

## Swat e trasparenza, che dilemma

**N**on c'è pace per il Regolamento Emittenti. In anticipo sulle modifiche della direttiva Transparency, la Consob ha deliberato l'estensione degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti anche alla titolarità di posizioni lunghe su derivati cash settled, cioè con regolamento esclusivamente in contanti. L'obbligo, che colpisce anche le posizioni già in essere, scatta al superamento delle soglie del 10, 20, 30 e 50% del capitale sociale. Per i derivati regolati con consegna fisica (physical settlement) la soglia iniziale degli obblighi di trasparenza passa dal 2 al 5%. La finalità è di impedire il ripetersi delle note vicende in cui i derivati (o meglio, operazioni diverse camuffate da derivati) possano essere utilizzati con effetto elusivo degli obblighi di trasparenza delle partecipazioni in società quotate o della disciplina sull'opa (hidden ownership) o per agevolare l'empty voting, cioè l'esercizio del diritto di voto slegato dall'interesse economico all'andamento della partecipazione azionaria.

V'è da chiedersi: siamo veramente in presenza, in questi casi, di contratti derivati? Parrebbe di no, secondo la Corte Costituzionale, che, dando corso alle istanze della dottrina più accreditata, nella sentenza 52/2010 ha individuato la componente essenziale del derivato nella mera ricerca negoziale del differenziale di valore del sottostante. E in questa direzione si è certamente mossa la Consob quando, la scorsa primavera, ha modificato l'art. 49 del Regolamento emittenti esonerando dall'opa l'investitore che, superata la soglia rilevante per effetto di un derivato finanziario, si impegna a cedere le azioni in eccedenza entro sei mesi astenendosi nel frattempo dal voto: quando, in altre parole, è il contegno delle parti a disvelare la finalità finanziaria, e non già acquisitiva, dell'operazione.

Ora, il percorso di avvicinamento alla tesi per cui

un derivato acquisitivo non è in realtà un derivato prosegue, ma questa volta il passo è incerto e rimane tra le righe. Le nozioni di «partecipazioni potenziali» e «altre posizioni lunghe» introdotte nel nuovo testo dell'art. 116 terdecies includono il riferimento, oltre che ai derivati finanziari, agli altri strumenti finanziari o contratti tali da determinare, in un caso (come già accadeva nella precedente versione) «il diritto incondizionato di acquistare, tramite consegna fisica, le azioni sottostanti», nell'altro «l'assunzione di un interesse economico positivamente correlato all'andamento del sottostante»: il che vale a riconoscere, seppur implicitamente, che quando lo schema negoziale di un derivato è utilizzato per scopi diversi da quello meramente finanziario, si è in presenza di uno strumento parimenti diverso. E ciò è tanto vero che tali strumenti, a differenza dei veri derivati, non esonerano l'investitore dall'offerta pubblica di acquisto (vedasi l'invariato art. 49 del regolamento).

La faccenda non ha mero valore accademico. In assenza di una definitiva presa di posizione, il rischio di riqualificazione di un autentico derivato si amplifica, con ogni sgradevole conseguenza del caso. È dunque consigliabile, per chi intenda stipulare derivati azionari puri, dedicare maggior attenzione al profilo negoziale, paradossalmente snobbato in una materia in cui il contratto è tutto, e, in luogo di ripiegare su modustica precotta, predisporre opportune clausole volte a confermare l'autentica natura dello strumento: fra cui, ma non solo, la valorizzazione del differenziale e l'insussistenza di finalità mediate, l'obbligo di liquidazione immediata in caso di esecuzione per consegna, l'esclusione del diritto di voto da parte dei detentori di posizioni lunghe. Un passaporto sicuro, difficile da riconoscere. (riproduzione riservata)

*Leonardo Gregorini*