

ALLEGATO N. 2

ESITI DELLA CONSULTAZIONE SUL *POSITION PAPER* IN MATERIA DI TRASPARENZA PROPRIETARIA SULLE POSIZIONI IN DERIVATI CASH-SETTLED

Si riassume di seguito il contenuto delle osservazioni pervenute in relazione al *Position Paper* Consob in tema di trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati *cash-settled* pubblicato l'8 ottobre 2009.

1. La scelta di fondo in merito alla previsione di una specifica disciplina di trasparenza dei derivati cash.

ABI ha rappresentato di non ritenere giustificabile un intervento regolamentare che imponga ulteriori oneri di calcolo e *reporting* delle posizioni in derivati *cash settled* oltre a quelli già previsti per i derivati con consegna fisica. Ciò in quanto si ritiene che gli strumenti derivati di tipo *cash settled* non sono assimilabili a quelli che prevedono la consegna fisica del sottostante poiché rispondono ad esigenze di copertura e gestione del rischio piuttosto che di trasferimento della proprietà. L'utilizzo dei derivati di tipo *cash* per finalità elusive degli obblighi di trasparenza previsti dall'attuale normativa si rivela dunque patologico e secondario rispetto al loro utilizzo fisiologico con finalità di speculazione finanziaria e si verifica soprattutto nei casi che coinvolgono la disciplina dell'OPA obbligatoria. Pertanto si ritiene, vista anche l'esiguità del fenomeno, che l'Autorità intervenga, come proposto in alternativa, tramite l'attività di vigilanza, per individuare i casi limite in cui l'utilizzo di strumenti derivati *cash* rappresenti una forma di elusione degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni. Anche se lo strumento sanzionatorio opererebbe necessariamente *ex post*, si rileva che esso avrebbe comunque il vantaggio di generare un efficace effetto deterrente. Alla luce dell'analisi svolta si ritiene invece opportuno prevedere una disciplina di tale fenomeno nell'ambito della disciplina dell'OPA obbligatoria.

ASSOSIM ha svolto considerazioni analoghe a quelle rappresentate dall'ABI su tale aspetto ed ha evidenziato come l'utilizzo "patologico" dei derivati *cash* ha riguardato esclusivamente casi in cui tali strumenti sono stati utilizzati per aggirare, o comunque interferire, con la disciplina delle Offerte Pubbliche di Acquisto. Si rileva inoltre che l'eventuale *disclosure* indifferenziata di tali strumenti non consentirebbe al mercato di distinguere i derivati meramente speculativi o di copertura da quelli elusivi, che mirano cioè a mascherare una posizione effettiva sul sottostante.

L'Associazione svolge poi alcune considerazioni sui costi che dovrebbero essere sopportati dagli intermediari nel caso fosse introdotto l'obbligo di *reporting* anche delle posizioni in derivati che prevedono un regolamento in contanti evidenziando costi iniziali, per la predisposizione di adeguati sistemi informatici in grado di calcolare e segnalare le nuove soglie partecipative, costi legati al monitoraggio del corretto funzionamento del sistema e costi di *compliance* dovuti al necessario aggiornamento delle procedure interne. In ultimo è stato osservato che l'implementazione della disciplina prospettata potrebbe anche comportare, quale effetto collaterale, la contrazione dei volumi di negoziazione dei derivati *cash-settled*.

ASSONIME ha premesso che data la complessità della materia e l'eterogeneità delle soluzioni adottate da quei paesi che hanno inteso disciplinare i derivati *cash-settled*, qualsiasi scelta regolamentare sulla materia dovrebbe essere il più possibile: armonizzata a livello comunitario, strettamente funzionale al soddisfacimento di un effettivo fabbisogno informativo, modulata sulla struttura azionaria delle quotate italiane, improntata ai principi della comparazione costi/benefici,

della proporzionalità e della gradualità. L'associazione ha comunque espresso perplessità per l'introduzione di una disciplina basata su un generale obbligo di *disclosure* di tutte le posizioni in derivati *cash-settled* in quanto tale misura colpirebbe indistintamente tutte le fattispecie di derivati (elusive e non) con l'effetto di inondare il mercato di un eccesso di comunicazioni che potrebbero anche risultare fuorvianti. Anche l'introduzione di soglie di comunicazione molto elevate non costituirebbe adeguata soluzione al problema lasciando nell'opacità posizioni potenzialmente rilevanti per gli assetti di controllo di una quotata. La soluzione proposta da Assonime è allora quella di individuare un meccanismo per distinguere le situazioni rilevanti da quelle non rilevanti e prevede dunque che gli obblighi di comunicazione dei derivati *cash* siano assolti nei confronti della Consob e non direttamente del mercato. Sarà poi l'Autorità a distinguere se ed in che misura i dati acquisiti siano rilevanti per la trasparenza degli assetti proprietari e debbano dunque essere rese note al pubblico.

Anche **Mediobanca** ha rilevato di non concordare con la necessità di prevedere un regime generalizzato di *disclosure* per i derivati con regolamento in contanti in quanto l'obiettivo funzionale di tali contratti è legato a finalità speculative e non di influenza sulla *corporate governance* delle società. Mediobanca ha tuttavia ha condiviso l'opportunità di introdurre un regime di trasparenza per tali operazioni nei soli casi in cui il possesso delle stesse unito alla detenzione di altre azioni e derivati con regolamento per consegna fisica, determinino il raggiungimento di una partecipazione complessiva pari alla soglia del 30% rilevante per l'obbligo di OPA

Italian CFA Society e **Hermes Equity Ownership services** ha riconosciuto che l'assenza di trasparenza sulle operazioni in derivati *cash-settled* può rivelarsi critica, soprattutto nei casi in cui quest'ultima consenta la costituzione di una partecipazione rilevante in società senza che il mercato ne sia informato (*undisclosed stake building*) e si è quindi dichiarata favorevole all'introduzione di un regime di trasparenza sulle posizioni in derivati che prevedono un regolamento in contanti. In particolare Italian CFA Society ha sottolineato come il soggetto i cui interessi economici sono a rischio, detiene anche il diritto di esercitare il voto, indipendentemente dal fatto che i titoli siano materialmente detenuti da altro soggetto. La detenzione materiale delle azioni per conto altrui non fornirebbe infatti all'intermediario l'autorità di voto sulle stesse, nel caso non vi siano dirette istruzioni da parte del soggetto il cui interesse è a rischio.

I proff. Guido Ferrarini e Paolo Giudici hanno svolto un intervento di carattere generale senza entrare nel merito delle opzioni regolamentari proposte. Nel loro intervento è stato innanzitutto sottolineato come l'approccio al tema della trasparenza dei derivati *cash settled* con finalità antielusive non debba necessariamente passare attraverso una regolamentazione analitica del fenomeno, ma possa essere perseguita anche attraverso l'utilizzo di clausole generali già presenti nel nostro ordinamento (quali ad es., l'azione di concerto o l'interposizione di persona) o di nuova introduzione (sul modello della *Rule 13d3(b)* della regolamentazione SEC) che consentono, da un lato di isolare le situazioni in cui si utilizzano gli strumenti derivati per fini diversi da quelli meramente speculativi e dall'altro di evitare che norme di dettaglio che rischiano di non coprire l'intera area delle possibili elusioni della trasparenza proprietaria. Con particolare riferimento all'interposizione di persona, si sottolinea inoltre come i problemi probatori di un *pactum fiduciae* che renderebbero difficoltoso l'accertamento dei fenomeni interpositori, potrebbero essere superati valorizzando il meccanismo delle presunzioni e dunque dando rilevanza all'esistenza anche di semplici incentivi economici per la parte corta di un derivato a consegnare le azioni sottostanti alla

controparte o a ricevere da questa istruzioni di voto. Andando ancora oltre si potrebbe dare rilievo ai fini probatori anche all'esistenza di meccanismi reputazionali consistenti nell'interesse dell'intermediario (parte corta) a non tradire le aspettative del cliente (parte lunga) al fine di non compromettere la prosecuzione di buoni rapporti di affari. Nella risposta si rileva peraltro che anche la soluzione di un regime di trasparenza generalizzato per i derivati con regolamento in contanti può essere praticabile nei limiti in cui i costi di adeguamento per gli operatori risultino contenuti.

2. La scelta tra un regime di trasparenza generalizzato o la previsione di una esenzione per i contratti che escludano espressamente la possibilità di rinegoziare le modalità di regolamento del contratto

Tutti i soggetti hanno manifestato la preferenza per un regime di trasparenza generalizzato che non escluda quei contratti in cui si preveda convenzionalmente l'impossibilità di rinegoziare i termini di regolamento contrattuali nel senso di prevedere una consegna fisica del sottostante in luogo del regolamento per contanti. Sono state infatti sottolineate le difficoltà applicative di una tale esenzione legate anche all'impossibilità di prevedere in via regolamentare un divieto di rinegoziazione.

Mediobanca ha peraltro proposto l'introduzione di un *safe harbour* alternativo rappresentato dall'esenzione per gli intermediari che detengano una posizione in derivati sul cui delta non esercitino il diritto di voto.

3. L'ambito di applicazione degli obblighi di trasparenza in funzione del mercato di contrattazione

Per quanto riguarda la possibilità di includere nell'ambito degli obblighi di *disclosure* dei derivati *cash-settled* solo i contratti negoziati al fuori dei mercati regolamentati (c.d. *over the counter* - OTC) con esclusione quindi dei contratti standardizzati negoziati su tali mercati, **Mediobanca** ha rilevato che i derivati *cash* negoziati sui mercati regolamentati non sono idonei a conseguire la detenzione/alienazione fisica del sottostante e pertanto l'eventuale regime di trasparenza dovrebbe riguardare i soli derivati negoziati OTC.

L'**ABI** ha ritenuto che un eventuale obbligo di trasparenza proprietaria debba essere esteso solo ai contratti derivati *cash-settled* negoziati *over the counter* poiché la standardizzazione, caratteristica dei contratti negoziati nei mercati regolamentati, non consente modifiche alle modalità di regolamento nel corso del contratto. Inoltre normalmente i contratti derivati sui singoli titoli azionari trattati nei mercati regolamentati prevedono la consegna fisica del sottostante e in quanto tali sono già assoggettati agli obblighi previsti dalla disciplina sulla trasparenza proprietaria.

Per converso **ASSONIME**, pur rilevando una carenza di informazioni sul tema specifico, ha ritenuto che da un punto di vista teorico la detenzione di un derivato negoziato su un mercato regolamentato non è ostativa all'acquisto dei titoli sottostanti nei casi in cui la posizione lunga sia costruita attraverso contratti conclusi con controparti determinate (ad es. tramite la funzione Interbank del mercato IDEM). Tale ipotesi dovrebbe dunque essere ricompresa nell'ambito delle operazioni rilevanti per gli obblighi di comunicazione

4. Il criterio di calcolo della partecipazione in caso di utilizzo di opzioni

ABI e **ASSOSIM**, hanno sottolineato che allorchè una partecipazione potenziale sia detenuta tramite un'opzione, l'entità della partecipazione vada commisurata al nozionale del titolo sottostante e quindi senza applicazione del coefficiente Delta che, si ricorda rende variabile la partecipazione sottostante un'opzione in funzione delle variazioni giornaliere del prezzo del sottostante. Tale contrarietà è motivata prevalentemente con riferimento agli elevati costi che scaturirebbero, in caso di utilizzo del Delta dalla necessità di monitorare quotidianamente l'entità delle partecipazioni derivanti dal possesso di opzioni, costi che sottolinea dovrebbero essere sopportati non solo dagli intermediari professionali, ma da qualsiasi soggetto assuma una posizione in derivati con sottostante azioni di una società quotata. Inoltre secondo Assosim l'indicatore Delta, in quanto tende a variare con intervalli temporali molto ridotti comporterebbe una moltiplicazione di comunicazioni al mercato non riconducibile ad una operatività effettiva.

Anche **Mediobanca** ha rilevato che, sebbene la posizione sintetica detenuta attraverso un derivato debba essere ponderata attraverso l'applicazione del coefficiente delta, tale metodo di calcolo dà luogo ad una partecipazione "instabile" che varia continuamente a seconda del variare del prezzo del sottostante. Inoltre il valore del delta è condizionato dal modello di *pricing* adottato e non sarebbe dunque possibile realizzare una metodologia di calcolo omogenea. L'adozione del delta creerebbe infine una differenza di calcolo tra le posizioni in derivati con regolamento per consegna fisica e quelle in derivati *cash*.

5. La definizione dei casi di esenzione

Tutti i soggetti che hanno risposto alla consultazione si sono detti favorevoli, in caso di introduzione di un regime di trasparenza delle posizioni in derivati con regolamento in contanti, all'applicazione delle esenzioni previste dalla Direttiva *Transparency (market maker, trading book exemption)*.

Sotto questo profilo **ABI** ha peraltro manifestato la necessità di estendere l'ambito applicativo della esenzione relativa ai *market makers*, nel senso di includere le attività di questo tipo effettuate al di fuori dei mercati regolamentati anche in assenza di un incarico formalizzato e ricomprendendo nell'esenzione anche le posizioni di copertura assunte nell'ambito dell'attività di *market maker*. Sul punto **ASSONIME** ha invece richiesto un chiarimento circa il funzionamento di queste esenzioni ed in particolare se ai fini dell'applicazione delle medesime occorra cumulare tra loro le partecipazioni effettive le partecipazioni potenziali (*physical settlement* e le posizioni *cash*)

ABI e **ASSOSIM** si sono espressi a favore anche delle altre due esenzioni prospettate nel *position paper* e cioè: la possibilità per gli intermediari di compensare le posizioni lunghe in derivati *cash* con posizioni in tutto simmetriche di segno opposto (favorevole anche **Mediobanca**); l'esclusione delle partecipazioni detenute attraverso panieri.

6. La definizione dei criteri di aggregazione (e le relative soglie) delle varie componenti delle partecipazioni soggette ad obbligo di comunicazione

Per quanto riguarda il sistema delle soglie a partire dalle quali scatterebbe l'obbligo della comunicazione delle partecipazioni sottostanti a derivati *cash settled* e gli eventuali criteri di aggregazione con le

partecipazioni effettive e potenziali già soggette ad obblighi di comunicazione, **ABI** ha manifestato preferenza, se pure con alcune precisazioni, per la terza soluzione prospettata nel *position paper* che prevede il mantenimento di comunicazioni distinte per le partecipazioni effettive e per quelle potenziali *physical-settled*, prevedendo una comunicazione aggiuntiva dell'interesse economico complessivamente detenuto quando questo sia superiore a soglie particolarmente rilevanti. Secondo l'ABI il modello di riferimento dovrebbe essere quello adottato in Francia dall'AMF che prevede la comunicazione delle posizioni in derivati con regolamento in contanti solo nel caso in cui si sia raggiunto un determinato livello di partecipazioni effettive e potenziali. In particolare la soglia individuata dall'ABI a partire dalla quale dovrebbe scattare l'obbligo di comunicazione dei *cash-settled derivatives* è quella del 10% che rappresenta anche la soglia di "influenza notevole" in assemblea ai sensi dell'art. 2359, comma 3, del Codice Civile. Tale soluzione avrebbe il pregio di ridurre i costi di adeguamento per gli operatori in quanto l'obbligo di monitoraggio delle posizioni regolabili in contanti scatterebbe solo al raggiungimento di un determinato livello di partecipazioni effettive e con *physical settlement*.

Anche **ASSOSIM** suggerisce l'adozione di un sistema simile a quello proposto dall'ABI, basato sulla terza soluzione prospettata nel *position paper* e sul modello francese con la precisazione che l'obbligo di *disclosure* delle posizioni in derivati con regolamento in contanti dovrebbe scattare non solo quando la posizione complessiva in partecipazioni effettive e *physical settlement* ecceda la soglia del 10% ma anche quando sia stata superata l'attuale soglia del 2% sia con riferimento alle partecipazioni effettive che con riferimento alle partecipazioni potenziali (*physical settlement*).

In alternativa a questa soluzione Assosim propone la comunicazione relativa alle partecipazioni sottese a derivati *cash settled* esclusivamente qualora l'interesse economico complessivo, dato dalla

sommatoria delle partecipazioni effettive, potenziali *physical-delivery* e potenziali *cash-settled*, raggiunga la soglia rilevante ai fini dell'OPA, pari al 30% del capitale dell'emittente. Tale soglia si giustificerebbe in base al fatto che avvicinandosi alla soglia OPA aumentano le probabilità che tra i contratti *cash-settled* oggetto di comunicazione si celino quelli elusivamente preordinati.

ASSONIME ha condiviso la terza soluzione prospettata nel *Position Paper* individuando una soglia compresa tra il 5 ed il 10% per la rilevazione dell'interesse economico complessivo. Sono state poi individuate dall'Associazione anche delle soluzioni alternative o complementari al predetto sistema. Una prima soluzione sarebbe rappresentata dall'obbligo di comunicare le posizioni in derivati *cash settled* in acquisto che siano da sole rilevanti (ad es. superiore al 10% del capitale. Una ulteriore soluzione sarebbe costituita dall'obbligo di comunicare l'interesse economico complessivo ove vi sia la concomitanza di una posizione qualificata (ad es., il 5%) in partecipazioni effettive o potenziali in acquisto con consegna fisica e di posizioni in derivati *cash settled* di importo rilevante (ad es. superiore al 2%). Qualora, invece, optasse per l'introduzione di un regime in cui le comunicazioni sarebbero destinate, in prima battuta, alla sola Consob, potrebbe essere preso in considerazione anche il criterio di aggregazione indicato come secondo nel *position paper* (disaggregazione delle tre componenti) con soglie di rilevanza ridotte. In questo caso, la maggiore onerosità a carico degli operatori sarebbe, almeno in parte, compensata, da una maggiore utilità dell'informativa al mercato grazie al "filtraggio" della Consob.

Italian CFA Society ha manifestato preferenza per la prima ipotesi rappresentata nel *position paper* (aggregazione totale di partecipazioni effettive, *physical* e *cash*), mentre **Hermes equity Ownership** si è espressa favorevolmente rispetto alla terza alternativa rappresentata nel *position paper*.