adler Real Estate AG (in prosieguito: la «Adler»), Mountain Peak Trading LLP (in prosieguito: la «Mountain Peak»), Westgrund AG (in prosieguito: la «Westgrund»), Petrus Advisers Ltd (in prosieguito: la «Petrus»), e GM (una persona fisica). Detta decisione è stata pronunciata nell'ambito di un procedimento di accertamento dei fatti relativo all'acquisizione di una «partecipazione rilevante» del 31,36% nella società Conwert Immobilien SE (in prosieguito: la «Conwert»), e alla relativa omessa presentazione dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria. Essa ha constatato che, con la reciproca attribuzione dei diritti di voto ai sensi dell'articolo 23, paragrafo 1, dell'ÜbG, sarebbe stata acquisita una partecipazione di controllo ai sensi dell'articolo 22 dell'ÜbG.

16. L'Übernahmekommission era giunta alla determinazione di tale soglia sulla base dei criteri di aggregazione dei «soggetti agenti di concerto» di cui all'articolo 1, punto 6, dell'ÜbG. Ai sensi dell'articolo 23, paragrafo 1, dell'ÜbG, tali diritti di voto nella Conwert avrebbero quindi dovuto essere reciprocamente attribuibili alla Adler, alla Mountain Peak, alla Westgrund, alla Petrus e a GM per la prima volta il 29 settembre 2015. In linea di principio, in virtù dell'articolo 22 bis, punto 1, dell'ÜbG, tale acquisizione di una «partecipazione rilevante» avrebbe dovuto comportare un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria sulla Conwert entro un termine di 20 giorni lavorativi di borsa.

17. Con sentenza del 1° marzo 2017, l'Oberster Gerichtshof (Corte suprema, Austria) ha respinto un ricorso avverso la decisione preliminare. La decisione preliminare è diventata definitiva.

18. Il 29 giugno 2018 l'FMA, l'«autorità amministrativa centrale competente» ai sensi dell'articolo 24 della direttiva sulla trasparenza, ha inflitto alla Adler, alla Petrus e a GM sanzioni amministrative pecuniarie per violazione dell'obbligo di notifica previsto dall'articolo 92, paragrafo 7, della BörseG 1989. Tale obbligo incombe alle persone fisiche o giuridiche che, individualmente o collettivamente, acquisiscono una soglia di partecipazione del 30% in una «società emittente». Secondo l'FMA, nel caso di specie, la Adler, la Petrus e GM avevano «agito di concerto» ai sensi dell'articolo 1, punto 6, dell'ÜbG al momento dell'acquisto delle azioni della Conwert. I diritti di voto relativi alle loro partecipazioni nella Conwert dovrebbero quindi essere reciprocamente attribuibili a tali entità per la prima volta il 29 settembre 2015.

19. Ai fini della classificazione della Adler, della Petrus e di GM come «soggetti agenti di concerto», l'FMA si è considerata vincolata dal carattere definitivo della qualificazione fattuale e giuridica della decisione preliminare. Di conseguenza, non ha valutato essa stessa se la Adler, la Petrus e GM avrebbero dovuto essere qualificati come «soggetti agenti di concerto», ai sensi dell'articolo 1, punto 6, dell'ÜbG, né se i diritti di voto relativi alle loro partecipazioni avrebbero

dovuto essere oggetto di attribuzione reciproca. L'FMA ha deciso che solo l'esistenza dell'elemento soggettivo dell'illecito – la «mens rea» della Adler, della Petrus e di GM – poteva essere oggetto di indagine nella procedura per le sanzioni amministrative finanziarie.

20. Il giudice del rinvio osserva che la BörseG 1989, che traspone la direttiva sulla trasparenza nella normativa austriaca, impone obblighi di notifica ai soggetti che detengono «partecipazioni rilevanti» (definite come pari al 30%) in un'«emittente». Tali obblighi vanno oltre quelli previsti dalla direttiva sulla trasparenza. Detto giudice ritiene, pertanto, che l'obbligo di notifica imposto ai «soggetti agenti di concerto» di cui all'articolo 97, paragrafo 7, della BörseG 1989 debba essere considerato come rientrante nella nozione di «obblighi più severi di quelli previsti» dalla direttiva sulla trasparenza.

21. Tuttavia, il giudice del rinvio dubita che tali obblighi «più severi» siano conformi all'articolo 3, paragrafo 1 bis, quarto comma, sub iii), della direttiva sulla trasparenza. Tale disposizione prevede che qualsiasi obbligo «più severo» sia “soggett[o] alla vigilanza delle autorità designate dagli Stati membri in conformità all'articolo 4 della [direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto]».

22. Il giudice del rinvio solleva inoltre questioni relative alla compatibilità delle norme procedurali austriache sugli effetti vincolanti delle decisioni amministrative divenute definitive con l'articolo 47 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea (in prosieguo: la «Carta»), in una situazione in cui una precedente decisione dell'Übernahmekommission, divenuta definitiva, è successivamente considerata vincolante per l'FMA.

23. È in questo contesto che il Bundesverwaltungsgericht (Corte amministrativa federale) ha deciso di sospendere il procedimento e di sottoporre alla Corte di giustizia le seguenti questioni pregiudiziali:

- «1) Se l'articolo 3, paragrafo 1 bis, quarto comma, [punto] iii), della direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 dicembre 2004, sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE, da ultimo modificata dalla direttiva 2013/50/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, debba essere interpretato nel senso che costituisca un requisito che giustifichi “obblighi più severi” imposti a “possessori di azioni o persone fisiche o giuridiche” il fatto che le “disposizioni legislative, regolamentari e amministrative”, che prevedono obblighi più severi in materia di pubblicità delle partecipazioni, siano “soggette alla vigilanza” di un'autorità designata dallo Stato membro in conformità all'articolo 4 della direttiva 2004/25/CE (...) concernente le offerte pubbliche di acquisto, nonché che tale sorveglianza sia estesa agli obblighi più severi in materia di pubblicità delle partecipazioni ai sensi della direttiva 2004/109/CE.
- 2) Se l'articolo 47 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea osti a una prassi nazionale secondo cui una decisione divenuta definitiva dell'autorità di vigilanza di cui all'articolo 4 della direttiva 2004/25/CE, con cui sia stata accertata la violazione, da parte di una persona, di disposizioni nazionali di trasposizione della direttiva 2004/25/CE, possieda effetti vincolanti anche nell'ambito di un procedimento sanzionatorio amministrativo condotto nei confronti della stessa persona, avente ad oggetto la violazione di norme nazionali correlate alle suddette disposizioni, adottate in attuazione della direttiva

2004/109/CE (direttiva sulla trasparenza), restando conseguentemente preclusa a tale persona fisica la possibilità di contestare, in fatto ed in diritto, la violazione già accertata con la decisione divenuta definitiva».

24. Hanno presentato osservazioni scritte la Adler, la Petrus, GM e l'FMA nonché la Commissione europea. Fatta eccezione per la Commissione, dette parti hanno anche risposto alle domande scritte poste loro dalla Corte.

IV. Analisi

25. Le presenti conclusioni sono articolate come segue. Inizierò con la prima questione sollevata dal giudice del rinvio e con l'interpretazione dell'espressione «soggette alla vigilanza» nell'ottica del contesto in cui detta disposizione è enunciata. In seguito, mi soffermerò sul contesto del caso di specie. Alla luce di queste considerazioni, suggerirò alla Corte che solo la prima questione sollevata richieda una risposta (A). Comunque, data la stretta connessione tra la presente causa e un'altra domanda di pronuncia pregiudiziale presentata dallo stesso giudice nazionale in una causa parallela, la causa C-546/18, Adler Real Estate⁶, la risposta alla seconda questione nel presente procedimento è stata di fatto già fornita in tale sede (B).

A. Sulla prima questione

26. Con la prima questione, il giudice del rinvio chiede di chiarire se l'articolo 3, paragrafo 1 bis, quarto comma, sub iii), della direttiva sulla trasparenza, come modificata dalla direttiva di modifica sulla trasparenza, debba essere interpretato nel senso che per la notifica un «obbligo più severo» di quello contenuto nella direttiva sulla trasparenza debba essere soggetto alla vigilanza dell'autorità designata dagli Stati membri ai sensi dell'articolo 4 della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto. In caso di risposta affermativa a tale questione, si pone la questione subordinata se siffatta «vigilanza» possa essere scissa dal compito di «assicurare l'osservanza» di suddetti obblighi di notifica «più severi».

27. Tale questione richiede di essere «scomposta» in numerosi elementi. Nel fare ciò, illustrerò innanzitutto le modifiche apportate dalla direttiva di modifica sulla trasparenza e la necessità di inserire l'articolo 3, paragrafo 1 bis, quarto comma, nella direttiva sulla trasparenza (1). Interpretaré quindi detta disposizione nel contesto in cui essa si colloca e alla luce delle condizioni di applicazione che essa presuppone (2). In seguito, mi soffermerò sull'interpretazione del termine «vigilanza», come appare nel punto sub iii) del quarto comma dell'articolo 3, paragrafo 1 bis, della direttiva sulla trasparenza, per stabilire quale autorità debba farsi carico della vigilanza regolamentare degli obblighi di notifica «più severi» in parola (3). Solo allora potrò fornire una risposta alla questione posta dal giudice del rinvio.

1. La direttiva sulla trasparenza e la sua modifica

28. Nell'ambito del più ampio obiettivo del completamento del mercato unico dei servizi finanziari e della convergenza dei principi di informativa finanziaria in tutta l'Unione, la direttiva sulla trasparenza ha cercato di contribuire alla creazione di «[m]ercati mobiliari efficienti,

⁶ V. conclusioni da me presentate nella causa Adler Real Estate e a. (C-546/18).

trasparenti ed integrati»⁷. Essa ha portato a un'*armonizzazione minima* degli obblighi di notifica per le persone fisiche o giuridiche che acquistano o altrimenti trattano valori mobiliari in emittenti che sono attivi in un mercato regolamentato di uno Stato membro⁸. Ciò ha lasciato agli Stati membri la facoltà, in sede di trasposizione di tali obblighi, di andare oltre il livello di armonizzazione di base, istituendo obblighi di notifica «più severi» di quelli previsti dalla direttiva sulla trasparenza⁹.

29. Come spiega un documento di lavoro dei servizi della Commissione sul funzionamento della direttiva sulla trasparenza, l'effetto di questi obblighi «più severi» è consistito in un «livello di armonizzazione non uniforme». Ciò ha reso difficile, per le persone fisiche o giuridiche, conformarsi contemporaneamente alle leggi di diversi Stati membri¹⁰.

30. La direttiva di modifica sulla trasparenza ha cercato di risolvere tale problema. Essa ha in generale eliminato il potere discrezionale degli Stati membri di assoggettare i possessori di azioni a obblighi di notifica «più restrittiv[i]» di quelli previsti dalla direttiva sulla trasparenza¹¹. Allo stesso tempo, la direttiva di modifica sulla trasparenza doveva tuttavia preservare la possibilità per gli Stati membri di imporre tali obblighi nel caso essi riguardassero *un altro aspetto* della regolamentazione dei mercati nazionali dei valori mobiliari.

31. Uno di tali aspetti è la regolamentazione delle offerte pubbliche di acquisto, delle operazioni di fusione e di altre operazioni che incidono sulla proprietà o sul controllo delle società. La loro regolamentazione è generalmente coperta dalla direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto¹². Ai sensi dell'articolo 3, paragrafo 1 bis, quarto comma, sub iii), della direttiva sulla trasparenza, lo Stato membro d'origine può assoggettare un possessore di valori mobiliari a obblighi di notifica «più severi» di quelli previsti dalla direttiva sulla trasparenza, se detti obblighi rientrano nell'ambito di applicazione della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto. Tuttavia, questi obblighi «più severi» devono essere «*soggett[i] alla vigilanza* delle autorità designate dagli Stati membri in conformità» all'articolo 4 della medesima¹³.

32. È l'interpretazione dell'espressione «*soggett[i] alla vigilanza*» in tale disposizione ad essere fonte di disaccordo nel caso di specie, punto sul quale mi soffermerò ora.

⁷ Direttiva sulla trasparenza, considerando 1 e 9.

⁸ Confrontare, ad esempio, la completa armonizzazione degli obblighi informativi ai sensi del «regolamento sul prospetto» [regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE (GU 2017 L 168, pag. 12)].

⁹ Direttiva sulla trasparenza, articolo 3, paragrafo 1.

¹⁰ Documento di lavoro dei servizi della Commissione – Il riesame dell'attuazione della direttiva 2004/109/EC: questioni emergenti Documento di accompagnamento alla Relazione della Commissione al Consiglio, al Parlamento europeo, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni – Attuazione della direttiva 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, COM(2010)243 [SEC(2009)611 definitivo], punto 6 [disponibile solo in inglese]. V. altresì, sul problema della sovraregolamentazione nazionale («gold plating»), documento di lavoro dei servizi della Commissione – Relazione su misure nazionali più severe relative alla direttiva 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato [SEC(2008)3033 definitivo], punto 6 [disponibile solo in inglese].

¹¹ Direttiva di modifica sulla trasparenza, considerando 12. V. altresì il divieto di requisiti per i possessori di valori mobiliari di cui all'articolo 3, paragrafo 1, quarto comma, della direttiva sulla trasparenza.

¹² V., ad esempio, Moloney, N., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford University Press, 2014, pag. 140.

¹³ Il corsivo è mio.

2. «Soggett[i] alla vigilanza»

33. Il giudice del rinvio si chiede se l'espressione «soggett[i] alla vigilanza» di cui all'articolo 3, paragrafo 1 bis, quarto comma, sub iii), della direttiva sulla trasparenza debba essere inteso nel senso di riferirsi unicamente alla «vigilanza» sugli obblighi «più severi» imposti dal diritto nazionale, o se esso debba riguardare parimenti la loro «osservanza».

34. GM, la Adler e la Commissione adottano un'interpretazione letterale di tale punto. Essi sostengono che il punto si riferisce chiaramente alle autorità designate dagli Stati membri in forza dell'articolo 4 della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto quali quelle preposte a «vigilare» sugli obblighi «più severi».

35. L'FMA, da parte sua, sostiene che sarebbe contrario allo spirito e alla finalità della direttiva sulla trasparenza se la competenza ad assicurare l'osservanza della direttiva fosse attribuita a un'autorità diversa da essa stessa. L'FMA fa presente di essere la sola «autorità amministrativa centrale competente» ai sensi dell'articolo 24, paragrafo 1, della direttiva sulla trasparenza. Orbene, un'interpretazione dell'articolo 3, paragrafo 1 bis, quarto comma, sub iii), della direttiva sulla trasparenza che attribuisse la vigilanza sugli obblighi «più severi» all'Übernahmekommission non sarebbe suffragata dal tenore letterale dell'articolo 24, paragrafo 1, della direttiva sulla trasparenza. Inoltre, la nozione di «autorità designata in conformità all'articolo 4» della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto deve comprendere qualsiasi autorità competente per materia a conseguire gli obiettivi della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto. Diversamente, le parti potrebbero eludere gli obblighi di notifica derivanti dalla direttiva sulla trasparenza «agendo di concerto» nell'acquisto di «partecipazioni rilevanti».

36. Gli argomenti addotti dall'FMA non mi convincono.

37. L'obiettivo della direttiva sulla trasparenza è creare un'armonizzazione normativa. Gli Stati membri devono incaricare un'autorità amministrativa di vigilare su tale obiettivo¹⁴. Tuttavia, suddetta armonizzazione può naturalmente avvenire solo nell'ambito di applicazione della direttiva sulla trasparenza. Tale finalità non pregiudica le competenze che esulano da essa, anche quando riguardano la disciplina di altri aspetti dei mercati nazionali dei valori mobiliari¹⁵. Ciò posto, una lettura ragionevole dell'articolo 3, paragrafo 1 bis, quarto comma, sub iii), della direttiva sulla trasparenza conferma che l'eccezione in parola riguarda proprio siffatte competenze «esterne»: offerte pubbliche di acquisto, operazioni di fusione e altre operazioni. Per questi settori, la direttiva sulla trasparenza non ha mai cercato di stabilire norme armonizzate sugli obblighi di notifica.

38. La stessa conclusione è corroborata anche dal considerando 12 della direttiva di modifica sulla trasparenza. In esso, il legislatore dell'Unione ricorda che l'obiettivo di armonizzare il regime per la notifica delle partecipazioni in valori mobiliari con diritto di voto non dovrebbe pregiudicare gli obblighi paralleli della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto (e l'iniziativa di trasparenza da essa perseguita). Ciò, in particolare, perché le due direttive seguono diverse «velocità» di revisione normativa: la direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto opera in base al principio del

¹⁴ Naturalmente, come correttamente rilevato dall'FMA, gli Stati membri possono anche designare un'autorità competente diversa dall'«autorità centrale competente» di cui all'articolo 24, paragrafo 1, della direttiva sulla trasparenza ai fini dell'articolo 24, paragrafo 4, lettera h), della stessa, e possono altresì delegare determinati poteri a tale altra autorità. Tuttavia, come ha confermato l'FMA nelle sue osservazioni, simili aspetti non sono in discussione nel presente caso.

¹⁵ Come spiegato al paragrafo 30 delle presenti conclusioni.

«coordinamento»¹⁶, cercando semplicemente di stabilire «alcuni principi comuni e un numero limitato di requisiti generali che gli Stati membri sono tenuti a far applicare mediante norme più particolareggiate conformemente ai rispettivi ordinamenti e contesti culturali nazionali»¹⁷. La direttiva sulla trasparenza promuove invece un'iniziativa politica più ampia, con l'intento di armonizzare le disposizioni del diritto nazionale.¹⁸

39. Il riferimento a «obblighi più severi» nell'articolo 3, paragrafo 1 bis, della direttiva sulla trasparenza deve quindi essere inteso piuttosto come una disposizione di «controllo delle competenze», volta a proteggere dall'«eccesso di vigilanza» dell'autorità designata in forza dell'articolo 24 della direttiva sulla trasparenza. In tal modo, il legislatore dell'Unione ha cercato di garantire che l'«autorità di cui all'articolo 24» non estenda indirettamente l'obbligo di «armonizzazione» agli obblighi di notifica rientranti diversamente nell'ambito della vigilanza dell'«autorità di cui all'articolo 4».

40. Tuttavia, la volontà di delimitare le «competenze dell'autorità di cui all'articolo 24» acquista davvero importanza solo nei casi in cui lo Stato membro in parola abbia deciso di ripartire le competenze di vigilanza della direttiva sulla trasparenza e della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto tra due (o più) autorità¹⁹. Per far fronte a tali scenari, l'articolo 3, paragrafo 1 bis, quarto comma, sub iii), della direttiva sulla trasparenza designa un'autorità «capofila» ai fini della direttiva sulla trasparenza, e ne stabilisce i limiti normativi. Essa integra quindi, da un altro punto di vista, l'obbligo di cooperazione e di scambio di informazioni insito nell'articolo 4, paragrafo 4, della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto.

41. Di conseguenza, a mio avviso, nulla indica che l'articolo 3, paragrafo 1 bis, quarto comma, sub iii), della direttiva sulla trasparenza miri a compromettere (o a diminuire) il compito dell'«autorità amministrativa centrale competente» di cui all'articolo 24 della direttiva sulla trasparenza. Né vedo il motivo per cui l'approccio suggerito da GM, dalla Adler e dalla Commissione aprirebbe la possibilità di «aggirare» gli obblighi di notifica derivanti dalla direttiva sulla trasparenza. Infatti, quando si tratta di obblighi di notifica «più severi» compatibili con l'articolo 3, paragrafo 1 bis, quarto comma, sub iii), della direttiva sulla trasparenza, essi rientrano nell'ambito di applicazione (e nella vigilanza normativa) delle «autorità di cui all'articolo 4» designate a tal fine. Finché quest'obbligo è correttamente attuato nel diritto nazionale, non sussiste il pericolo che obblighi di notifica «più severi» ai fini delle offerte pubbliche di acquisto, delle operazioni di fusione e di altre operazioni che incidono sulla proprietà o sul controllo delle società diventino l'equivalente normativo delle «acque internazionali».

42. Tutto ciò porta infine alla questione subordinata se tale «vigilanza» comporti anche «assicurare l'osservanza» degli obblighi di notifica «più severi».

43. A mio parere, alla luce di tutto ciò che è stato detto sopra, la risposta dovrebbe essere affermativa.

¹⁶ Considerando 1 della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto.

¹⁷ Considerando 26 della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto.

¹⁸ Considerando 5 della direttiva sulla trasparenza.

¹⁹ Sembra che diversi Stati membri abbiano nominato la stessa autorità ai fini dell'articolo 4 della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto e dell'articolo 24 della direttiva sulla trasparenza. V. Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, «Practical Guide: National rules on notifications of major holdings under the Transparency Directive (Guida pratica: Norme nazionali sulle notifiche delle partecipazioni rilevanti ai sensi della direttiva sulla trasparenza)», 31 luglio 2019 (ESMA31-67-535) e «List of competent authorities designated for the purposes of Directive 2004/25/EC on takeover bids (Takeover bids Directive) (Elenco delle autorità competenti designate ai fini della direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto (direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto)», 8 giugno 2020.

44. In primo luogo, sul piano meramente linguistico e logico, trovo piuttosto difficile distinguere tra «vigilanza» e «assicurare l'osservanza». Partendo dal presupposto che il potere di «vigilare» non sia stato conferito alle autorità amministrative per il loro diletto, la «vigilanza» è destinata a sovrapporsi in larga misura all'«assicurare l'osservanza».

45. In secondo luogo, una lettura ragionevole dell'articolo 3, paragrafo 1 bis, quarto comma, sub iii), della direttiva sulla trasparenza non porta ad altra conclusione. Non vi è alcuna indicazione nel testo o nei documenti preparatori della direttiva, che debba sussistere una distinzione tra «vigilanza» e «assicurare l'osservanza» delle condizioni della direttiva sulla trasparenza.

46. In terzo luogo, come spiego ai paragrafi 37 e 38 delle presenti conclusioni, è chiaro che il punto sub iii) del quarto comma dell'articolo 3, paragrafo 1 bis, della direttiva sulla trasparenza riguarda aspetti normativi che non rientrano nel campo di applicazione di detta direttiva. Sarebbe quindi del tutto illogico se si chiedesse all'«autorità di cui all'articolo 24» di vigilare sull'osservanza di obblighi che *non rientrano nelle sue competenze*.

47. Pertanto, l'unico modo ragionevole di leggere il termine «vigilare» di cui al punto sub iii) del quarto comma dell'articolo 3, paragrafo 1 bis, della direttiva sulla trasparenza è ritenere che esso includa anche «assicurare l'osservanza» degli obblighi derivanti dalla direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto.

3. Il caso di specie: obblighi più severi?

48. Così, qualsiasi «obbligo di notifica più severo» di quello contenuto nella direttiva sulla trasparenza che rientri nel punto sub iii) del quarto comma dell'articolo 3, paragrafo 1 bis, della direttiva sulla trasparenza, deve essere soggetto alla vigilanza delle autorità competenti designate dagli Stati membri in forza dell'articolo 4 della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto.

49. Passando al contesto legislativo del caso di specie, le parti spiegano che l'ÜbG traspone la direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto nel diritto austriaco. Di conseguenza, l'Übernahmekommission è stata designata come autorità competente ai sensi dell'articolo 4 di tale direttiva. Con riserva di conferma da parte del giudice del rinvio, risulta quindi che l'Übernahmekommission è l'unica autorità che esercita detta competenza.

50. Nelle loro risposte a un quesito scritto posto dalla Corte, GM, la Adler e l'FMA spiegano che l'FMA è l'unica autorità nominata in forza dell'articolo 24, paragrafo 1, della direttiva sulla trasparenza, e che tale autorità non ha delegato alcun potere di vigilanza o di controllo dell'osservanza all'Übernahmekommission.

51. In altri termini, risulta che, nel diritto austriaco, esiste una netta separazione di competenze tra l'autorità incaricata della direttiva sulla trasparenza (l'FMA) e l'autorità incaricata della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto (l'Übernahmekommission). Ciò significherebbe che solo l'Übernahmekommission avrebbe potuto essere autorizzata a vigilare (e assicurare l'osservanza) in materia di «obblighi più severi» di quelli contenuti nella direttiva sulla trasparenza e rientranti nell'articolo 3, paragrafo 1 bis, quarto comma, sub iii), della direttiva sulla trasparenza.

52. Considerazioni del genere sono di competenza del giudice del rinvio poiché riguardano l'interpretazione del diritto nazionale. Spetta altresì al giudice del rinvio stabilire se l'estensione dell'obbligo di notifica di cui all'articolo 92, paragrafo 7, della BörseG 1989 alle partecipazioni rilevanti attribuibili in virtù dell'articolo 23, paragrafo 1, dell'ÜbG riguardi un «obbligo più severo» di quello contenuto nella direttiva sulla trasparenza.

53. Tuttavia, al fine di assistere pienamente il giudice del rinvio e in risposta alle opinioni già espresse da quest'ultimo nell'ordinanza di rinvio, tendo a concordare con il giudice del rinvio che nella fattispecie, in base alle informazioni fornite e acquisite al fascicolo, detto obbligo appare effettivamente sussistere.

54. La nozione di «soggetti agenti di concerto» non compare di per sé nella direttiva sulla trasparenza. Tuttavia, l'articolo 10, lettera a), della stessa contempla la situazione in cui una persona fisica o giuridica acquisisce, cede o esercita i diritti di voto «detenuti da 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».

55. L'FMA sostiene che tale disposizione si sovrappone «qualitativamente» all'obbligo di notifica previsto dall'articolo 92, paragrafo 7, della BörseG 1989 per i «soggetti agenti di concerto».

56. La Adler, la Petrus e GM sono di parere opposto. In sostanza, essi sostengono che la portata della normativa nazionale supera quella dell'articolo 10, lettera a), della direttiva sulla trasparenza, poiché né l'articolo 92, paragrafo 7, della BörseG, né le disposizioni cui esso si collega direttamente o indirettamente, richiedono una «politica comune durevole nei confronti della gestione dell'emittente in questione».

57. L'articolo 10, lettera a) della direttiva sulla trasparenza contiene una serie di condizioni cumulative. In primo luogo, richiede un «accordo». La mancanza di ulteriori spiegazioni che qualifichino il suo contenuto o la sua forma comporta che, sotto questo profilo, tutto ciò che è richiesto è un «incontro delle volontà». Sarebbe infatti poco utile assoggettare all'obbligo di notifica solo gli accordi scritti (o tangibili) se lo scopo generale degli articoli 9 e 10 della direttiva sulla trasparenza è la divulgazione di *tutte* le «partecipazioni rilevanti» nei titoli quotati. In secondo luogo, tale disposizione richiede l'«obbligo di adottare» una certa posizione sulla base di partecipazioni esistenti *a causa* di suddetto accordo²⁰. In terzo luogo, l'accordo e la «posizione» ivi adottata devono richiedere un «esercizio concertato», ossia un'azione coordinata. Infine, l'esercizio di cui trattasi deve sfociare in una «*politica comune durevole* nei confronti della gestione dell'emittente in questione»²¹. In altre parole, la disposizione richiede un alto grado di impegno per un certo periodo di tempo, che non può essere fugace o intermittente, e che deve essere uniforme e rivolto alla gestione della società interessata.

²⁰ Sebbene si debba notare che mentre le versioni linguistiche inglese («to adopt»), francese («à adopter»), spagnola («a adoptar»), italiana («ad adottare») sembrano richiedere semplicemente la necessità di «avallare» una certa posizione, altre versioni linguistiche, in particolare quella tedesca («zu verfolgen»), olandese («te voeren»), o quella ceca («provádět»), propendono maggiormente verso un effettivo «perseguimento» di detta posizione ad opera delle parti. Questo significa, probabilmente, più di un semplice accordo di principio su di essa.

²¹ Il corsivo è mio.

58. Senza che sia necessario valutare se tutti i requisiti di cui sopra siano stati soddisfatti, e con riserva di conferma da parte del giudice del rinvio, è sufficiente rilevare che nessuna delle disposizioni di diritto nazionale che sono state sottoposte alla Corte pare effettivamente richiedere un tipo di «politica comune durevole» simile a quella richiesta dall'articolo 10, lettera a), della direttiva sulla trasparenza.

59. Pertanto, tendo a concordare con il giudice del rinvio sul fatto che l'obbligo di notifica previsto dall'articolo 92, paragrafo 7, della BörseG 1989 per i «soggetti agenti di concerto» sembra contenere un «obbligo più severo» di quello contenuto nella direttiva sulla trasparenza, che avrebbe dovuto essere «soggetto alla vigilanza» dell'autorità designata dall'Austria ai sensi dell'articolo 4 della direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto. Tale autorità sembra essere, secondo la normativa austriaca, l'Übernahmekommission.

B. Sulla seconda questione

60. Con la seconda questione, il giudice del rinvio chiede se l'articolo 47 della Carta debba essere interpretato nel senso che osta a norme procedurali nazionali che attribuiscono valore vincolante alle decisioni amministrative definitive di un'autorità di vigilanza, designata in forza dell'articolo 4 della direttiva 2004/25, formulate a seguito di un procedimento preliminare e che stabiliscono oggettivamente determinate circostanze di fatto, qualora tale decisione privi un'altra autorità di vigilanza, designata in virtù dell'articolo 24 della direttiva 2004/109, del potere di effettuare una propria indagine conoscitiva o una valutazione giuridica in relazione allo stesso oggetto e alle stesse persone.

61. Tenuto conto della risposta ipotizzata per la prima questione, non è necessario rispondere alla seconda questione.

62. Tuttavia, per completezza e in considerazione della possibilità che la Corte sia di diverso avviso per quanto riguarda la prima questione, faccio riferimento all'analisi che ho già svolto relativamente a questioni simili sollevate dallo stesso giudice del rinvio in una causa parallela, la causa Adler Real Estate, C-546/18²².

63. La presente causa si differenzia dalla causa C-546/18, Adler Real Estate per un elemento: le questioni sollevate dal giudice del rinvio riguardano gli effetti «inter-istituzionali» di un precedente accertamento da parte di un'autorità amministrativa, in contrapposizione ai meri effetti «intra-istituzionali» attraverso singoli procedimenti, come in discussione nella causa C-546/18, Adler Real Estate.

64. Detto elemento non fa tuttavia alcuna differenza. O, piuttosto, la questione individuata in tale caso è logicamente la stessa della presente causa, poiché entrambi i casi hanno alla radice lo stesso problema: l'assenza di una tutela giurisdizionale effettiva conforme all'articolo 47, primo comma, della Carta *nella prima fase* del procedimento preliminare dinanzi all'Übernahmekommission, che è *la stessa nei due casi*.

65. In linea di principio, è lasciato all'autonomia procedurale nazionale degli Stati membri stabilire se e come l'ordinamento giuridico nazionale intenda creare effetti vincolanti delle decisioni definitive delle autorità amministrative. Una simile impostazione è subordinata

²² V. conclusioni da me presentate nella causa Adler Real Estate e a. (C-546/18).

esclusivamente ai principi di equivalenza e di effettività²³. In presenza di una (reale) identità di parti, causa e oggetto, nulla vieta, in linea di principio, di conferire effetti vincolanti a una decisione definitiva di un'autorità amministrativa (nella fattispecie, l'Übernahmekommission) in modo tale da vincolare un'altra autorità amministrativa nel suo procedimento (nella fattispecie, l'FMA, sempre che la risposta alla prima questione sia diversa)²⁴.

66. Tuttavia, al fine di rispettare l'articolo 47, primo comma, della Carta, quando l'autorità le cui decisioni amministrative sono considerate definitive non soddisfa essa stessa i criteri di un «giudice», ai sensi dell'articolo 47, primo comma, della Carta, il riesame di tali conclusioni deve poter essere esercitato da un giudice avente «piena giurisdizione», in grado di esaminare sia la legittimità che il merito²⁵.

67. Nella fattispecie, le parti hanno spiegato che l'FMA si è ritenuta vincolata da una decisione derivante da un precedente procedimento dell'Übernahmekommission. Tuttavia, la stessa Übernahmekommission non soddisfa i requisiti di un «giudice», ai sensi del primo comma dell'articolo 47 della Carta. La competenza della Corte Suprema in questi casi è parziale e limitata al solo giudizio di legittimità.

68. In sintesi, l'impianto istituzionale e procedurale delle norme applicabili al caso di specie soffre delle stesse lacune del medesimo regime nella causa C-546/18, Adler Real Estate: risulta insussistente, sempre con riserva di una conferma definitiva da parte del giudice del rinvio, «nella prima fase» la tutela giurisdizionale effettiva richiesta dall'articolo 47, primo comma, della Carta. Apparentemente tale lacuna non può essere colmata nella «seconda fase» perché, in tale momento, sia l'autorità amministrativa che decide successivamente, sia il giudice che eventualmente riesamina la «seconda» decisione amministrativa, sono effettivamente vincolati dalle conclusioni della «prima» decisione amministrativa.

V. Conclusioni

69. Suggestisco alla Corte di rispondere alla prima questione pregiudiziale sollevata dal Bundesverwaltungsgericht (Corte amministrativa federale, Austria) nei seguenti termini:

«L'articolo 3, paragrafo 1 bis, quarto comma, sub iii), della direttiva 2004/109/CE, come modificata da ultimo dalla direttiva 2013/50/UE, deve essere interpretato nel senso che l'autorità incaricata di “vigilare” sull'imposizione di “obblighi più severi” ai sensi di tale disposizione è l'autorità designata dallo Stato membro in forza dell'articolo 4 della direttiva 2004/25/CE. Tale vigilanza comprende assicurare l'osservanza di detti obblighi “più severi”.

Spetta al giudice nazionale verificare se gli obblighi di notifica nel procedimento principale costituiscono “obblighi più severi” di quelli contenuti nella direttiva 2003/109/CE».

²³ V., in tal senso, sentenza del 11 novembre 2015, Klausner Holz Niedersachsen (C-505/14, EU:C:2015:742, punto 40 e giurisprudenza ivi citata).

²⁴ V. conclusioni da me presentate nella causa Adler Real Estate e a. (C-546/18, paragrafo 80).

²⁵ Ibidem, paragrafo 48.