

CDN/PS/VA

Spett. le
Banca d'Italia
Servizio Supervisione sui Mercati
e sul Sistema dei pagamenti
Via Nazionale, 91
00184 Roma

Spett. le CONSOB
Divisione Studi Giuridici
Via G.B. Martini, 3
00198 Roma

**Osservazioni al documento di consultazione sulle modifiche al Regolamento sul *post-trading*
per il recepimento della direttiva sui diritti degli azionisti**

Facciamo riferimento al documento di consultazione sulle modifiche al Regolamento recante la disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione (di seguito “Documento”) per il recepimento della direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti (di seguito “Direttiva SHRD”).

Il Documento attua le deleghe regolamentari contenute nel decreto legislativo n. 27/2010 che ha recepito la Direttiva (di seguito “Decreto”) e adegua la vigente disciplina regolamentare alle novità introdotte dalla legislazione primaria.

Esprimiamo la nostra soddisfazione per il Documento e per il congruo termine concesso per far pervenire i commenti.

In particolare è apprezzabile il fatto che venga definita compiutamente l'architettura dei rapporti tra emittente, intermediario e legittimato all'esercizio dei diritti collegati alle *corporate actions*, compatibile con gli standard europei sulle *corporate actions*.

La nuova architettura dei rapporti richiede peraltro la definizione di standard operativi condivisi da emittenti e intermediari che potrebbero necessitare quindi di un periodo transitorio per mettere a punto un sistema di comunicazioni e segnalazioni conforme al mutato quadro regolamentare.

Prima di illustrare, nel documento allegato, alcune osservazioni tecniche sulle modifiche proposte, ci preme fare presente che la delega al regolamento dei servizi di gestione accentrata di talune tematiche, quali quelle relative alla determinazione dei soggetti emittenti ammessi alla gestione accentrata, dovrà continuare ad assicurare la presenza degli emittenti tra i soggetti ammessi alla gestione accentrata al fine di consentire anche la detenzione di conti dei titoli da loro emessi in favore dei propri azionisti.

Roma, 8 ottobre 2010

Osservazioni

Architettura generale dei rapporti emittenti, intermediari partecipanti e depositari

Nel commento al Documento, si afferma che si è reso necessario, da un lato, eliminare la definizione di “intermediario” alla luce della definizione contenuta nel Tuf (art. 79-*quater*) e dall’altro distinguere gli intermediari ammessi alla gestione accentrata (definiti “Intermediari Partecipanti”) da tutti gli altri¹.

Occorrerebbe inserire all’art. 1 anche la definizione di “depositari”, ovvero gli altri intermediari, diversi dagli Intermediari partecipanti, sui conti dei quali sono registrati gli strumenti finanziari oggetto delle comunicazioni, segnalazioni, certificazioni. Nell’articolato viene infatti utilizzata la formulazione citata² senza tuttavia prevedere una definizione *ad hoc*. La definizione di “depositario” potrebbe sostituire la formulazione proposta e contribuire a chiarire l’architettura dei rapporti tra emittente, intermediario partecipante alla gestione accentrata, depositario e titolare del diritto.

Sempre in relazione all’architettura dei rapporti tra i soggetti indicati, sarebbe opportuno integrare il commento, a p. 7 del documento, sull’individuazione dell’intermediario responsabile poiché si afferma laconicamente che la delega contenuta nel Tuf ha dato l’occasione per ribadire l’orientamento già espresso dalla Consob.

L’individuazione dell’intermediario responsabile è una questione rilevante anche in sede internazionale ed è stata discussa ampiamente in sede di redazione degli standard europei sull’assemblea³.

Poiché ci consta che l’unica posizione formalmente assunta sul tema sia quella contenuta nel documento di esito delle consultazioni del Provvedimento del febbraio 2008 ove si affermò invece che la comunicazione per l’intervento in assemblea dovesse essere fatta all’emittente dall’intermediario più in basso nella catena⁴, sarebbe opportuno integrare il commento a p. 7 esplicitando quanto contenuto nell’articolato modificato.

Art. Y

Il Documento demanda al regolamento dei servizi della gestione accentrata la determinazione di alcune materie attualmente disciplinate dal vigente Provvedimento.

Anche se la delega di parte delle tematiche è prevista dal Tuf, esse attengono a materie delicate, quali, per esempio, le categorie di intermediari ammessi alla gestione accentrata, le condizioni di esclusione e sospensione dei soggetti ammessi e la determinazione dei soggetti emittenti ammessi alla gestione accentrata.

La determinazione di tali ultimi soggetti (emittenti) è invece attualmente disciplinata nel Documento, all’art. 12, comma 1, lett. b) che stabilisce che possono essere ammessi le società o gli enti emittenti non ricompresi nelle precedenti lettere, limitatamente agli strumenti finanziari di

¹ Si vedano i commenti a pp. 4 e 5.

² Si vedano gli artt. X+3, comma 1 e X+5, comma 1.

³ Ci riferiamo ai “*Market standards for general meeting*” del 9 settembre 2010.

⁴ Si veda il commento a p. 19.

propria emissione e agli strumenti finanziari emessi da società controllate attraverso partecipazione azionaria.

La questione, molto rilevante per gli emittenti e già segnalata in sede di risposta alla consultazione avviata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, è stata sollevata da Assonime anche in contesti internazionali, quali *l'Unidroit*⁵, ove ha sottolineato la necessità di continuare a garantire agli emittenti la possibilità di accendere conti presso la società di gestione accentrata per la detenzione di strumenti finanziari degli emittenti o delle controllate. Tali conti sono utilizzati per il deposito di strumenti finanziari di dipendenti (così incentivando l'azionariato dipendente), soci di controllo e azionisti *retail*⁶. La detenzione dei suddetti conti, consente un risparmio dei costi evitando ai soggetti indicati di accendere conti appositi presso gli intermediari. In generale, la delicatezza delle tematiche delegate al regolamento dei servizi e la possibilità che potenzialmente vi possano essere, in futuro, più società di gestione accentrata autorizzate (con più regolamenti approvati dalle Autorità) consiglierebbe di continuare a disciplinare le materie indicate all'art. Y direttamente nel Documento, in linea di continuità con il passato.

Alla luce di tutto quanto sopra sia preferibile mantenere la disposizione contenuta all'art. 12 del vigente Documento. In subordine, qualora ciò non fosse possibile, si potrebbero prevedere, nell'art. Y, direttamente i criteri che ricalchino sostanzialmente le previsioni contenute all'art. 12, comma 1, lett. e) del vigente Documento in modo da far rientrare, almeno le società o gli enti emittenti, limitatamente agli strumenti finanziari di propria emissione e agli strumenti finanziari emessi da società controllate attraverso partecipazione azionaria (come previsto dal vigente Documento).

L'opportunità potrebbe inoltre essere colta per ampliare la gamma degli strumenti finanziari, non limitandoli ai soli strumenti finanziari emessi dalla società o dalle controllate ma anche a quelli non emessi ma comunque assegnati dall'emittente o dalle società controllate o collegate⁷.

Art. Y, comma 1, lett. i).

La norma delega il regolamento dei servizi della gestione accentrata a definire i termini e le modalità tecniche per l'inoltro e la ricezione delle comunicazioni. Sarebbe utile delegare al regolamento dei servizi, previa consultazione con l'*industry*, il formato, anche standardizzato delle comunicazioni, certificazioni e segnalazioni⁸. La previsione della standardizzazione sarebbe in linea con gli orientamenti assunti in sede di standard internazionali sulle *corporate actions*.

Art. X

Nel Documento si afferma che è stata colta l'occasione per ribadire che la copia della comunicazione non è necessaria e che gli emittenti non possono condizionare l'ingresso in assemblea dei soggetti legittimati a parteciparvi all'esibizione di tale copia.

⁵ Cfr. "Unidroit convention on substantive rules for intermediated securities".

⁶ Anche in alcune recenti assemblee societarie è stata rammentata la possibilità per gli emittenti di accedere al sistema di gestione accentrata e accendere conti di deposito titoli intestati ai propri soci, consentendo a soci *retail* di risparmiare costi di commissione che altrimenti dovrebbero essere riconosciuti ad altri intermediari bancari.

⁷ La formulazione dell'art. Y, comma 1, lett. b) potrebbe essere la seguente: "le categorie di soggetti ammessi alla gestione accentrata in qualità di intermediari, ai sensi dell'art. 79-quater del Tuf e di emittenti limitatamente agli strumenti finanziari emessi o assegnati dagli stessi o da società controllate o collegate attraverso partecipazione azionaria." [in grassetto la parte aggiunta].

⁸ La formulazione potrebbe essere la seguente: "i termini e le modalità tecniche e il formato per l'inoltro delle comunicazioni in via telematica e segnalazioni e certificazioni anche standardizzate da parte dei soggetti ammessi, relativamente al servizio di gestione accentrata" [in grassetto la parte aggiunta].

Tuttavia, alla luce del fatto che è prevista la possibilità di richiedere la comunicazione anche con un mezzo di comunicazione a distanza, dovrebbe essere conservata la facoltà, per l'avente diritto, di richiedere al depositario copia della comunicazione o la conferma dell'avvenuta comunicazione. Ciò solo in via assolutamente residuale, qualora vi fossero malfunzionamenti degli strumenti di comunicazione telematica o errori nell'invio.

La suddetta copia, o la conferma dell'avvenuta comunicazione naturalmente, non avrebbero tuttavia alcuna funzione legittimante⁹.

Ferma restando l'opportunità, segnalata poc'anzi, di inserire la definizione di "depositario", sarebbe utile specificare, al comma 1, che l'intermediario deputato a ricevere la richiesta è, appunto, il depositario.

Al comma 2, alla luce del fatto che l'allegato 2 citato potrebbe contenere anche informazioni supplementari rispetto a quelle riportate (per esempio nell'ipotesi in cui tale allegato fosse utilizzato in caso di voto elettronico e fosse necessario riportare dei dati identificativi ulteriori), sarebbe opportuno riformulare la disposizione prevedendo che "le comunicazioni e le certificazioni sono redatte con contenuto almeno pari a quello dell'allegato 2"¹⁰.

Art. X+1

La definizione del termine ultimo per presentare la richiesta di comunicazione per il diritto di intervento in assemblea potrebbe essere lasciata alla determinazione dell'*industry* in considerazione del fatto che gli standard europei sul *general meeting* sono in fase di implementazione, così evitando l'adozione di un termine perentorio in sede regolamentare.

Art. X+2

È previsto che la legittimazione di alcuni diritti (recesso, integrazione ordine del giorno, presentazione delle liste) sia attestata da una comunicazione all'emittente (art. X+2, comma 1).

Potrebbe essere opportuno aggiungere all'elenco dei diritti anche il caso di ispezione dei libri sociali (*ex art. 2422 c.c.*), istanza di identificazione avanzata da minoranze qualificate (*ex art. 83-duodecies, comma 3 Tuf*) e di diritto di porre domande prima dell'assemblea (art. 127-*ter*)¹¹.

La previsione contenuta al secondo comma che impone all'intermediario di rendere indisponibili le azioni solo nei casi e per il tempo in cui ciò sia necessario al fine dell'esercizio del diritto non è chiara; essa è inserita nell'articolo sulla comunicazione per l'esercizio di alcuni diritti (recesso, integrazione ordine del giorno, presentazione delle liste) ma il "blocco" dei titoli che sembra prefigurare la norma sarebbe ammissibile per il solo caso del recesso *ex art. 2437-bis, comma 2 c.c.*

Le circostanza andrebbe dunque chiarita, quantomeno nel documento di esito delle consultazioni.

⁹ La formulazione del comma 3 potrebbe essere la seguente: "L'intermediario consente ai soggetti legittimati di avanzare la richiesta indicata nel comma 1 tramite almeno un mezzo di comunicazione a distanza, secondo modalità dallo stesso prestabilite, che consentano l'identificazione del **richiedente ed al quale, su domanda, viene rilasciata, con lo stesso mezzo, conferma di ricezione.**" [in grassetto la parte aggiunta].

¹⁰ La formulazione potrebbe essere la seguente: "Le comunicazioni e le certificazioni sono **redatte in conformità dell' con contenuto almeno pari a quello dell'Allegato 2**" [in grassetto la parte aggiunta].

¹¹ La formulazione potrebbe essere la seguente: "La legittimazione all'esercizio, anche congiunto, dei diritti sociali previsti dagli artt. **2422, 2437, 83-duodecies, comma 3, 126-bis, 127-ter, 147-ter** e 148 del Tuf è attestata da una comunicazione all'emittente" [in grassetto la parte aggiunta].

Art. X+3

Al comma 1 è previsto che le comunicazioni e segnalazioni previste siano inviate all'emittente dall'intermediario partecipante in conformità delle proprie scritture contabili e sulla base delle indicazioni ricevute dagli altri intermediari depositari.

Nel caso in cui, però, l'intermediario partecipante e il depositario coincidano, le comunicazioni e segnalazioni indicate sono trasmesse dall'intermediario partecipante solo in base alle proprie scritture contabili, e non anche sulla base delle indicazioni ricevute dagli altri intermediari depositari. Al ricorrere di questa circostanza, pertanto, occorre aggiungere, dopo l'inciso "scritture contabili", "ove necessario".

Al comma 2 occorrerebbe specificare che la certificazione è rilasciata dall'intermediario partecipante, mentre la richiesta originariamente è effettuata al depositario. Qualora i soggetti fossero diversi, è opportuno che il computo dei termini sia effettuato sempre dalla iniziale richiesta effettuata al depositario perché i sistemi di comunicazione tra partecipante e depositario devono garantire in ogni caso il rispetto del termine indicato¹².

Al comma 3 occorrerebbe precisare che la certificazione sia restituita sempre al depositario al quale il titolare si deve rivolgere per trasferire i diritti e i titoli¹³.

Art. X+4, comma 2

Nella disposizione in commento si è previsto che gli intermediari collaborino con gli emittenti per consentire la maggiorazione del dividendo *ex art. 127-quater* e, a tal fine, segnalino le informazioni necessarie a permettere tale maggiorazione, "limitatamente agli azionisti che non abbiano espressamente vietato la comunicazione delle stesse".

Poiché per la maggiorazione del dividendo è necessaria l'identificazione dell'avente diritto, non appare opportuno riferirsi, nella disposizione, all'eventuale divieto di comunicazione dei propri dati identificativi¹⁴ che infatti non è previsto dalla norma primaria, a differenza della previsione in tema *shareholder identification*.

Art. X+5

Al comma 1 andrebbe inserita la formulazione analoga a quella proposta al comma 1 dell'art. X+3, comma 1; ciò per dare conto della situazione in cui intermediario partecipante e depositario coincidano¹⁵.

Al comma 4 è previsto che le segnalazioni sui dividendi vengano effettuate entro 15 giorni di mercato aperto "dal giorno in cui sono determinati gli aventi diritto al pagamento dei dividendi"; sarebbe opportuno riformulare la disposizione in conformità con la norma primaria (art. 83-*novies*,

¹² La formulazione potrebbe essere la seguente: "La certificazione è rilasciata **dall'intermediario partecipante** al soggetto legittimato entro il secondo giorno non festivo successivo alla data di ricevimento della richiesta da parte ~~dell'intermediario indicato nell'art. X, comma 1~~ **del depositario**" [in grassetto la parte aggiunta].

¹³ La formulazione potrebbe essere la seguente: "Chi, avendo ottenuto la certificazione, intende trasferire i propri diritti o, se applicabile, chiede la consegna degli strumenti finanziari corrispondenti, deve restituire la certificazione ~~all'intermediario che l'ha rilasciata~~ **al depositario**, salvo che la stessa non sia più idonea a produrre effetti" [in grassetto la parte aggiunta].

¹⁴ Si potrebbe eliminare la seguente formulazione "limitatamente agli azionisti che non abbiano espressamente vietato la comunicazione delle stesse".

¹⁵ Al ricorrere di questa circostanza, pertanto, occorre aggiungere, dopo l'inciso "scritture contabili", "ove necessario".

comma 1, lett. d) che richiede all'intermediario di segnalare coloro ai quali sono stati pagati i dividendi¹⁶.

Al comma 4 è previsto che le segnalazioni per l'esercizio del diritto di opzione debbano essere fatte agli emittenti a partire dal termine ultimo per l'esercizio dei diritti elencati.

In primo luogo il riferimento al "termine ultimo" non appare di agevole comprensione.

In secondo luogo potrebbe essere opportuno riferirsi genericamente ai diritti, in linea con quanto previsto all'art. 83-*novies*, comma 1, lett. d) Tuf.

Infine sarebbe utile chiarire come si applichi tale previsione in caso di aumenti di capitale con di finestre di sottoscrizione cd. "rolling" giornaliere, ipotesi prospettata dalla Consob nel documento di esito delle consultazioni relativo agli aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo del 3 agosto 2010¹⁷.

Al comma 5 si fa riferimento all'intermediario partecipante quale soggetto deputato all'invio delle comunicazioni e segnalazioni; poiché tuttavia attualmente le segnalazioni di cui all'art. 83-*novies*, comma 1 lett. d) (pagamento dividendi, esercizio del diritto di opzione e altri diritti) sono effettuate dal depositario, se diverso dall'intermediario partecipante, mentre quest'ultimo si limita a comunicare all'emittente i riferimenti complessivi dell'operazione relativi al depositario, suo cliente, sarebbe opportuno mantenere tale possibilità e riferirsi genericamente al soggetto "intermediario" in luogo di "intermediario partecipante".

Diversamente, l'intermediario partecipante dovrebbe essere in possesso dei dati identificativi dei clienti del depositario che hanno esercitato i diritti indicati.

Art. X+7, comma 7

Alla luce del fatto che a differenza del Tuf previgente¹⁸ non sussiste più l'obbligo di aggiornamento del libro soci delle segnalazioni relative alla costituzione dei vincoli (per effetto del mancato richiamo, all'art. 83-*undecies*, alla lett. g) del comma 1 dell'art. 83-*novies* Tuf), andrebbe eliminata l'intera previsione, contenuta al comma 7, che impone agli emittenti di mantenere evidenza nel libro soci delle segnalazioni relative alle date di costituzione, modificazione ed estinzione dei vincoli.

¹⁶ La formulazione, al primo alinea, potrebbe essere la seguente: "entro 15 giorni di mercato aperto ~~dal giorno in cui sono determinati gli aventi diritto al pagamento dei dividendi~~ **da quando sono stati pagati i dividendi**" [in grassetto la parte aggiunta].

¹⁷ La formulazione del terzo alinea potrebbe essere la seguente: "entro 5 giorni di mercato aperto a partire dal giorno in cui è acquisita la titolarità di azioni nominative per effetto dell'esercizio del diritto di opzione o di altro diritto."

¹⁸ Cfr. art. 87 Tuf previgente.