



Fondazione Bruno Visentini

Spettabile Commissione,

la Fondazione Bruno Visentini è lieta di poter partecipare, con la presente osservazione, al procedimento di consultazione sulla "Comunicazione di carattere generale in materia di obblighi di trasparenza delle partecipazioni rilevanti riconducibili ai trust" del 21 giugno 2013.

Si intendono, dunque, sottoporre all'attenzione di codesta Spettabile Commissione le riflessioni maturate, rimanendo a piena disposizione per contribuire ulteriormente con chiarimenti o approfondimenti, qualora se ne ravvisi la necessità.

Roma, 4 luglio 2013

Fondazione Bruno Visentini

RICERCATRICE TERESA MATTIOLI

CONSEGNATO ALLA CONSOB

del Sig.

TERESA MATTIOLI

in data

- 5 LUG. 2013

in qualità di

ricercatrice

RICEVUTO
DALLA CONSOB

in data - 5 LUG. 2013



Fondazione Bruno Visentini

OSSERVAZIONE di Mattioli Teresa, con la supervisione del Prof. Gustavo Visentini,
a *“Comunicazione di carattere generale in materia di obblighi di trasparenza delle
partecipazioni rilevanti riconducibili ai trust”* del 21 giugno 2013

La proposta della Commissione (*"Comunicazione di carattere generale in materia di obblighi di trasparenza delle partecipazioni rilevanti riconducibili ai trust"* del 21 giugno 2013) di richiedere ai *trustees* che detengono una partecipazione rilevante ex art. 120 del TUF, o che partecipano a un patto parasociale rilevante ai sensi dall'articolo 122 del TUF, di trasmettere alla Consob, contestualmente all'invio della comunicazione di cui all'art. 120 del TUF, ulteriori informazioni riguardanti il meccanismo di concreto funzionamento del *trust* appare, in linea di principio, condivisibile.

La scrivente ritiene tuttavia doveroso soffermarsi su due profili applicativi, ravvisando da un lato l'esigenza di ancorare a precisi parametri applicativi l'esercizio del potere di integrazione informativa spettante alla Consob e dall'altro l'opportunità di estendere detto potere a fattispecie caratterizzate da identità di *ratio* rispetto agli obblighi informativi di cui all'art. 120 TUF.

1. Necessità di circoscrivere i poteri spettanti alla Consob in materia di integrazione delle informazioni da comunicare al pubblico in ossequio ai principi di proporzionalità e leale collaborazione

Occorre verificare se l'ampiezza e pervasività delle informazioni di cui la Commissione prospetta l'obbligo di comunicazione non interferisca con altri principi riconosciuti dall'ordinamento giuridico, primo tra tutti il diritto alla riservatezza dei concreti beneficiari del *trust* e di conseguenza l'efficienza del mercato dei capitali, intesa in termini di capacità di un determinato mercato di attrarre risorse finanziarie.

Ed invero, secondo lo schema prospettato dall'autorità di vigilanza, in presenza di un *trust* avente ad oggetto una partecipazione superiore al 2% nel capitale sociale di un emittente quotato in un mercato regolamentato italiano, si creerebbero due livelli di comunicazioni:

- il primo, rivolto al pubblico, avrebbe ad oggetto l'identità del *trustee*;
- il secondo, rivolto alla Consob, avrebbe ad oggetto altri elementi informativi aventi natura integrativa rispetto alla predetta informazione, i quali potrebbero risultare utili per una corretta informazione del pubblico, quali le generalità di tutti i soggetti diversi dal *trustee* che partecipano al negozio; gli eventuali poteri di intervento nella gestione della partecipazione assegnati a soggetti diversi dal *trustee*; eventuali sovrapposizioni tra soggetti partecipanti al negozio e soggetti partecipanti alla catena partecipativa che fa capo al *trust*.

Con riferimento a questo secondo livello di informazioni, fermo restando che il mercato sarebbe già a conoscenza, in virtù della *disclosure* riguardante il primo livello di informazioni, delle generalità del *trustee*, la Consob dovrebbe compiere un vaglio delle informazioni ricevute, al fine di selezionare quelle che eventualmente la stessa autorità potrebbe ritenere opportuno rendere pubbliche per una corretta informazione del pubblico.

Al riguardo si osserva che le esigenze di trasparenza in materia di emittenti quotati, affermate in via generale all'art. 91 del TUF, e che trovano una diretta copertura costituzionale nell'art. 47 della Costituzione Italiana, rendono senza dubbio opportuna un'attività di controllo e vigilanza su fenomeni di questo tipo, che incidono in maniera evidente e sostanziale sugli assetti proprietari e la contendibilità del controllo. Tuttavia, occorre individuare la giusta dose di informazioni necessaria per consentire al pubblico di formarsi un proprio giudizio in merito agli assetti proprietari, senza ledere le esigenze di riservatezza insite nella natura di negozio giuridico privato del *trust*, il quale rappresenta un negozio che, benché occasionalmente possa prestarsi ad assecondare finalità elusive dell'applicazione di norme imperative, generalmente rappresenta un istituto riconosciuto dal nostro legislatore come idoneo a perseguire finalità meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico. Ove infatti la Consob non vagliasse con la doverosa cautela le informazioni, ulteriori rispetto a quella già nota riguardante le generalità del *trustee*, da rendere pubbliche, si rischierebbe di vanificare le stesse finalità del *trust*, il quale vedrebbe crollare parte della propria ragione d'essere a seguito dell'introduzione dell'obbligo di divulgare sul mercato informazioni particolarmente sensibili. Ed infatti, come già è stato osservato da un soggetto¹ sottoposto a vigilanza Consob in sede di applicazione di sanzione amministrativa, l'esercizio del potere di cui all'art. 114, comma 5, TUF è funzionale *"alla sussistenza di un'effettiva necessità informativa del pubblico che giustifichi il sacrificio del diritto alla riservatezza delle informazioni e documenti in possesso del soggetto vigilato a servizio di una superiore esigenza informativa del pubblico"* e la sussistenza di tale esigenza informativa non può mai *"ritenersi implicita nell'ordine di comunicazione al pubblico impartito dalla Consob (...) ma deve essere necessariamente trasfusa nella motivazione del provvedimento ordinatorio, a pena di illegittimità dello stesso e dei successivi atti e provvedimenti che lo presuppongono"*.

Pertanto la Consob dovrebbe parametrare la funzione di filtro delle informazioni da rendere pubbliche, che la stessa intende attribuirsi, in via generale, ai principi di proporzionalità, stretta necessità e leale collaborazione. Detti principi, che peraltro vincolano già i responsabili dei procedimenti Consob, ai sensi dell'ordine di servizio Consob n. 13/2013, dovrebbero pertanto orientare l'attività di selezione delle informazioni da rendere pubbliche, in maniera tale da indurre la Consob ad esercitare detto potere di *disclosure* integrativa nei soli casi in cui ciò

¹ Cfr. Delibera Consob n. 18489 del 6 marzo 2013.

rappresenti l'unico modo per dirimere oggettive condizioni di incertezza in merito all'identità del soggetto cui fa capo la partecipazione societaria *de qua*.

Proprio in considerazione del sacrificio, in termini di riservatezza, che comporta un'eventuale decisione della Consob di rendere note al pubblico le informazioni acquisite, appare opportuno che l'autorità di vigilanza motivi adeguatamente detta decisione, argomentando con dovizia le ragioni di carattere pubblico che giustificano una limitazione al diritto alla riservatezza da parte del destinatario della richiesta di *public disclosure*.

2. Opportunità di estensione del predetto potere ad altre fattispecie analoghe per ragioni di coerenza sistematica

2.1. Estensione alle comunicazioni in materia di *internal dealing* degli obblighi informativi nei confronti della Consob

Le medesime ragioni che giustificano l'adozione della Comunicazione *de qua* possono porsi alla base dell'estensione di detti obblighi informativi in capo al *trustee* anche ad altri settori di disciplina previsti del TUF, quali ad esempio gli obblighi in materia di *internal dealing* di cui all'art. 114 comma 7 del TUF.

E' doverosa tuttavia una precisazione. Occorre infatti distinguere l'ambito di operatività dei predetti obblighi informativi a seconda dei destinatari degli obblighi in materia di *internal dealing*.

Ed invero, i soggetti di cui all'art. 152-sexies, comma 1, lettere c.1), c.2), c.3), d)² del Regolamento Emittenti, andrebbero distinti rispetto a quelli descritti nella medesima norma, alla lettera c.4), ossia "*chiunque altro detenga una partecipazione, calcolata ai sensi dell'articolo 118, pari almeno al 10 per cento del capitale sociale dell'emittente quotato, rappresentato da azioni con diritto di voto, nonché ogni altro soggetto che controlla l'emittente quotato*". Per questi ultimi infatti l'obbligo di comunicazione al pubblico ed alla Consob degli elementi principali del negozio fiduciario discende dal disposto dell'art. 120 TUF, sia in caso di aumento progressivo della partecipazione (nella generalità dei casi quando un soggetto supera la soglia del 10% ha già superato soglie intermedie e quindi avrà già reso alla Consob le predette informazioni integrative) sia in caso di ingresso nel capitale sociale di un emittente quotato direttamente con una partecipazione superiore al 10%.

In tutti gli altri casi, invece, l'opportunità di attribuire alla Consob un potere informativo integrativo in materia di *trust* discende, oltre che da evidenti ragioni di analogia di *ratio*, anche da esigenze di coerenza e logicità intrinseca del sistema, in conseguenza del disposto della lettera d.5) dell'art. 152-sexies, comma 1 del Regolamento Emittenti. Detta ultima norma, infatti, estende gli obblighi informativi in materia di *internal dealing* ai *trust* costituiti a beneficio di uno dei soggetti rilevanti (ossia quelli descritti alle lettere c.1), c.2), c.3), c.4) o di una delle persone indicate alla lettera d.1.). Da ciò discende che l'autorità di vigilanza potrebbe, anche in materia di *internal dealing* realizzato avvalendosi di *trust*, acquisire informazioni ulteriori per comprendere il meccanismo di funzionamento di detti *trust* per poi eventualmente, sempre nel rispetto dei principi di proporzionalità e leale collaborazione, comunicare al pubblico informazioni integrative ove ciò dovesse risultare strettamente necessario per una

² c.1) i componenti degli organi di amministrazione e di controllo di un emittente quotato;

c.2) i soggetti che svolgono funzioni di direzione in un emittente quotato e i dirigenti che abbiano regolare accesso a informazioni privilegiate e detengano il potere di adottare decisioni di gestione che possono incidere sull'evoluzione e sulle prospettive future dell'emittente quotato;

c.3) i componenti degli organi di amministrazione e di controllo, i soggetti che svolgono funzioni di direzione e i dirigenti che abbiano regolare accesso a informazioni privilegiate e detengano il potere di adottare decisioni di gestione che possono incidere sull'evoluzione e sulle prospettive future in una società controllata, direttamente o indirettamente, da un emittente quotato, se il valore contabile della partecipazione nella predetta società controllata rappresenta più del cinquanta per cento dell'attivo patrimoniale dell'emittente quotato, come risultante dall'ultimo bilancio approvato;

d) "persone strettamente legate ai soggetti rilevanti": d.1) il coniuge non separato legalmente, i figli, anche del coniuge, a carico, e, se conviventi da almeno un anno, i genitori, i parenti e gli affini dei soggetti rilevanti;

d.2) le persone giuridiche, le società di persone e i trust in cui un soggetto rilevante o una delle persone indicate alla lettera d.1) sia titolare, da solo o congiuntamente tra loro, della funzione di gestione;

d.3) le persone giuridiche, controllate direttamente o indirettamente da un soggetto rilevante o da una delle persone indicate alla lettera d.1);

d.4) le società di persone i cui interessi economici siano sostanzialmente equivalenti a quelli di un soggetto rilevante o di una delle persone indicate alla lettera d.1);

d.5) i trust costituiti a beneficio di un soggetto rilevante o di una delle persone indicate alla lettera d.1).

corretta informazione del pubblico.

Si consideri infine che con la delibera della Commissione n. 17664 del 16 febbraio 2011³, è stata inflitta una sanzione amministrativa per la violazione degli obblighi informativi in materia di *internal dealing*, relativi, appunto, a operazioni compiute tramite interposizione di persona, tecnica qualificata come “particolarmente insidiosa” in ragione della sua capacità di occultare al mercato le operazioni compiute e quindi concretamente lesiva proprio di quei principi che la normativa intende tutelare. Sussistono pertanto, anche in materia di *internal dealing* le medesime esigenze di tutela degli investitori idonee a giustificare l'esercizio di un potere di integrazione informativa in capo all'autorità di vigilanza.

2.2. Estensione alle comunicazioni in materia di sollecitazione all'investimento degli obblighi informativi nei confronti della Consob

Si richiama da ultimo l'attenzione sugli obblighi informativi in materia di sollecitazione all'investimento, da adempiere in sede di predisposizione di un prospetto informativo, ai sensi dell'art. 94 del TUF e del regolamento comunitario n. 809 del 2004. Detta ultima fonte normativa, in particolare, all'allegato primo, nel disciplinare il contenuto del prospetto, richiede che l'emittente comunichi l'identità, se conosciuta, di quegli azionisti che detengono partecipazioni o diritti di voto tali da generare l'obbligo di notificazione ai sensi della normativa del paese di origine dell'emittente. È dunque evidente che, laddove vi siano partecipazioni tali da far insorgere, potenzialmente, gli obblighi di cui all'art. 120 e all'art. 114 comma 7 del TUF, il proponente l'investimento sarà tenuto a renderlo noto nel prospetto informativo. Si ritiene che anche in tale circostanza possa essere utile consentire alla Consob di acquisire informazioni integrative in merito ai *trust*, al fine di permettere all'autorità di vigilanza di valutare se far inserire nel prospetto informativo le informazioni acquisite, sempre nel rispetto dei principi di proporzionalità e stretta collaborazione. In tal modo si anticiperebbe il momento informativo al collocamento sul mercato primario rispetto al contenuto precettivo dell'art. 120 del TUF il quale si riferisce al solo mercato secondario. Inoltre, la circostanza che in sede di sollecitazione all'investimento si indaghi anche sui soggetti cui spettano i diritti di voto, evidenzia l'approccio di natura sostanziale della disciplina e costituisce un elemento aggiuntivo a favore dell'estensione degli obblighi informativi di cui alla proposta di comunicazione a tale fattispecie, in particolare di quelli concernenti l'eventuale attribuzione di poteri di ingerenza

³ Delibera concernente la violazione degli obblighi di cui all'art. 114, comma 7, del T.U.F. da parte di un membro dell'organo di amministrazione di un emittente quotato, su circa 400 operazioni di acquisto e vendita di titoli della società medesima, effettuate per interposta persona.

nella gestione della partecipazione a soggetti diversi dal *trustee*, potendo essa incidere sull'esercizio del diritto di voto medesimo.

Dott.ssa Teresa Mattioli

Ricercatrice presso la Fondazione Bruno Visentini

mattioliteresa@gmail.com

333-8862049