

## Nuovo regime di trasparenza per derivati *cash-settled*

*La necessità di un regime di trasparenza ad hoc per la detenzione di strumenti finanziari derivati cash settled è da alcuni anni ormai al centro dell'attenzione dei regulators - a livello nazionale e comunitario - in considerazione delle finalità elusive che l'utilizzo di questi strumenti può nascondere. Mentre continua il dibattito a livello europeo, Consob (sulla scia della strada già intrapresa a livello locale da Regno Unito, Francia e, recentissimamente, Germania) ha accelerato i tempi modificando il proprio Regolamento n. 11971 del 14 maggio 1999 (il "Regolamento Emittenti") e imponendo un nuovo regime di trasparenza, con relativi obblighi di comunicazione al mercato e all'Autorità, in caso di detenzione di strumenti finanziari aventi come sottostanze azioni di società quotate che prevedono un regolamento in contanti.*

*Le nuove disposizioni saranno in vigore il trentesimo giorno successivo alla pubblicazione in Gazzetta Ufficiale della delibera Consob n. 17919 modificativa del Regolamento Emittenti (la "Delibera 17919").*

### Le iniziative regolamentari

L'Autorità italiana aveva cominciato ad affrontare la tematica in discussione già nell'ottobre 2009, tramite la pubblicazione di un *position paper* relativo alla trasparenza proprietaria sulle posizioni in derivati *cash-settled*, con il dichiarato obiettivo di avviare un confronto con il mercato sul tema e di individuare gli elementi analitici necessari ai fini di una corretta valutazione delle opzioni regolamentari. Nel documento, Consob ha analizzato la criticità del fenomeno, sottolineando come in tempi recenti si sia assistito ad una graduale diffusione di strumenti finanziari derivati che consentono al possessore di detenere interessi economici su uno specifico titolo azionario senza contestuale assegnazione o cessione di un diritto di acquisto o vendita del titolo sottostante (quindi senza una modalità di regolamento del contratto con consegna fisica, che imporrebbe – ai sensi dell'ordinamento italiano – uno specifico obbligo di comunicazione della detenzione della relativa posizione).

Tali strumenti, concepiti per il perseguimento di finalità d'investimento o di copertura, presentano caratteristiche strutturali tali da consentirne potenzialmente un utilizzo tale da comportare la costituzione di posizioni non pienamente trasparenti su determinati titoli (c.d. *hidden ownership*), come dimostrato da alcuni episodi che si sono verificati sui mercati nel corso degli ultimi anni. Infatti, il soggetto che assume la posizione "corta" nell'ambito del contratto derivato (vale a dire il soggetto che assume una posizione finanziariamente analoga a quella di colui che si impegna a consegnare a termine i titoli sottostanti) tende a coprire il rischio assunto acquistando sul mercato i titoli sottostanti; ciò fa sì che le parti possano accordarsi per una consegna fisica dei titoli stessi alla scadenza del contratto. In parallelo, è possibile che la parte corta voti in assenza di un interesse economico (c.d. *empty voting*), ovvero che il titolare della partecipazione "occulta" sia in grado di influire sulle modalità di esercizio del voto.

### In Evidenza

**Nuovo obbligo di comunicazione della posizione lunga complessiva che include derivati *cash-settled***

**Previste 4 nuove macrosoglie per la comunicazione della posizione lunga complessiva**

**Soglia minima per la comunicazione di potenziali *physical settled* elevata al 5%**

**Abrogato l'obbligo di comunicazione di potenziali *physical settled* in vendita**

**Nuovo regime di esenzioni ad hoc**

Per maggiori dettagli sugli argomenti trattati in questa pubblicazione, potete contattare i seguenti referenti:

**Avv. Lucio Bonavitacola**, Partner – DCM

**Avv. Paolo Sersale**, Partner – Corporate M&A

**Avv. Gioacchino Foti**, Senior Associate – DCM

**Avv. Riccardo Coassin**, Associate – DCM

**Avv. Valentina Russo**, Responsabile K&I – Corporate M&A

Clifford Chance Studio Legale Associato,  
Piazzetta M.Bossi, 3, 20121 Milano  
Tel: +39 02 80634 1  
[www.cliffordchance.com](http://www.cliffordchance.com)

L'assenza di un regime di trasparenza per le operazioni in derivati *cash-settled* può rivelarsi pertanto critica in quanto potenzialmente in grado di determinare un'alterazione del sistema di *corporate governance* che, tradizionalmente, ipotizza una proporzionalità tra interesse economico e diritti di voto, nonché compromettere l'efficienza del mercato (se infatti l'assetto proprietario di una società non è trasparente, il mercato perde informazioni significative quali la tipologia di azionista e le relative intenzioni – in particolare l'orizzonte temporale di riferimento - e conseguentemente non è in grado di prezzarne adeguatamente il valore).

Il *position paper* non conteneva peraltro alcuna specifica proposta regolamentare, in quanto Consob aveva ritenuto opportuno mantenere una posizione aperta che consentisse di analizzare le scelte di fondo sottostanti alla possibile estensione della disciplina della trasparenza agli strumenti derivati *cash-settled*.

Già nel mese successivo (novembre 2009) anche l'Europa cominciava a muoversi sul tema e l'ESME (*European Securities Markets Expert Group*), comitato costituito al fine di fornire consulenza legale ed economica alla Commissione in merito all'applicazione delle direttive europee in materia di strumenti finanziari e composto da esperti del settore, pubblica un proprio parere ("*Views on the issue of transparency of holdings of cash settled derivatives*") in cui suggerisce:

- di introdurre una notifica delle posizioni in derivati separata dalle partecipazioni effettive (di modo da introdurre, almeno per le posizioni in derivati, una regolamentazione uniforme a livello comunitario);
- di imporre la comunicazione sia di posizioni *long* sia *short*, senza "nettare" le stesse tra di loro;
- di prevedere un obbligo di comunicazione solo al superamento di percentuali significative (5% o 10%).

A questa prima iniziativa ha fatto seguito, nel gennaio 2010, un *consultation paper* contenente la proposta del CESR (*Committee of European Securities Regulators*, oggi ESMA) volta ad ampliare il regime di trasparenza previsto per le partecipazioni rilevanti e, pertanto, ad estendere il campo di applicazione della Transparency Directive (Direttiva 2004/109/CE) a strumenti derivati *cash-settled*. Infine, è stata la stessa Commissione Europea, nel maggio 2010, a lanciare, a seguito di una valutazione sulle principali problematiche derivanti dall'applicazione della Direttiva Transparency nonché sulle possibili aree di intervento e miglioramento, una pubblica consultazione su possibili modifiche alla Transparency Directive (tra cui, un miglioramento del regime della comunicazione per i detentori di diritti di voto, inclusi gli strumenti finanziari derivati regolati in contante). Ad oggi, la Commissione non ha tuttavia ancora diffuso alcuna proposta in ordine a modifiche della Transparency Directive.

### Il nuovo documento di consultazione Consob

In attesa di una compiuta definizione del quadro comunitario, lo scorso maggio Consob ha pubblicato un ulteriore documento di consultazione in cui, oltre a proporre delle precise opzioni regolamentari in tema di trasparenza delle partecipazioni potenziali *cash-settled*, ha confermato la necessità di una specifica disciplina di trasparenza su tali strumenti (reputando gli strumenti di *enforcement* già disponibili, quali le nozioni di interposizione di persona e di azione di concerto, non idonei a mettere in atto un'attività di vigilanza realmente efficace).

Va peraltro rammentato che tra la pubblicazione del *position paper* ed il nuovo documento di consultazione, Consob ha modificato la disciplina regolamentare in materia di OPA (cfr. Client Briefing Corporate M&A aprile 2011 "*Consob vara il nuovo regolamento in tema di OPA*") al fine di dare attuazione alle deleghe previste in materia dal D.Lgs. 58/98 (il "**TUF**") a seguito del recepimento in Italia della Direttiva OPA (la Direttiva 2004/25/CE). In quell'occasione, e in base alla delega di cui al comma 3-bis dell'art. 105 del TUF secondo la quale "la Consob stabilisce con regolamento i casi e le modalità con cui gli strumenti finanziari derivati detenuti sono computati nella partecipazione", è stata introdotta una nuova disposizione in materia di calcolo della partecipazione rilevante ai fini dell'OPA obbligatoria, che oggi include tutti gli strumenti finanziari, detenuti anche indirettamente, che conferiscono una cd. "posizione lunga" sul titolo sottostante (definita come la posizione finanziaria in cui il contraente ha un interesse economico positivamente correlato all'andamento del sottostante).

### Il nuovo regime regolamentare di Consob

#### Gli obblighi di comunicazione

Al termine della fase di consultazione, Consob ha pubblicato una nuova versione del Regolamento Emittenti, integrando e innovando la disciplina regolamentare della trasparenza degli assetti proprietari (artt. 116-terdecies e seguenti del Regolamento). In particolare, viene mantenuta inalterata la disciplina degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni c.d. effettive, mentre la disciplina sulle partecipazioni potenziali viene innovata nei seguenti termini:

1. vengono introdotte tre nuove definizioni funzionali al nuovo regime di *disclosure* per gli strumenti derivati *cash-settled*.

- "altre posizioni lunghe": le azioni che costituiscono il sottostante di strumenti finanziari derivati elencati dall'articolo 1, comma 3, del TUF, nonché di ogni altro strumento finanziario o contratto, diversi da quelli rilevanti per le partecipazioni potenziali, in grado di determinare l'assunzione di un interesse economico positivamente correlato all'andamento del sottostante, ivi incluso il caso della controparte del titolare di una posizione corta; questa definizione ricomprende pertanto sia le posizioni in derivati *cash settled*, sia le posizioni *physically settled* che non rientrano nella definizione di partecipazioni potenziali perché non attribuiscono un diritto incondizionato all'acquisto, ovvero la discrezionalità di acquistare le azioni sottostanti (tra queste, ad esempio, la vendita *physically settled* di un'opzione *put*);
  - "posizione corta": una posizione finanziaria in cui il contraente ha un interesse economico negativamente correlato all'andamento del sottostante;
  - "posizione lunga complessiva": posizione aggregata detenuta in azioni, partecipazioni potenziali e altre posizioni lunghe;
2. in aggiunta alla comunicazione "disaggregata" delle partecipazioni effettive e potenziali *physical-settled*, viene introdotto un nuovo obbligo di comunicazione aggregato per la posizione lunga complessiva (la quale tiene conto, tra l'altro, anche delle posizioni in derivati *cash settled*), qualora questa superi le soglie del 10, 20, 30 e 50% ovvero si riduca al di sotto di una di queste soglie;
  3. al fine di limitare il numero di comunicazioni dovute a mera operatività su strumenti *cash-settled* da parte di quei soggetti che, detenendo partecipazioni effettive e potenziali *physical-settled*, si collochino in prossimità delle soglie della posizione lunga complessiva, si è previsto che - per il calcolo di tale posizione - le partecipazioni in derivati *cash-settled* rilevino solo ove superiori ad una soglia minima del 2%;
  4. al fine di evitare duplicazioni di obblighi già previsti, è stata inserita un'apposita norma in base alla quale l'obbligo di comunicazione della posizione lunga complessiva si ritiene adempiuto, ove il superamento o la riduzione delle soglie rilevanti conseguano a "movimentazioni" di partecipazioni effettive e/o potenziali che siano già state comunicate ai sensi dei rilevanti articoli del Regolamento Emittenti;
  5. viene abrogato l'obbligo, in capo a chi detenga una partecipazione effettiva o una potenziale in acquisto *physically-settled* superiore al 2%, di comunicare partecipazioni potenziali in vendita, sempre *physically-settled* che superino le soglie rilevanti; nessun obbligo di comunicazione graverà, pertanto, sui detentori di partecipazioni potenziali in vendita (ad es. titolari di una *put*);
  6. in conseguenza del venir meno dell'obbligo di comunicare partecipazioni potenziali in vendita, la relativa definizione viene abrogata, così come anche la distinzione tra partecipazione potenziali in vendita e partecipazioni potenziali in acquisto; gli obblighi di comunicazione vengono pertanto correttamente riferiti solo alle partecipazioni potenziali, definite come "le azioni che costituiscono il sottostante di strumenti finanziari derivati elencati dall'articolo 1, comma 3, del TUF, nonché di ogni altro strumento finanziario o contratto che, in virtù di un accordo giuridicamente vincolante, attribuiscono al titolare, su iniziativa esclusiva dello stesso, il diritto incondizionato di acquistare, tramite consegna fisica, le azioni sottostanti, ovvero la discrezionalità di acquistare, tramite consegna fisica, le azioni sottostanti";
  7. viene abrogata la soglia minima del 2% per la comunicazione di partecipazioni potenziali; pertanto, la nuova soglia minima che fa scattare l'obbligo di comunicare al mercato e all'Autorità la detenzione di partecipazioni potenziali è fissata al 5%;
  8. viene infine esclusa la possibilità di compensare sia le partecipazioni potenziali sia la posizione lunga complessiva con le posizioni corte aventi come sottostante le medesime azioni.

Pertanto, nell'individuazione del miglior criterio di aggregazione tra le varie componenti della partecipazione detenuta (partecipazioni effettive, partecipazioni potenziali *physically-settled* e partecipazioni potenziali *cash-settled*) ai fini del calcolo del superamento della soglia rilevante e, conseguentemente, della fissazione della soglia minima oltre la quale scatta l'obbligo di comunicazione, l'opzione regolamentare fatta propria dalla Commissione sostanzialmente conferma il sistema di comunicazioni fino ad oggi esistente (modificato in parte secondo quanto indicato sub 5., 6. e 7.) e lo integra con quattro nuove macrosoglie aggregate (quella cioè del 10, 20, 30 e 50%) in cui vengono computate anche le posizioni lunghe *cash settled*.

Questa impostazione dovrebbe pertanto consentire di fare trasparenza sui derivati *cash-settled* nella misura in cui siano utilizzati per acquisire interessi economici rilevanti (anche qualora l'acquisto non si accompagni alla detenzione o all'acquisto di una partecipazione effettiva), ovvero siano utilizzati anche marginalmente (purché oltre la soglia del 2%) da soggetti già detentori di posizioni significative. Nella gran parte dei casi eventuali investitori meramente speculativi dovrebbero rimanere fuori dal campo di applicazione dei nuovi obblighi regolamentari.

### Il criterio di calcolo

Relativamente al criterio da utilizzare per il calcolo delle partecipazioni potenziali *cash-settled*, sempre alla luce delle posizioni manifestate dal mercato, Consob ha ritenuto preferibile fare riferimento al criterio del nozionale, e cioè al numero di titoli che costituiscono il sottostante teorico del contratto. Qualora il numero di azioni sottostanti sia variabile, si farà riferimento al quantitativo massimo previsto dallo strumento finanziario.

Tale opzione è risultata preferibile al criterio del *delta adjustment*, che fa invece riferimento al quantitativo di titoli sottostanti effettivamente acquistati o venduti a fini di ricopertura (quantitativo che costituisce pertanto la partecipazione potenziale effettiva che il contratto derivato consente di trasferire), in quanto trattasi di valore variabile a seconda dell'andamento del titolo sottostante lo strumento derivato.

### Le esenzioni

Per quanto riguarda il regime delle esenzioni dagli obblighi di comunicazione della posizione lunga complessiva, sono state previste delle esenzioni *ad hoc* per:

a) le altre posizioni lunghe detenute a fini di copertura delle posizioni di un cliente da un soggetto abilitato, da un'impresa di investimento comunitaria operante in libera prestazione di servizio ovvero da un'entità equivalente autorizzata da un'Autorità di vigilanza di un Stato extracomunitario con cui la Consob abbia accordi di cooperazione; in tal modo si consente agli intermediari di compensare le posizioni lunghe regolate in contanti detenute in copertura di posizioni simmetriche ma di segno opposto nei confronti dei propri clienti;

b) le altre posizioni lunghe acquisite o cedute da un *market maker* che agisce in quanto tale anche al di fuori dei mercati regolamentati e dei sistemi multilaterali di negoziazione, purché:

1) tale soggetto rientri tra quelli indicati alla lettera a); non intervenga nella gestione dell'emittente azioni quotate né eserciti alcuna influenza su detto emittente al fine dell'acquisizione di tali posizioni o del sostegno del prezzo delle stesse; sia in grado di identificare le posizioni lunghe detenute ai fini della attività di *market making*, mediante modalità che possano essere oggetto di verifica da parte della Consob, ovvero mediante la detenzione delle stesse in un apposito conto separato; e

2) la posizione lunga complessiva non superi la soglia del 30%; tale previsione si giustifica con la necessità di operare un opportuno allineamento con la disciplina OPA in cui l'obbligo di offerta sorge al superamento della soglia del 30% della posizione lunga complessiva e ai sensi della quale non è prevista l'esenzione a favore dei *market makers*;

c) strumenti finanziari connessi a indici finanziari o ad altri strumenti finanziari ad essi assimilabili, nel rispetto di certe condizioni volte ad evitare un loro potenziale utilizzo quale strumento elusivo degli obblighi di trasparenza, ed in particolare a condizione che le azioni dell'emittente ricomprese nell'indice o sottostanti agli strumenti finanziari ivi ricompresi:

1) non rappresentino più dell'1% del totale delle azioni emesse; e

2) il loro peso nell'indice non sia superiore al 20% del valore complessivo dei titoli ricompresi nell'indice medesimo.

### Il regime transitorio

Al fine di chiarire il regime applicabile alle posizioni già detenute al momento dell'entrata in vigore della Delibera 17919, è stato previsto un regime transitorio in virtù del quale chiunque detenga – a tale data - una posizione lunga complessiva rilevante, è tenuto ad adempiere agli obblighi di comunicazione ivi previsti entro cinque giorni di negoziazione.

Il nuovo Modello 120A e le istruzioni relative alla compilazione dello stesso, contenuti nell'Allegato 4 sostituito dalla Delibera 17919, dovranno essere utilizzati a partire dal 1° dicembre 2011.

---

Questa Newsletter ha il solo scopo di fornire informazioni generali e non costituisce un parere legale

[www.cliffordchance.com](http://www.cliffordchance.com)