

STUDIO GHIDINI, GIRINO E ASSOCIATI

Tel. +39 02 583.00.433 - Fax +39 02 583.01.508

E-mail: ghidinilaw@ghidini-associati.it

Via Santa Sofia, 12

20122 MILANO

URL: <http://www.ghidini-associati.it>

Prof. Avv. Gustavo Ghidini
Avv. Emilio Girino
Avv. Franco Estrangeros
Avv. Marco Mergati

Avv. Alessandra Naponiello
Avv. Claudia Signorini
Avv. Leonardo Gregoroni
Dott. Roberto Pavia
Dott. Massimiliano Casati
Dott.ssa Francesca D'Agostino

Compliance Senior Advisor

Dott. Gianni Pasini

Consulenti

Avv. Luigi Gerli
Avv. Giovanni Cavani
Avv. Enrico Raengo
Avv. Danilo Vitali
Avv. Mario Ferri

00185 Roma - Via Parigi, 11
Tel. +39 06 48.88.701
Fax +39 06 48.88.70.57
(Studio Legale Sabelli)

75017 Parigi - 44, Rue Cardinet
Tel. +33 1 42.67.70.90
Fax +33 1 56.79.02.34
(Cabinet Bensussan)

Sezione Fiscale

21100 Varese - Via C. Robbioni, 39
Tel. +39 0332 28.43.88
Fax +39 0332 28.07.29
(Studio Associato Renne & Partners)

EG/cr

Milano, 13 novembre 2010

Spett.le

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa – CONSOB
Divisione Studi Giuridici
Via G.B. Martini 3
00198 ROMA RM

Oggetto: REGOLAMENTO EMITTENTI - Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio – Consultazione pubblica

Onorevole Commissione,

Io scrivente Studio intende fornire un contributo alla pubblica consultazione aperta da codesta Commissione il 6 ottobre 2010 sulla proposta di modifica del Regolamento Emittenti di cui all'oggetto.

Il contributo che si intende offrire concerne in particolare l'allegato 5 alla proposta di modifica regolamentare denominato "Analisi di Impatto delle previsioni regolamentari riguardanti la rilevanza degli strumenti finanziari derivati ai fini dell'OPA obbligatoria".

Condividendo, in linea di principio, la necessità di pervenire ad un modello regolamentare che assicuri l'ineludibilità degli obblighi di trasparenza di informazione in tema di possesso di azioni quotate e delle relative ricadute in materia di obblighi di offerta pubblica, lo scrivente ritiene che la soluzione proposta possa risultare foriera di eccessive limitazioni alla libera facoltà di stipulazione di contratti derivati nonché tale da implicare possibili conflitti fra le diverse fonti di regolamentazione.

In particolare, la nuova definizione contenuta negli artt. 35 e 44/ter della proposta di modifica è volta alla costruzione di una nuova nozione di strumento derivativo che includerebbe, oltre alle

./ Segue Consultazione Consob Regolamento Emittenti (13 novembre 2010)

fattispecie tipizzate dal TUF, qualsivoglia strumento tale da conferire una *long position* sul titolo.

Prescindendo dalle implicazioni che l'approvazione di siffatta definizione potrebbe produrre, non ricadendo nella delega legislativa conferita a codesta Commissione la facoltà di istituire nuove categorie di strumenti finanziari, il dato saliente è che la fattispecie derivativa può ricorrere solo là dove i contraenti si accordino nel senso di scambiarsi il differenziale di valore realizzatosi sul sottostante (quale differenza appunto fra il valore convenzionale definito nel contratto e il valore di mercato accertato alla scadenza dell'operazione).

Sulla differenzialità quale elemento connotante la fattispecie derivativa consta oggi, oltre all'opinione della prevalente dottrina ⁽¹⁾, il consenso della Corte Costituzionale, la quale con la nota sentenza 10 febbraio 2010 n. 52 ⁽²⁾ ha definitivamente sancito che *"ferme ovviamente restando le diversità legate al tipo di operazione prescelto, tali negoziazioni [in strumenti derivati: n.d.r.] sono volte a creare un differenziale tra il valore dell'entità negoziata al momento della stipulazione del relativo contratto e quello che sarà acquisito ad una determinata scadenza previamente individuata"*. Lo stesso convincimento sembra d'altronde aver persuaso anche codesta Commissione che, sia pur in relazione ad una fattispecie di ben più modesto impatto finanziario ⁽³⁾, ha puntualmente affermato l'essenziale principio, correttamente desunto dalla perspicace lettura delle norme primarie, per il quale lo strumento derivativo non possa configurarsi là dove prevalga, nell'intento dei contraenti, una finalità di tipo acquisitivo.

Tanto premesso, l'equiparazione del derivato azionario, sia esso regolato o regolabile per consegna o per contanti, alla detenzione del sottostante parrebbe porsi in contrasto con la suesposta lettura ormai ampiamente condivisa. Siffatta equiparazione risulterebbe aprioristica, in quanto necessariamente fondata su una sorta di presunzione *iuris et de iure* per cui il derivato avente ad oggetto un titolo azionario sarebbe certamente volto (o, ciò che è lo stesso sul piano dell'astrazione presuntiva, potenzialmente volto) all'acquisizione e alla conservazione del sottostante.

Ritiene invece lo scrivente che l'attribuzione, originaria o sopravvenuta, al derivato

¹ MEUCCI, "Operatore qualificato" nei contratti derivati: le incertezze della recente giurisprudenza e l'impatto della direttiva MiFID, in *Obbligazioni e contratti*, 2008, 2; PIRAS, *Contratti derivati: principali problematiche al vaglio della giurisprudenza*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 2008, 2219; LEMBO, *La rinegoziazione dei contratti derivati. Problematiche giuridiche*, in *Nuovo diritto*, 2007, 512; BOMBARDI, *Strumenti finanziari derivati e sistema contrattuale Isda*, in *Diritto e pratica società*, 2006, 32; TRUDU, *Problematiche connesse all'uso dei contratti su strumenti finanziari derivati da parte degli enti locali*, in *Finanza locale*, 2008, 27, GIRINO, *I contratti derivati*, II ed., Milano 2010, 16 ss e 170 ss.

² G.U. 24 febbraio 2010.

³ Com. DEM/10016056 del 26 febbraio 2010.

./ Segue Consultazione Consob Regolamento Emittenti (13 novembre 2010)

di una funzione acquisitiva del sottostante sia tale di per sé da snaturare lo strumento e da consentire agevolmente di riqualificarlo alla stregua di un normale veicolo acquisitivo di un *altro* strumento finanziario (il sottostante) senza permettergli di conservare esso stesso natura di autonomo strumento finanziario (come tale qualificato dal TUF e come tale incidente esclusivamente sull'elemento della differenzialità). Tale impropria e snaturante funzione "degraderebbe" l'apparente strumento derivativo ad un semplice strumento di natura acquisitiva e la ricaduta, nella materia che ci occupa, sarebbe evidente: lo "pseudo-derivato" o, se si preferisce, lo strumento acquisitivo vestito con mentite spoglie derivative, risulterebbe essere stato stipulato solo per fini palesemente elusivi della normativa in tema di comunicazione dei possessi azionari.

Nell'Allegato 5 codesta Commissione si è correttamente posta il problema, ma fra l'opzione regolamentare e la c.d. "opzione zero", sembra preferibilmente orientata verso la prima in ragione degli evidenti benefici che essa arrecherebbe alla celerità ed efficienza del sistema di controllo.

Lo scrivente ritiene che un siffatto obiettivo potrebbe essere egualmente e utilmente raggiunto senza necessariamente adottare l'impostazione presuntiva emergente dalla bozza in consultazione e senza che la ricostruzione dell'intento fraudolento dei contraenti uno "pseudo-derivato" nel senso dianzi chiarito rischi di essere compromessa da oneri probatori eccessivi o comunque rallentanti l'efficace opera di intervento e di prevenzione cui codesta Commissione è preposta.

Tale soluzione consisterebbe nel rimettere allo stesso contraente dell'*equity derivative* l'onere e la responsabilità di denunciare *ex ante* la natura dello strumento, indipendentemente dal metodo esecutivo, affidando ad un semplice meccanismo di successiva verifica l'accertamento della veridicità dell'affermazione.

L'obbligo di denuncia *ex ante* investirebbe qualsivoglia fattispecie derivativa avente un sottostante azionario quotato, indipendentemente dal metodo di *settlement* ed imporrebbe al detentore della posizione di dichiarare anticipatamente il suo intento al momento della stipulazione: intento volto alla realizzazione del differenziale (confermandosi con ciò la natura derivativa dello strumento) ovvero acquisitivo (il quale produrrebbe *ipso facto* la riqualificazione dello stipulato alla stregua di strumento acquisitivo, dunque non derivativo). Nel secondo caso, il dichiarato intento acquisitivo varrebbe di per sé ad escludere la natura derivativa dello strumento e ne legittimerebbe il computo nella soglia partecipativa rilevante. Nel primo caso si renderebbe necessaria una successiva – ma a quel punto più che agevole – verifica da parte di codesta Commissione.

Entro un brevissimo termine dall'esecuzione dell'accordo, lo stesso soggetto dichiarante sarebbe tenuto a dar conto a codesta Commissione dell'esito del contratto, specificando se egli abbia o meno acquisito l'entità sottostante e, quand'anche ciò sia avvenu-

J. Segue Consultazione Consob Regolamento Emittenti (13 novembre 2010)

to, se la stessa sia stata alienata in un ristrettissimo spazio temporale, compreso, ad esempio, entro i 3 giorni lavorativi successivi al *settlement*. Ove l'azione sottostante non sia stata acquisita o, se acquisita, sia stata rivenduta entro quel ristretto tempo, l'operazione avrà mantenuto la sua natura e funzione derivativa essendosi risolta nella creazione e liquidazione di un differenziale. Nel caso opposto, l'operazione, assumendo funzione acquisitiva, perderebbe tale natura e denoterebbe invece un intento di apprensione (sia esso originario piuttosto che sopravvenuto): in tal caso, il detentore che non abbia a suo tempo dichiarato l'operazione siccome finalizzata all'acquisto del sottostante risulterebbe per ciò solo (con il suo comportamento contrario alla dichiarazione) aver posto in essere una pseudo operazione derivativa a fini elusivi, con tutte le conseguenze che tanto comporterebbe non solo per l'applicazione retroattiva (al momento cioè della stipulazione dello pseudo derivato) degli obblighi comunicativi e degli eventuali connessi obblighi di OPA, ma anche sul piano dell'eventuale ricorrenza di una fattispecie di ostacolo alle funzioni di vigilanza.

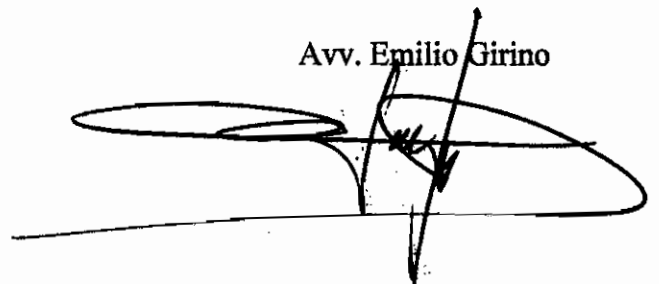
In breve, la soluzione suggerita altro non è che la declinazione regolamentare dei principi civilistici in tema di simulazione e negozio in frode alla legge: declinazione tuttavia utile per agevolare la funzione accertativa e il connesso onere probatorio.

Nell'augurio che quanto precede possa aver fornito un utile contributo e spunto di riflessione, lo scrivente Studio resta a disposizione di codesta Onorevole Commissione per ogni eventuale ulteriore chiarimento e confronto.

Con i migliori saluti

per Studio Ghidini, Girino e Associati

Avv. Emilio Girino

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'Emilio Girino', written over a horizontal line. The signature is stylized with loops and a long horizontal stroke.