

# BANCA CENTRALE EUROPEA

## PARERE DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA

del 16 novembre 2001

**su richiesta del Consiglio dell'Unione europea relativo a una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio sul prospetto da pubblicare per l'offerta al pubblico o l'ammissione alla negoziazione di valori mobiliari [COM(2001) 280 def.]**

(CON/2001/36)

(2001/C 344/05)

1. Il 5 luglio 2001 la Banca centrale europea (BCE) ha ricevuto dal Consiglio dell'Unione europea una richiesta di parere in merito a una proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio riguardante il prospetto da pubblicare per l'offerta al pubblico o l'ammissione alla negoziazione di valori mobiliari [COM(2001) 280 def.] (in seguito denominata «proposta di direttiva»).
2. La BCE è competente a formulare un parere in virtù dell'articolo 105, paragrafo 4, primo trattino, del trattato che istituisce la Comunità europea (in seguito denominato «trattato»), in quanto la proposta di direttiva costituisce uno strumento essenziale per garantire l'integrità dei mercati finanziari della Comunità e rafforzare la fiducia che gli investitori in essi ripongono, e in quanto contiene disposizioni che producono effetti sull'emissione di valori mobiliari da parte della BCE. La BCE rileva inoltre che l'articolo 105, paragrafo 1, del trattato e l'articolo 2 dello statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea stabiliscono che il SEBC sostiene le politiche economiche generali della Comunità. In conformità del primo periodo dell'articolo 17.5 del regolamento interno della BCE, il Consiglio direttivo della BCE ha adottato il presente parere.
3. Lo scopo principale della proposta di direttiva è l'introduzione di un passaporto unico per gli emittenti che offrono valori mobiliari nell'ambito dell'Unione europea. La proposta di direttiva dà la possibilità di offrire o ammettere alle negoziazioni i valori mobiliari sulla base di una semplice notificazione del prospetto approvato dall'autorità competente del paese d'origine. Al fine di conseguire tale obiettivo, la proposta di direttiva introduce la necessaria armonizzazione delle regole applicabili all'offerta al pubblico e dell'informativa contenuta nel prospetto, assicurando in tal modo una tutela equivalente per tutti gli investitori in ambito comunitario. I principi relativi all'informativa introdotti dalla proposta di direttiva sono in linea con i principi internazionali in materia di offerta al pubblico e di ammissione alle negoziazioni di valori mobiliari.
4. La BCE in linea generale accoglie favorevolmente e sostiene gli scopi perseguiti dalla proposta di direttiva, in quanto la considera un mezzo efficace per far progredire l'integrazione dei mercati finanziari europei. L'evoluzione dei mercati finanziari è di grande interesse per l'Eurosistema. Per conseguire l'obiettivo principale dell'Eurosistema, il mantenimento della stabilità dei prezzi, è necessario che gli impulsi delle politiche monetarie siano trasmessi in modo armonioso nell'area dell'euro, attraverso mercati finanziari integrati ed efficienti. Sotto questo aspetto, i mercati dei valori mobiliari, unitamente al mercato monetario non garantito e al settore bancario, rivestono un ruolo fondamentale. L'esistenza di un certo grado di segmentazione dei mercati finanziari sotto la giurisdizione di una banca centrale non è un fenomeno insolito. Tuttavia, la presenza di ostacoli all'integrazione dei mercati dei valori mobiliari nell'area dell'euro potrebbe rallentare o distorcere la trasmissione degli impulsi monetari all'economia. Inoltre, il trattato stabilisce che, fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, l'Eurosistema contribuisce al raggiungimento degli scopi della Comunità. Uno dei più rilevanti obiettivi della Comunità è il conseguimento di uno sviluppo equilibrato e sostenibile ottenuto attraverso la creazione di un mercato comune. A tale riguardo, l'introduzione della moneta unica si sta dimostrando una potente leva per un accesso più agevole al credito e alle opportunità di investimento. In definitiva, questo aumenterà la capacità degli emittenti di raccogliere capitale su scala comunitaria, riducendo i costi di finanziamento e migliorando l'efficienza dell'allocazione delle risorse finanziarie in tutta la zona dell'euro. È quindi nell'interesse dell'Eurosistema che la presenza di ostacoli all'integrazione dei mercati dei valori mobiliari non pregiudichi il pieno conseguimento dei vantaggi della UEM.
5. In generale, la presenza di mercati dei valori mobiliari efficienti e integrati può agevolare la crescita economica e ridurre i costi della raccolta di capitali nell'Unione europea. Inoltre, i mercati mobiliari europei acquisteranno liquidità, attraendo quindi un maggior numero di investimenti e di emittenti dai paesi terzi. Con l'introduzione di un passaporto unico per gli emittenti, la proposta di direttiva migliorerà l'accesso al mercato per la raccolta di capitali nell'Unione europea ed eliminerà gli attuali ostacoli alle offerte multinazionali di valori mobiliari. Per effetto del nuovo regime linguistico relativo alle offerte e alle ammissioni alle negoziazioni multinazionali, verranno sensibilmente ridotti i costi di traduzione. Il rispetto della normativa sarà più semplice, dal momento che agli Stati membri ospitanti non sarà più consentito esigere l'applicazione di regole supplementari. Di conseguenza, la raccolta di capitali diventerà più agevole e meno costosa per le società di tutte le dimensioni. L'introduzione di principi in materia di informativa, armonizzati e più rigorosi, in linea con i principi internazionali in materia di offerta al pubblico e am-

missione alle negoziazioni di valori mobiliari, con ogni probabilità aumenterà la fiducia degli investitori, in particolare riguardo agli investimenti su scala comunitaria. Tuttavia, è necessario che vi sia un certo equilibrio fra l'alto livello dell'informativa e la necessità di un processo di emissione efficiente, con costi commisurati alla dimensione della società emittente e al tipo di valori mobiliari emessi. Informazioni standardizzate, facilmente disponibili e regolarmente aggiornate forniranno una base migliore e più ampia per un fondato processo decisionale da parte degli investitori. Grazie alle implicazioni positive, sia per gli emittenti che per investitori, derivanti dalla proposta di direttiva, i mercati finanziari acquisteranno liquidità ed efficienza, migliorando così la propria capacità di adempiere alla funzione di efficace allocazione dei capitali. Inoltre, la BCE ritiene che una migliore informazione da parte dell'emittente agevolerà la scelta di nuovi progetti di investimento da parte degli investitori e ridurrà le disparità di informazione, portando di conseguenza ad una maggiore liquidità del mercato. La BCE rileva inoltre che i vantaggi suindicati sono, in linea di principio, una conseguenza di ogni miglioramento nelle informazioni societarie. A tale riguardo, la BCE rileva che il Consiglio europeo di Lisbona ha sollecitato provvedimenti volti a elevare la qualità e la comparabilità delle informazioni societarie relative alle società quotate e che la Commissione ha già intrapreso una serie di nuove iniziative finalizzate a istituire un nuovo regime comunitario sui requisiti dell'informativa.

6. La BCE accoglie con favore la proposta di armonizzare la definizione di offerta al pubblico, per evitare interpretazioni differenti delle norme comunitarie e assicurare lo stesso livello di tutela degli investitori in tutta l'Unione europea. La BCE nota che l'articolo 3, paragrafo 2, della proposta di direttiva fornisce una definizione delle offerte alle quali non si applica l'obbligo di pubblicazione di un prospetto, individuandole nelle offerte ad investitori qualificati operanti per proprio conto, o rivolte ad una cerchia ristretta di persone o relative a valori mobiliari che possono essere acquistati solo per un corrispettivo di almeno 150 000 EUR per ogni investitore. In proposito, la BCE accoglie favorevolmente il fatto che il chiarimento e l'adeguamento delle esenzioni siano sottoposti alla procedura di comitato, al fine di assicurare il grado di flessibilità necessario. Inoltre, la BCE prende atto che la definizione di investitori qualificati include anche la BCE e le banche centrali degli Stati membri.

7. La BCE accoglie con favore l'applicazione della procedura di comitato nella proposta di direttiva, come raccomanda il Comitato dei saggi. In seguito al sostegno espresso con risoluzione del Consiglio europeo di Stoccolma del marzo 2001, la nuova impostazione dovrebbe essere applicata in modo estensivo al fine di rendere la normativa comunitaria sui valori mobiliari più efficace e trasparente, favorendo così una risposta adeguata e tempestiva ai rapidi movimenti del mercato. In linea generale, la BCE è del parere che l'applicazione della procedura di comitato alla regolamentazione del mercato dei valori mobiliari debba prendere in considerazione il ruolo consultivo conferito alla BCE dal trattato, così da includere la prospettiva della BCE nel processo regolamentare. Più specificamente, in relazione alla proposta di direttiva, la BCE rileva che, per

esigenze di chiarezza in relazione all'applicazione della procedura, sarebbe opportuno enumerare nell'articolo 22, paragrafo 2, gli articoli soggetti alla procedura di comitato o quanto meno accorpare tutte le misure di applicazione soggette alla procedura di comitato in un unico articolo.

8. La BCE rileva che l'articolo 6, paragrafo 2, della proposta di direttiva fa riferimento ai lavori della International Organisation of Securities Commissions (IOSCO), stabilendo che le regole relative alle informazioni da includere nel prospetto, adottate dalla Commissione secondo la procedura di comitato, sono conformi ai requisiti relativi all'informativa predisposti dalla IOSCO, laddove ciò sia possibile e opportuno. La BCE accoglie con favore l'obiettivo di allineare la legislazione europea sui valori mobiliari ai principi elaborati dalla IOSCO. L'adozione di principi accettati a livello internazionale, come quelli promulgati dalla IOSCO, dovrebbe far convergere i sistemi finanziari internazionali verso un regime delle informazioni relative ai valori mobiliari meglio armonizzato. La BCE rileva inoltre che l'articolo 18, paragrafo 1, della proposta di direttiva sancisce che la conformità con i principi IOSCO costituisce un requisito necessario per l'approvazione, da parte di uno Stato membro, di un prospetto redatto per un'offerta o un'ammissione alle negoziazioni in un paese terzo.

9. Inoltre, la BCE è del parere che si potrebbe ottenere maggiore chiarezza riguardo all'ambito di applicazione della direttiva facendo riferimento a principi internazionali ed europei già esistenti, quali il SEC 95. Ciò attiene in particolare alla definizione del termine «valori mobiliari» e all'identificazione del «settore» dell'emittente. Mentre l'articolo 2 della proposta di direttiva dà una definizione del termine «valori mobiliari», sono necessarie ulteriori elaborazioni per ottenere una definizione comune di valori mobiliari che tenga conto delle azioni e delle obbligazioni. Le definizioni utilizzate nel SEC 95 potrebbero essere un possibile punto di partenza. Infine, la BCE rileva che la direttiva proposta trova applicazione riguardo agli emittenti, con esclusione, tra gli altri, degli Stati membri e di alcune organizzazioni internazionali. Sarebbe auspicabile una maggiore chiarezza in relazione a quali enti economici rientrino nel campo di applicazione della proposta di direttiva o, viceversa, definire quali entità ne siano escluse. Ancora una volta, le definizioni del SEC 95 potrebbero costituire un utile punto di riferimento.

10. La BCE accoglie favorevolmente l'esclusione dei valori mobiliari emessi dalla BCE dal campo di applicazione della proposta di direttiva. A tal riguardo, la BCE tiene a sottolineare che tale esclusione è essenziale per la regolare condotta della politica monetaria unica dell'Eurosistema. La politica monetaria unica si basa su una serie di strumenti, tra i quali i certificati di debito della BCE, che possono essere emessi allo scopo di regolare la posizione strutturale dell'Eurosistema nei confronti del settore finanziario, al fine di creare (o ampliare) un fabbisogno di liquidità nel mercato, in conformità della sezione 3.3 delle Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema, novembre 2000 (allegato 1 dell'In-

dirizzo BCE/2000/7 della Banca centrale europea, del 31 agosto 2000, sugli strumenti e sulle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema (BCE/2000/7) <sup>(1)</sup>. Dato che la formulazione e l'attuazione della politica monetaria dell'Eurosistema rientra nella competenza esclusiva degli organi decisionali della BCE, come stabilito dal trattato, il ricorso agli strumenti necessari ad adempiere a tale funzione deve essere quanto più agevole e libero da ostacoli legali e operativi. Di conseguenza, il necessario grado di trasparenza delle condizioni applicabili ai valori mobiliari emessi dall'Eurosistema sarà assicurato dalla pubblicazione della documentazione legale applicabile (il summenzionato Indirizzo BCE/2000/7, nonché la rispettiva documentazione legale delle banche centrali nazionali). Ogni ulteriore requisito formale potrebbe compromettere l'esigenza dell'Eurosistema di reagire in maniera rapida e flessibile ai movimenti del mercato finanziario. Alla luce delle considerazioni di cui sopra, l'articolo 1 della proposta di direttiva dovrebbe escludere anche le banche centrali nazionali dal proprio ambito di applicazione.

11. La BCE si auspica che nella proposta di direttiva venga chiarito il regime applicabile alle offerte pubbliche di obbligazioni emesse dagli enti creditizi. È necessario considerare che la raccolta di capitali presso il pubblico attraverso l'emissione di obbligazioni rientra fra le attività istituzionali proprie di tali intermediari, soggetti altresì a supervisione da parte di organi pubblici e a specifici obblighi di trasparenza per la protezione del risparmiatore. Pertanto, potrebbe essere presa in considerazione l'ipotesi di eliminare dalla direttiva in vigore la disposizione che permette agli Stati membri di esentare gli enti creditizi dall'obbligo di pubblicare un prospetto nel caso in cui essi emettano in maniera continuativa o ripetuta obbligazioni o altri valori mobiliari trasferibili equivalenti a obbligazioni.
12. La BCE appoggia la previsione dell'obbligo di rendere disponibile al pubblico il prospetto dell'emissione su formato elettronico nei siti Internet delle autorità nazionali competenti. Le informazioni dovrebbero essere rese immediatamente disponibili a tutti i detentori o potenziali detentori che ne facciano richiesta. In tale contesto, la BCE desidera evidenziare l'importanza di garantire pubblicazioni e aggiornamenti tempestivi, e propone pertanto l'introduzione di un intervallo di tempo minimo per pubblicare il prospetto prima che il valore mobiliare sia emesso. Con riferimento alle disposizioni tecniche particolareggiate di cui all'articolo 12, paragrafo 7, della proposta di direttiva, la BCE ne suggerisce l'estensione alla presentazione dei prospetti (oltre che alla pubblicazione e alla messa a disposizione).
13. La BCE rileva che l'articolo 19 richiede che ciascuno Stato membro designi l'autorità amministrativa competente, incaricata di espletare i compiti previsti dalla proposta di direttiva, elencando i poteri attribuiti all'autorità competente. Nella relazione la Commissione fa riferimento alla

necessità di garantire l'indipendenza delle autorità competenti, evitando possibili conflitti di interesse. La BCE rileva che tale aspetto acquisterà importanza, dato che le borse sono trasformate sempre più in organismi aventi fini di lucro e nel contempo rimangono incaricate dell'ammissione alla quotazione e di determinate funzioni pubbliche quali l'approvazione formale dei prospetti. Di conseguenza, è necessario individuare strumenti di regolamentazione appropriati per affrontare e risolvere i potenziali conflitti di interesse dovuti alla evoluzione della natura delle borse.

14. La BCE ritiene che la proposta di direttiva potrebbe prevedere un campo di applicazione più ampio per la cooperazione in materia di vigilanza. La proposta di direttiva riguarda esclusivamente la cooperazione in materia di vigilanza, come definita dalla direttiva proposta, tra «autorità competenti» dello Stato membro di origine e di quello ospitante e in particolare essa non prevede la possibilità o l'obbligo di cooperazione tra le autorità competenti in materia di vigilanza, ai sensi della proposta di direttiva, e le autorità competenti in materia di vigilanza sulle imprese regolamentate (enti creditizi, imprese di assicurazione, imprese di investimento, ed eventualmente anche imprese di gestione collettiva del risparmio). La BCE suggerisce che venga presa in considerazione l'utilità di una disposizione che preveda la possibilità, se non l'obbligo, di una stretta cooperazione tra autorità di vigilanza, ai sensi della proposta di direttiva, e autorità di vigilanza sulle imprese regolamentate. Entrambe le funzioni possono beneficiare della cooperazione e dello scambio di informazioni tra le rispettive autorità di vigilanza. Le imprese regolamentate possono essere interessate allo stesso tempo in qualità di «emittente» [si veda l'articolo 2, paragrafo 1, lettera d)], in qualità di «persona che effettua l'offerta al pubblico» [si veda l'articolo 2, paragrafo 1, lettera e)], e in qualità di «istituto finanziario responsabile delle procedure di offerta al pubblico» (si veda l'articolo 21, paragrafo 1). Le operazioni compiute nelle vesti suindicate, in presenza di elementi che lascino intravedere una condotta scorretta possono dare adito a rischi per la reputazione o mettere in discussione l'adeguatezza delle procedure di gestione di un'istituzione soggetta a vigilanza da parte di un'autorità competente.
15. La BCE osserva che, mentre è generalmente riconosciuto che perlomeno alcune imprese regolamentate possano agire come «istituto finanziario responsabile delle procedure di offerta al pubblico», non è altrettanto chiaro come questa formulazione, utilizzata nell'articolo 21 della proposta di direttiva, si attagli alle definizioni utilizzate per questo genere di servizio nelle direttive settoriali. La BCE suggerisce di ricorrere il più possibile a definizioni armonizzate. A tale proposito, dovrebbe essere chiarito se, con riguardo alla proposta di direttiva, la «offerta al pubblico di valori mobiliari» ricomprenda la «assunzione a fermo». Mentre la proposta di direttiva include nella definizione di tale offerta «il collocamento dei valori mobiliari tramite intermediari finanziari», la Direttiva relativa ai servizi di

<sup>(1)</sup> GU L 310 dell'11.12.2000 pag. 1.

investimento (Direttiva 93/22/CEE) <sup>(1)</sup> nel paragrafo 4 della sezione A del suo allegato introduce una distinzione tra «assunzione a fermo» e «collocamento di tali emissioni». Inoltre, la Direttiva codificata sul settore bancario (Direttiva 2000/12/CE) <sup>(2)</sup> fa riferimento, nel paragrafo 8 dell'allegato I, alle «partecipazioni alle emissioni di titoli e prestazioni di servizi connessi» nell'elencare le attività che beneficiano del mutuo riconoscimento. Pertanto, la BCE intravede un vantaggio nella più chiara identificazione e ulteriore armonizzazione del concetto di offerta e di collocamento di valori mobiliari nella proposta di direttiva, anche alla luce della

revisione in corso della direttiva relativa ai servizi d'investimento.

16. Il presente parere è pubblicato nella *Gazzetta ufficiale delle Comunità europee*.

Fatto a Francoforte sul Meno il 16 novembre 2001.

*Il Presidente della BCE*

Willem F. DUISENBERG

---

<sup>(1)</sup> GU L 141 dell'11.6.1993, pag. 27.

<sup>(2)</sup> GU L 126 del 26.5.2000, pag. 1.