

Osservazioni al documento di consultazione Banca d'Italia-Consob su “Disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione”

Si fa riferimento al documento di consultazione congiunto Consob/Banca d'Italia dell'ottobre 2007 sulla revisione e sull'aggiornamento della normativa secondaria in tema di *post-trading*.

La scelta di prevedere in un unico testo la disciplina regolamentare sul *post-trading* è opportuna. Appare comunque necessario il riordino e il coordinamento delle fonti normative sulla disciplina dell'accentrato e della dematerializzazione da parte del legislatore, che potrebbe avvenire in sede di recepimento della direttiva 2007/36 relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate (di seguito “direttiva”).

Con il recepimento della direttiva – che presuppone, in più punti, l'identificazione degli azionisti al fine di garantire loro l'efficace utilizzo dei diritti ivi sanciti¹ – dovrebbe esplicitamente prevedersi un diritto per le società quotate di conoscere il loro azionariato al fine di instaurare un rapporto più trasparente tra società quotate e loro azionisti, in linea con i recenti orientamenti della Commissione europea e con le migliori pratiche di *corporate governance* internazionali. In particolare, un nuovo art. 89, comma 3, del d. lgs. n. 58/1998 (di seguito “Tuf”) potrebbe estendere alle società quotate il diritto, previsto attualmente per i soli soggetti che sollecitano deleghe di voto, di conoscere i nominativi dei loro soci (cfr. art. 134, comma 9, del Regolamento Consob n. 11971/1999 in materia di emittenti (di seguito “Regolamento Emittenti”). La materia del *post-trading*, oggetto di disciplina nel presente provvedimento, presenta profili di collegamento con la problematica suesposta alla luce del fatto che l'esercizio dei diritti corporativi da parte degli azionisti di società quotate è ivi regolato.

Un ulteriore profilo di interesse per le società quotate riguarda la facoltà di scegliere una società di gestione accentrata (CSD) ove dematerializzare i propri strumenti finanziari, anche al fine di cogliere le opportunità derivanti dalla maggiore concorrenza e trasparenza richiesta dalla Commissione europea ai CSD allo scopo di rimuovere le barriere al corretto funzionamento di un mercato integrato². Mentre il diritto di accesso a un CSD è riconosciuto agli intermediari dalla direttiva 2004/39/CE (di seguito “Mifid”)³, analoga facoltà non sembra consentita agli emittenti, a causa di una non chiara interazione tra norme, nazionali, di diritto societario che regolano il regime di emissione degli strumenti finanziari, a fronte dell'assenza di una disciplina comunitaria sul mutuo riconoscimento tra i CSD e per le attuali regole di funzionamento di questi ultimi.

Illustriamo di seguito alcune specifiche osservazioni su talune disposizioni.

Art. 7, comma 2

È apprezzabile la previsione esplicita di forme di consultazione sulla disciplina emanata dalle società di gestione. Sarebbe tuttavia opportuno includere tra i soggetti consultati, oltre agli utenti dei servizi e dei sistemi, anche “le associazioni rappresentative dei soggetti citati”.

¹ Si consideri, a titolo esemplificativo, il requisito per partecipare e votare all'assemblea previsto all'art. 7, par. 2, comma 2 che stabilisce che gli Stati membri non sono tenuti ad applicare il primo comma (*record date*) alle società in grado di desumere nomi e indirizzi dei loro azionisti da un registro aggiornato degli azionisti alla data dell'assemblea. Si consideri inoltre il diritto di porre domande sancito all'art. 9, comma 2. Nello stesso senso la bozza di raccomandazione della Commissione europea “*Fostering an appropriate regime fro shareholders' rights*” della DG Internal Market, 30 aprile 2007.

² Si vedano i cd. *Giovannini report* del 2001 e del 2003 (barriera 9) e il mandato affidato al *Legal Certainty Group*.

³ Cfr. art. 34.

Art. 23

L'art. 23 riprende il contenuto dell'art. 34-*bis* del precedente Regolamento Consob n. 11768/1998 in materia di mercati (di seguito "Regolamento Mercati"). L'esperienza applicativa ha evidenziato alcune criticità operative che il provvedimento congiunto o la sua relazione potrebbero opportunamente affrontare.

In primo luogo, sarebbe opportuno chiarire se, nel computo del termine eventuale (uno o due giorni) per l'invio della comunicazione dall'intermediario all'emittente, si debba solo calcolare il giorno non festivo intero dal cui inizio gli strumenti finanziari devono essere iscritti in conto, ovvero anche frazioni di esso (ad es. la sera precedente).

Sarebbe, inoltre, opportuno chiarire se la comunicazione all'emittente debba essere effettuata dagli intermediari partecipanti al sistema di gestione accentrata o dagli intermediari più in basso nella catena (gli intermediari presso cui sono in deposito gli strumenti finanziari per i quali il titolare del conto chiede l'esercizio del diritto), in quanto l'attuale definizione di intermediari contenuta nell'art. 1, comma 1, lett. m) sembra consentire entrambe le opzioni.

Come già fatto presente in sede di modifica al Regolamento Mercati a seguito della riforma del diritto societario⁴, appare, altresì, necessario un riscontro tra la comunicazione inviata all'emittente e la documentazione in possesso del soggetto legittimato, anche ai fini di maggior tutela del diritto dell'azionista di partecipare all'assemblea, in linea con le recenti disposizioni comunitarie⁵ e, in generale, con il rinnovato interesse allo "*shareholder activism*"⁶. L'eliminazione totale della copia della comunicazione presenta il rischio di privare l'azionista di ogni possibilità di provare la propria legittimazione nei confronti dell'emittente. Sarebbe quindi auspicabile che la copia della comunicazione effettuata all'emittente sia comunque rilasciata all'azionista. La previsione di un tale obbligo potrebbe, in ultima analisi, agevolare la partecipazione dell'azionista all'assemblea: pertanto, l'ultima parte del comma 3 potrebbe così essere riformulata: "Copia della comunicazione è messa a disposizione del soggetto legittimato contestualmente alla sua effettuazione".

Infine, anche alla luce delle diverse iniziative poste in essere sotto l'egida del Cesame *Group* presso la Commissione europea, volte alla rimozione delle barriere all'esercizio delle *corporate actions*, sarebbe auspicabile prevedere, a livello regolamentare, che anche le certificazioni per l'esercizio dei diritti diversi dall'intervento in assemblea (cfr. artt. 21 e 22), siano trasmesse all'emittente con collegamenti informatici, al pari della comunicazione *ex art. 23*⁷.

Artt. 55 e 81

La disciplina sulle insolvenze di mercato ha quale presupposto l'incapacità del negoziatore, del liquidatore e del partecipante ai sistemi di garanzia a controparte centrale, di far fronte alle obbligazioni, relative a negoziazioni effettuate su un mercato regolamentato (cfr. art. 81).

L'art. 55, in coerenza con i nuovi principi introdotti dalla Mifid, estende i sistemi di garanzia a controparte centrale alle operazioni concluse, oltre che sui mercati regolamentati, anche a quelle sui sistemi multilaterali di negoziazione con i quali la società di gestione dei sistemi di garanzia abbia stipulato apposite convenzioni e alle operazioni concluse al di fuori dei mercati regolamentati e dei sistemi multilaterali di negoziazione, previa sussistenza di

⁴ Cfr. lettera di risposta Assonime al consultazione documento di Consob luglio 2004 del 4 ottobre 2004.

⁵ Cfr. la direttiva; per esempio si veda il considerando n. 4 che stabilisce che devono essere introdotte norme per promuovere "l'esercizio agevole e effettivo dei diritti degli azionisti".

⁶ Si veda, da ultimo, lo studio dell'OECD "*The implications of alternative investment vehicles for corporate governance: a synthesis of research about private equity firms and activist hedge funds*", luglio 2007.

⁷ Si potrebbe dunque prevedere un comma 4 all'art. 22 che così disponga: "Le certificazioni previste agli artt. 21 e 22 sono trasmesse agli emittenti mediante appositi collegamenti informatici".

apposite convenzioni. Non appare chiaro, nella formulazione della norma, se ci si riferisca alle sole operazioni effettuate al di fuori dei mercati regolamentati, aventi comunque ad oggetto strumenti finanziari quotati. Inoltre, pur in presenza di un immutato scenario legislativo in tema di insolvenze di mercato (cfr. art. 72 Tuf) si potrebbe riflettere su un'eventuale estensione della disciplina delle insolvenze di mercato anche a operazioni concluse su sistemi multilaterali di negoziazione, anche con riferimento a strumenti non quotati su mercati regolamentati.