



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

Milano, 20 novembre 2009

Osservazioni sul *Position Paper* CONSOB in tema di Trasparenza Proprietaria sulle Posizioni in Derivati *CASH-SETTLED*

Italian CFA Society, Associazione Italiana che raggruppa i professionisti della finanza¹, esprime il proprio apprezzamento per il documento di consultazione CONSOB.

Riconosciamo che l'assenza di trasparenza sulle operazioni in derivati *cash-settled* può rivelarsi critica, soprattutto nei casi in cui quest'ultima consenta la costituzione di una partecipazione rilevante in società senza che il mercato ne sia informato (*undisclosed stake building*).

CFA Institute, attraverso il CFA Centre for Financial Market Integrity, si è espresso in merito alle *Large Ownership Positions*, indicando che le società dovrebbero fare *disclosure* degli accordi e delle transazioni in titoli che forniscono, a determinate entità, il controllo pari o superiore al 5% di tutti i diritti di voto. Tale comunicazione dovrebbe essere effettuata al termine della giornata in cui tali transazioni sono concluse. Il criterio che

¹ **Italian CFA Society (ICFAS)** presente in Italia dal 1999, è l'associazione senza scopo di lucro che raggruppa i professionisti che operano nel campo finanziario e che hanno scelto di condividere rigorosi standard di integrità, formazione ed eccellenza professionale. Tutti gli associati aderiscono al **Code of Ethics and Standards of Professional Conduct**, il codice di deontologia professionale promosso da CFA Institute. La maggior parte dei soci ha conseguito la qualifica di CFA (Chartered Financial Analyst), certificazione riconosciuta a livello internazionale quale gold standard di eccellenza professionale.

L'Associazione è affiliata **CFA Institute**, prestigiosa associazione che opera a livello internazionale al fine di sensibilizzare la comunità finanziaria sull'importanza di definire e sviluppare standard rigorosi di formazione, integrità ed eccellenza professionale.

CFA Institute amministra, a livello internazionale, i curricula e gli esami dei programmi educativi Chartered Financial Analyst (CFA) e Certificate in Investment Performance Measurement (CIPM). L'associazione promuove programmi di aggiornamento professionale e pubblicazioni quali il *Financial Analyst Journal*. Attraverso il **CFA Centre for Financial Market Integrity** prende posizioni sulle principali tematiche dei mercati dei capitali, sviluppa standard di condotta e codici di auto-disciplina al fine di promuovere i più elevati standard etici e professionali nella comunità finanziaria internazionale.

CFA Institute ha da poco celebrato il 60° anniversario dalla fondazione e attualmente è raggruppa più di 100,000 associati, presenti in 133 paesi del mondo. Nell'Unione Europea CFA Institute è presente con 20 Associazioni nazionali. Per ulteriori informazioni si vedano anche i siti www.cfainstitute.org e www.italiancfasociety.it.

supporta questa posizione è quello che rilevanti partecipazioni (*large ownership positions*) possono avere un'influenza significativa sul management della società, sulle sue regole di governance e, in quanto tale, avere impatti reali sull'interesse dell'azionista (*shareowner's interest*). E' importante che tutti i partecipanti al mercato siano messi a conoscenza di tali informazioni, senza ritardo, al fine di poter operare su un piano paritario.

Con riferimento alla problematica dell'*empty voting*, il CFA Centre for Financial Market Integrity si è espresso a sfavore della situazione di separazione dell'interesse economico dell'azionista rispetto al soggetto che esercita i diritti di voto.

L'*Official Position* in merito all'*Ownership of Voting Rights* dichiara che il soggetto i cui interessi economici sono a rischio, detiene anche il diritto di esercitare il voto, indipendentemente che la ownership sia costituita attraverso *depository receipts* o con diversa struttura. La posizione si basa sul criterio secondo cui la detenzione materiale delle azioni per conto altrui non fornisce all'intermediario l'autorità di voto sulle stesse, nel caso non vi siano dirette istruzioni da parte del soggetto il cui interesse è a rischio. In casi estremi, il lasciare completa libertà ai meri detentori potrebbe determinare un voto che risulti contrario all'interesse stesso del legittimo detentore di tale diritto.

Italian CFA Society condivide l'approccio di Consob in relazione all'apertura verso l'analisi degli orientamenti dei principali paesi europei e degli organismi di coordinamento internazionale. In particolare, essendo parte di un network internazionale di Associazioni operanti a livello locale, segnaliamo che la CFA Society of the UK è già intervenuta nel dibattito regolamentare² rispondendo alla consultazione promossa dalla FSA (Financial Service Authority) sulla tematica *Contracts for Difference*³.

Condividendo i principi espressi da CFA Centre for Financial Market Integrity nelle due *Official Positions*, Italian CFA Society ha predisposto le risposte indicate qui di seguito, ad alcune delle domande indicate nel questionario.

Ringraziando per l'opportunità di prendere parte a questa consultazione, cogliamo l'occasione per porgere i più cordiali saluti e Vi invitiamo a non esitare a contattarci nel caso riteniate opportuno un approfondimento delle nostre posizioni.

Italian CFA Society

² Risposta comune di CFA UK e CFA Centre, disponibile all'indirizzo:
http://www.cfauk.org/assets/166/CfD_Response_Final.pdf

³ FSA, *Consultation on Disclosure of Contracts for Difference*, Novembre 2007. Disponibile all'indirizzo:
<http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2007/114.shtml>

RISPOSTE AL QUESTIONARIO

La scelta di fondo in merito alla previsione di una specifica disciplina di trasparenza dei derivati *cash*.

Q1) Si ritiene opportuno che il problema dei derivati cash-settled sia affrontato attraverso la previsione di specifici obblighi di comunicazione per tali strumenti ovvero si ritiene che le problematiche connesse al loro utilizzo per possibili fini elusivi vadano affrontate esclusivamente attraverso l'enforcement (o l'eventuale rafforzamento) delle norme attuali?

Si ritiene opportuna la previsione di specifici obblighi di comunicazione e l'estensione dell'ambito di applicazione degli obblighi relativi alle partecipazioni rilevanti per comprendere anche le posizioni in derivati *cash*.

La scelta di un regime di trasparenza generalizzato o selettivo in base alle clausole contrattuali

Q3) Ritenete opportuna la previsione di un obbligo di informativa per tutti i contratti aventi ad oggetto azioni quotate siglati con clausola cash settlement o ritenete più opportuna la previsione di un safe harbour per quei contratti che escludano esplicitamente la possibilità di rinegoziazione dei termini di regolazione del contratto?

Si ritiene opportuna la previsione di una trasparenza generalizzata che preveda l'obbligo di informativa per tutti i contratti aventi ad oggetto azioni quotate siglati con clausola *cash settlement*.

Al fine di contenere gli oneri si consiglia di individuare opportune eccezioni, per le quali l'obbligo informativo venga affievolito o eliminato.

Q4) Nel caso in cui riteniate opportuna l'introduzione di un safe harbour, come ritenete debba essere strutturata una clausola di divieto di rinegoziazione delle modalità di settlement per essere efficace?

Non riteniamo che l'introduzione del *safe harbour* sia praticabile e soprattutto *enforceable*.

La definizione dei criteri di aggregazione delle varie componenti delle partecipazioni soggette ad obbligo di comunicazione

Q13) Quale delle opzioni sopra indicate ritenete preferibile? Perché?

Concordiamo che sia importante monitorare l'evoluzione del quadro regolamentare a livello internazionale al fine di non incorrere in uno svantaggio competitivo per il sistema italiano.

La soluzione di equilibrio, che contempra il mantenimento di comunicazioni disgiunte prevedendo una comunicazione aggiuntiva dell'interesse economico complessivamente detenuto al raggiungimento di una determinata soglia, riteniamo meriti una particolare considerazione.

La definizione dei casi di esenzione

Q17) Condividete l'estensione ai derivati cash-settled dei casi di esclusione previsti dalla direttiva?

Sì.