

Novembre 2014

Considerazioni preliminari sulla bozza finale di RTS dell'ESMA sugli obblighi di notifica dell'acquisizione di partecipazioni rilevanti in società quotate

Avv. Roberto Culicchi, Head of Equity Capital Markets, Hogan Lovells Studio Legale

Lo scorso 29 settembre 2014 l'ESMA ha pubblicato la bozza finale dei “*Regulatory Technical Standards*” (RTS) da adottarsi ai sensi della Direttiva 2004/109/EC (Direttiva Transparency o DT) con riguardo agli obblighi di notifica dell'acquisizione di partecipazioni rilevanti in società quotate.

L'intento della Direttiva Transparency è quello di armonizzare i requisiti e gli obblighi di trasparenza e *disclosure* che devono essere osservati nell'ambito delle negoziazioni (oltre certe soglie) di titoli di società che fanno ricorso ai mercati di capitali all'interno dell'UE.

La bozza finale degli RTS si pone proprio l'obiettivo di favorire la creazione di un regime armonizzato di notifiche, fornendo l'indicazione di specifici meccanismi di calcolo delle soglie di rilevanza, l'eventuale calcolo congiunto di azioni e strumenti finanziari partecipativi, nonché l'indicazione delle eventuali esenzioni applicabili.

Gli RTS si focalizzano in particolare sui seguenti aspetti:

- (i) metodi per il calcolo della soglia di notifica del 5%, anche ai fini dell'esenzione per soggetti che operano in conto proprio e come *market maker*;
- (ii) metodi di calcolo in relazione a basket di azioni o di un indice;
- (iii) metodi per determinare il “delta” ai fini del calcolo dei diritti di voto; e
- (iv) regime di notifica a carico degli intermediari finanziari in relazione agli strumenti finanziari per i quali si applichi l'obbligo di notifica.

In tal senso, il *Final Report* con gli esiti della consultazione precedentemente avviata dall'ESMA (e che include anche la bozza finale di RTS) contiene anche una lista

indicativa degli strumenti finanziari che saranno soggetti agli obblighi di notifica, ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Transparency e delle prerogative affidate all'ESMA.

Il *Final Report* dell'ESMA dovrà essere sottoposto entro il 27 novembre all'approvazione della Commissione Europea che avrà tre mesi di tempo per ratificarlo.

Ancorché l'esame di una proposta di regolamentazione così complessa non possa essere che demandata ad una successiva più approfondita analisi, segnaliamo alcuni punti meritevoli di considerazioni preliminari in relazione alla bozza di RTS proposta.

Metodi per il calcolo della soglia di notifica del 5% ai fini dell'esenzione per soggetti che operano come *market maker* o per i diritti di voto detenuti in un portafoglio di negoziazione

L'ESMA nel *Final Report* propone innanzitutto di confermare l'orientamento già espresso nel Documento di Consultazione di sottoporre ad un medesimo regime di esenzione sia le operazioni di acquisizione o cessione di partecipazioni rilevanti pari o superiori alla soglia del 5% effettuate da parte di soggetti che agiscono quali *market maker* sia le operazioni concernenti i diritti di voto detenuti da un ente creditizio o un'impresa di investimento in un portafoglio di negoziazione.

Con riferimento a questo tema, viene dall'ESMA in particolare ribadito come i requisiti organizzativi che caratterizzano l'assetto di soggetti deputati ad operare in qualità di *market maker* o che possiedano diritti di voto detenuti in un portafoglio di negoziazione siano sostanzialmente simili, non giustificandosi quindi alcun trattamento differenziato, anche in considerazione del fatto che per entrambe le attività ai fini dell'applicabilità dell'esenzione è richiesto il requisito della mancanza della capacità del soggetto che opera quale *market maker* o dell'ente creditizio o dell'impresa di investimento di utilizzare i diritti di voto per intervenire nella gestione dell'emittente interessato.

E' interessante anche osservare come l'ESMA confermi la volontà di procedere all'aggregazione dei diritti di voto detenuti direttamente o indirettamente ai sensi degli articoli 9 e 10 della DT con i diritti di voto connessi alla detenzione di strumenti finanziari di cui all'Articolo 13 della DT anche ai fini del calcolo delle partecipazioni rilevanti utili per determinare le eventuali esenzioni applicabili ai soggetti deputati ad operare in qualità di *market maker* o che possiedano diritti di voto detenuti in un portafoglio di negoziazione di cui all'articolo 9(5) e 9(6) della DT (cosiddetta *horizontal aggregation*).

Quanto invece alla cosiddetta *vertical aggregation* (vale a dire l'aggregazione delle partecipazioni rilevanti detenute da imprese a livello di gruppo) l'ESMA nel confermare la proposta di procedere a detta aggregazione chiarisce però che tale aggregazione può avvenire solo in senso ascensionale (e cioè dalla controllata alla controllante e mai viceversa). Così, ipotizzando che in una struttura di gruppo la Società A sia la

controllante ultima e che controlli la Società B, la quale a sua volta controlla la Società C, è la Società A che deve procedere alla notifica dell'esistenza di una partecipazione rilevante risultante dall'aggregazione a livello di gruppo delle partecipazioni delle Società A, B e C. Allo stesso tempo, la Società B dovrà applicare la stessa regola di aggregazione con riferimento alla partecipazione complessiva risultante dall'aggregazione a livello di gruppo delle partecipazioni della Società B e della Società C.

Si noti che, rigettando un'argomentazione avanzata dallo *Securities and Markets Stakeholder Group* (SMSG), secondo cui la bozza del RTS proposto non sarebbe applicabile ad un'impresa controllante che non sia un ente creditizio o un'impresa di investimento, l'ESMA ritiene che l'Articolo 10(e) della TD sia applicabile anche ad imprese controllanti che pur non essendo esse stesse istituti di credito o imprese di investimento – e dunque non essendo di per sé qualificate ad agire quali *market maker* o a detenere diritti di voto in un portafoglio di negoziazione - controllino comunque imprese di gruppo che rivestano tale qualifica.

Sul tema delle esenzioni previste per gli operatori *market maker* o per i soggetti che possiedano diritti di voto detenuti in un portafoglio di negoziazione, va segnalata anche una diversa presa di posizione finale dell'ESMA rispetto al precedente Documento di Consultazione.

Nel Documento di consultazione l'ESMA aveva infatti sostenuto che le disposizioni di cui agli Articoli 12(4) e 12(5) della TD (secondo cui l'impresa madre di una società di gestione non è tenuta ad aggregare le sue partecipazioni con le partecipazioni gestite dalla società di gestione, sempre che la società di gestione eserciti i diritti di voto indipendentemente dall'impresa madre – lo stesso criterio si applica nei confronti dei rapporti riguardanti le partecipazioni di una società madre e quelle di una società di investimento controllata) fossero applicabili anche alle esenzioni previste per i soggetti operanti in qualità di *market maker* o in relazione ai diritti di voto detenuti da un ente creditizio o un'impresa di investimento in un portafoglio di negoziazione (cosiddetta Option 2). In pratica l'ESMA aveva sostenuto che le partecipazioni detenute da un ente creditizio o un'impresa di investimento in un portafoglio di negoziazione non dovessero essere aggregate ad altre partecipazioni di gruppo a condizione che il requisito dell'indipendenza nell'esercizio del diritto di voto di cui sopra trovasse applicazione.

Nel *Final Report* l'ESMA invece ritorna sui propri passi per sposare la cosiddetta Option 1, secondo la quale l'accertamento della sussistenza del requisito dell'indipendenza tra società madre e società controllata nell'esercizio del diritto di voto è irrilevante, dal momento che le partecipazioni detenute da soggetti operanti in qualità di *market maker* o relative ai diritti di voto detenuti da un ente creditizio o un'impresa di investimento nel contesto di un portafoglio di negoziazione saranno sempre aggregate con le partecipazioni di gruppo secondo i principi di cui all'articolo 10(e) della TD.

Metodo di calcolo dei diritti di voto in relazione a strumenti finanziari collegati ad un paniere di azioni o ad un indice

E' nota la volontà del legislatore comunitario di catturare nell'ambito di applicazione della TD anche le nuove tipologie di strumenti finanziari creati dalla moderna innovazione finanziaria. Questi strumenti potrebbero infatti essere utilizzati per acquisire quote occulte di società, potendone quindi risultare abusi di mercato che potrebbero fornire una rappresentazione errata e fuorviante della proprietà economica delle società quotate.

In questo contesto particolarmente degna di menzione appare la proposta formulata dall'ESMA in relazione alle metodologie di calcolo dei diritti di voto in relazione a strumenti finanziari collegati ad un paniere di azioni o ad un indice.

Confermando l'orientamento già emerso in sede di Documento di Consultazione (ma riformulando con più precisione il *wording* dell'Articolo 4(1)(a) della bozza di RTS), l'ESMA precisa che, per l'ipotesi di strumenti finanziari soggetti agli obblighi di notifica di cui all'Articolo 13(1) della TD e che siano collegati ad un paniere di azioni o ad un indice, la metodologia di calcolo deve fare riferimento al peso delle azioni incluse nel paniere o collegate all'indice, subordinatamente al fatto che almeno una delle seguenti condizioni risulti verificata: (i) i diritti di voto relativi ad uno specifico emittente detenuti tramite strumenti finanziari collegati ad un determinato paniere o ad un indice rappresentino l'1% o più dei diritti di voto relativi alle azioni del suddetto emittente; o (ii) le azioni contenute nel paniere di riferimento o nell'indice rappresentino il 20% o più del valore degli strumenti finanziari contenuti nel paniere di riferimento o indice.

Metodi per determinare il “delta” ai fini del calcolo dei diritti di voto

L'approccio adottato dal legislatore con riguardo agli strumenti finanziari che prevedano un regolamento in contanti è noto.

Gli strumenti finanziari con effetto economico simile alla detenzione di azioni e al diritto di acquisirne che comportano regolamento in contanti devono essere calcolati mediante aggiustamento in base ad un coefficiente “delta”, moltiplicando il valore nozionale delle azioni sottostanti per il “delta” dello strumento. Il coefficiente “delta” indica quanto varierebbe il valore teorico dello strumento finanziario in caso di variazione del prezzo dello strumento sottostante.

Nel Documento di Consultazione l'ESMA aveva sostanzialmente proposto due diversi approcci per procedere alla determinazione del delta.

Il primo si sostanzialmente basava su un approccio di natura prescrittiva, in virtù del quale i diritti di voto avrebbero dovuto essere calcolati in base all'applicazione di una o più metodologie specifiche di aggiustamento del “delta”.

Secondo invece un diverso approccio, la determinazione del “delta” sarebbe invece dovuta avvenire sulla base dell’applicazione di principi generali.

L’articolo 5 della bozza finale di RTS sposa questa seconda opzione, prescrivendo che il numero dei diritti di voto relativi ad uno strumento finanziario che preveda un regolamento in contanti e che non presenti un profilo di *pay-off* simmetrico a quello delle azioni sottostanti debba essere calcolato mediante aggiustamento in base ad un coefficiente “delta” determinato facendo riferimento a principi e modelli di *pricing* generalmente riconosciuti. Il comma 3 dello stesso articolo 5 fornisce poi una definizione di principi e modelli di *pricing* generalmente riconosciuti, dovendosi con questo termine intendere un modello normalmente utilizzato dalla comunità finanziaria e sufficientemente robusto da includere una serie di elementi presi in considerazione per la valutazione dello strumento finanziario tra cui almeno i seguenti: tasso di interesse, pagamento dei dividendi, scadenza, volatilità e prezzo dell’azione sottostante.

Resta invece ferma la modalità di determinazione del delta in relazione al calcolo del numero dei diritti di voto relativi ad uno strumento finanziario che preveda un regolamento in contanti e che presenti un profilo di *pay-off* simmetrico a quello delle azioni sottostanti, laddove l’articolo 5(1) dei RTS prevede che nella determinazione del “delta” si utilizzi una *cash position* pari a 1.

Con l’articolo 6 della bozza di RTS l’ESMA conferma invece di ritenere le esenzioni di cui agli articolo 9, paragrafi 4, 5 e 6 e all’articolo 12, paragrafi 3, 4 e 5 della TD applicabili anche agli strumenti finanziari detenuti da una persona fisica o giuridica che esegue ordini ricevuti dai clienti, che risponde alle richieste del cliente di negoziare a titolo non proprietario o che copre le posizioni derivate da tali operazioni.

Criteria per l’individuazione degli strumenti finanziari di cui all’articolo 13(1)(b) della TD

Le caratteristiche che gli strumenti finanziari devono possedere per qualificarsi come strumenti che conferiscono al possessore il diritto incondizionato ad acquisire o la facoltà di acquisire azioni erano già contenute nella versione originaria della TD. Le modifiche introdotte dalla Direttiva 2013/50/EU del Parlamento e del Consiglio Europeo recante modifica alla TD hanno riguardato l’introduzione della categoria degli strumenti finanziari che hanno un effetto economico simile a quello del possesso di un’azione o del diritto di acquisire azioni. Da un punto di vista metodologico, l’ESMA ha dunque sposato l’approccio di seguire le definizioni di tali strumenti finanziari già contenute nella TD, limitandosi a sviluppare ulteriormente tali caratteristiche per includere anche gli strumenti finanziari che hanno un effetto economico simile a quello del possesso di un’azione o del diritto di acquisire azioni.

Sulla scorta di questo approccio di partenza, oltre agli strumenti finanziari di cui all’articolo 13(1ter) della TD, l’ESMA propone con l’Allegato VI al *Final Report* di far ricadere nella definizione di strumenti finanziari, a condizione che soddisfino i requisiti

di cui ai punti (a) e (b) del primo sottoparagrafo dell'Articolo 13(1) della TD, anche i seguenti strumenti:

- (a) obbligazioni convertibili o *exchangeable* in azioni già emesse;
- (b) strumenti finanziari collegati ad un paniere di azioni o ad un indice;
- (c) *warrants*;
- (d) *repurchase agreements*;
- (e) diritti di riacquisto di azioni concesse in prestito;
- (f) diritti di derivazione contrattuale relativi all'esercizio di diritti di prelazione;
- (g) contratti condizionati diversi dalle opzioni o dai contratti finanziari a termine standardizzati (*futures*);
- (h) strumenti finanziari ibridi;
- (i) combinazioni di strumenti finanziari;
- (j) patti parasociali aventi ad oggetto come sottostante strumenti finanziari di cui all'Articolo 13(1)(a) e (b) della TD.