



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE

COMUNICAZIONE DI CARATTERE GENERALE IN MATERIA DI OBBLIGHI DI TRASPARENZA DELLE PARTECIPAZIONI RILEVANTI RICONDUCIBILI AI *TRUST*

21 Giugno 2013

Le osservazioni al presente documento di consultazione dovranno pervenire entro il 5 luglio 2013 al seguente indirizzo:

C O N S O B
Divisione Strategie Regolamentari
Via G. B. Martini, n. 3
00198 ROMA

oppure *on-line* per il tramite del [SIPE – Sistema Integrato Per l’Esterno](#)

I commenti pervenuti saranno resi pubblici al termine della consultazione, salvo espressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della e-mail, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati.

* * *

Premessa

Nell’ambito dell’attività di vigilanza effettuata dalla Consob in relazione alle comunicazioni ex art. 120 del Tuf, sono emersi alcuni profili critici connessi all’operatività dei *trust* nel mercato dei capitali di rischio.

In particolare il ricorso all’istituto del *trust*, che nella maggior parte dei casi determina un effetto di segregazione patrimoniale, potrebbe essere finalizzato ad eludere la disciplina in materia di assetti proprietari per via dell’ambigua distribuzione dei poteri tra le varie figure del *trust* e delle ricadute sull’individuazione dell’effettivo soggetto cui imputare l’esercizio del diritto di voto legato alla partecipazione, al di là della mera titolarità della stessa, ingenerando fenomeni di proprietà occulta (*hidden ownership*).

Il depotenziamento della trasparenza degli assetti proprietari, a ben vedere, è solo uno dei possibili effetti pregiudizievoli per il mercato del ricorso ad istituti di tipo fiduciario.

A livello internazionale, il fenomeno è stato oggetto di particolare attenzione con riferimento alle politiche di contrasto del riciclaggio, del finanziamento del terrorismo e della proliferazione delle armi di distruzione di massa: nelle Raccomandazioni emanate dal Gruppo d’Azione Finanziaria

Internazionale (GAFI) o *Financial Action Task Force* (FATF)¹, di cui fa parte l'Italia, si invita la comunità internazionale ad adottare misure per impedire l'uso improprio di certi strumenti giuridici e assicurarsi che l'Autorità competente possa disporre tempestivamente di adeguate informazioni sul trust, ivi incluse le informazioni sul settlor, sul trustee e sui beneficiari².

La necessità di garantire al mercato un'adeguata informazione, che vada al di là della formale rappresentazione degli assetti proprietari quali risultanti a seguito della mera comunicazione della partecipazione rilevante ai sensi dell'art. 120 del Tuf, ha indotto la Consob ad effettuare approfondimenti sul fenomeno e a considerare l'eterogeneità delle caratteristiche che lo stesso può assumere nei diversi ordinamenti giuridici che lo prevedono, al fine di individuare gli elementi conoscitivi necessari per una corretta rappresentazione degli assetti proprietari degli emittenti quotati.

1. *I trust: il fenomeno.*

Il trust è un istituto che affonda le sue radici negli ordinamenti di *common law* e che, secondo il suo schema generale, comporta un trasferimento fiduciario di beni e diritti da un soggetto (*settlor*) ad un altro (*trustee*), che li amministra in favore di terzi soggetti (*beneficiaries*), ovvero per un determinato scopo, secondo quanto stabilito nell'atto costitutivo del trust (*deed of trust*) e secondo i propositi e i desideri del *settlor* (espressi nella *letter of wishes*).

Non sempre la struttura del trust è trilatera. Può accadere, infatti, che il *settlor* designi se stesso come *trustee* (cosa che avviene nella c.d. *declaration of trust*, in cui non ha, dunque, luogo alcun trasferimento della proprietà), oppure come *beneficiary*; o ancora può accadere che i beneficiari non siano individuati, perché è rimesso al *trustee* il potere discrezionale di individuarli (come avviene normalmente nei cc.dd. *charitable trust*).

D'altro lato, la struttura del trust può divenire quadrilatera mediante l'inserimento nella sua organizzazione della figura del *protector* (o guardiano), il quale controlla la gestione fiduciaria e vigila sulla fedeltà e sulla diligenza del *trustee*. Si osserva che i poteri affidati al *protector* possono influenzare in modo significativo l'effettivo potere-dovere del *trustee* di amministrare e disporre dei beni in trust. Se essi dovessero risultare troppo ampi, infatti, potrebbero anche inficiare l'esistenza stessa del trust, in quanto il ruolo del *trustee* verrebbe depotenziato a favore di un controllo in via indiretta da parte del disponente attraverso il *protector*.

La struttura dell'istituto è tale da creare uno sdoppiamento della proprietà sconosciuto agli

¹ Costituito nel 1989 in occasione del G7 di Parigi, il *Financial Action Task Force* (FATF) è un organismo intergovernativo che ha per scopo l'elaborazione e lo sviluppo di strategie di lotta al riciclaggio dei capitali di origine illecita e, dal 2001, anche di prevenzione del finanziamento al terrorismo. Nel 2008, il mandato del GAFI è stato esteso anche al contrasto del finanziamento della proliferazione di armi di distruzione di massa.

Del Gruppo fanno parte 38 membri in rappresentanza di stati e organizzazioni regionali che corrispondono ai principali centri finanziari internazionali, tra cui i principali Stati membri dell'UE e la Commissione Europea, nonché i più rilevanti organismi finanziari internazionali e del settore (tra i quali FMI, Banca Mondiale, ECB, Nazioni Unite, Europol, Egmont).

² Cfr. par. R34 delle *Raccomandations (Transparency and beneficial ownership of legal arrangements)*, nella versione vigente al febbraio 2012: "Countries should take measures to prevent the misuse of legal arrangements for money laundering or terrorist financing. In particular, countries should ensure that there is adequate, accurate and timely information on express trusts, including information on the settlor, trustee and beneficiaries, that can be obtained or accessed in a timely fashion by competent authorities".

ordinamenti di *civil law*: da una parte quella formale (*legal estate*), appartenente al *trustee*, dall'altra quella sostanziale (*equitable estate*), spettante al beneficiario.

L'effetto principale che il *trust* produce è rappresentato dalla c.d. "segregazione patrimoniale"; i beni conferiti in *trust* vanno, infatti, a costituire un patrimonio separato dagli altri beni che compongono il patrimonio del *trustee*, come anche dal patrimonio del disponente e del beneficiario.

Lo schema del *trust* si specifica in una serie di schemi diversificati a seconda dei diversi scopi che possono essere perseguiti. A rigore, quindi, si dovrebbe parlare di *trust* al plurale perché la concreta disciplina si riferisce a ciascuna singola figura. Proprio per rispondere ai vari bisogni, la pratica ha sviluppato numerosi tipi di *trust*. In particolare, un *trust* può essere revocabile o irrevocabile: nel primo, diversamente dal secondo, è consentito al disponente di riacquisire in ogni momento la proprietà dei beni conferiti.

Si suole, poi, distinguere tra *trust* discrezionale o fisso. La differenza tra queste due tipologie di *trust* consiste nella determinazione del beneficiario; in particolare, nel primo non vi è una indicazione specifica dello stesso, benché l'atto istitutivo del *trust* per essere valido debba, comunque, delimitare una categoria o una classe all'interno della quale il *trustee* avrà la discrezionalità di scegliere. Nel *trust* fisso, invece, il disponente ha già fatto la sua scelta, individuando uno o più beneficiari specifici (e non più modificabili né revocabili).

L'Italia ha ratificato la Convenzione de L'Aja del 1985 e l'ha resa esecutiva mediante la legge 16 ottobre 1989, n. 364, entrata in vigore il 1° gennaio 1992. Da quest'ultima data, per conseguenza, il *trust* è divenuto istituto riconosciuto nel nostro ordinamento. In particolare, essa non riguarda tutte le applicazioni dello schema del *trust*, ma solo quei tipi di *trust* che, sul piano fattuale, operano sui mercati transnazionali. Poiché la Convenzione, come si evince chiaramente dagli artt. 1 e 11, "è universale", il riconoscimento è dovuto in Italia a tutti i *trust* cui sia applicabile il diritto di uno stato che li prevede, salvi i limiti espressamente indicati nella medesima Convenzione³.

Come è emerso dalla ricostruzione sopra rappresentata, le criticità relative ai *trust* sono di due tipi: la prima riguarda l'impossibilità di fornire una definizione onnicomprensiva del fenomeno, in considerazione della varietà delle caratteristiche che l'istituto può assumere nei diversi ordinamenti giuridici che lo prevedono; al riguardo, neppure gli studiosi di *common law* sembrano aver trovato una soluzione univoca in termini definitivi e la stessa Convenzione, al fine di abbracciare nella sua interezza il fenomeno, ha definito soltanto le caratteristiche essenziali del *trust*⁴.

³ La Convenzione si atteggia a disciplina di diritto internazionale privato e come tale è volta a risolvere conflitti di legge nello spazio. Una volta individuata la legge applicabile in base ai criteri nella medesima espressi, essa regola la validità, l'interpretazione, gli effetti, l'amministrazione del *trust* nonché altri aspetti come nomina, revoca e poteri del *trustee*, modifica e cessazione del *trust*, rapporti tra *trustee* e beneficiario. L'art. 15 della Convenzione pone, tuttavia, un'importante argine all'operatività dei *trust* nei paesi firmatari, rimarcando l'inderogabilità di alcune norme della *lex fori*. Le principali riguardano la tutela degli incapaci, dei creditori e dei terzi in buona fede, gli effetti del matrimonio, la legittima in materia di successioni, le norme imperative particolari derivanti dalla tutela del cd. ordine pubblico.

⁴ L'articolo 2 della Convenzione sancisce che: "Ai fini della presente Convenzione, per *trust* s'intendono i rapporti giuridici istituiti da una persona, il disponente – con atto tra vivi o mortis causa – qualora dei beni siano stati posti sotto il controllo di un *trustee* nell'interesse di un beneficiario o per un fine determinato. Il *trust* è caratterizzato dai seguenti elementi:

La seconda criticità attiene alla circostanza che su un medesimo bene vengono a coesistere due diversi diritti di proprietà in capo ad altrettanti diversi soggetti⁵.

Empiricamente, sono state rilevate ulteriori problematiche riferibili (a) alla commistione tra soggetti coinvolti, a vario titolo, nel trust ed esponenti aziendali delle società della catena partecipativa, talvolta particolarmente lunga, all'interno della quale il trust è collocato; nonché (b) alla non sempre chiara ripartizione dei poteri tra le figure tipiche del trust che sembrerebbe poter celare una finalità elusiva della normativa in materia di assetti proprietari attraverso la creazione di schermi giuridici.

2. Trasparenza degli assetti proprietari – Profili di criticità

Con riferimento alla figura del *trust* che detiene partecipazioni rilevanti, la Consob ha preso posizione con la Comunicazione n. DAL/RM/96004904 del 27 maggio 1996, stabilendo che, in riferimento agli obblighi di partecipazioni rilevanti, *“essendo il trustee certamente titolare diretto della partecipazione azionaria munita di diritti di voto, egli diviene «il soggetto cui tali beni e tali diritti fanno capo» (...)”*.

Tenuto conto dei problematici profili del trust in punto di diritto e nei risvolti applicativi nonché alla luce della sempre più frequente ricorrenza di tale istituto nella compagine azionaria degli emittenti quotati in Italia, la predetta Comunicazione non riesce in taluni casi ad attenuare l'opacità insita nel predetto fenomeno giuridico.

L'allocazione dell'obbligo di comunicazione in capo al *trustee*, per quanto corretta – essendo lo stesso in diretto rapporto con i beni conferiti al *trust* e il titolare dell'esercizio del diritto di voto relativo alla partecipazione rilevante – deve necessariamente essere accompagnata da ulteriori informazioni in grado di permettere al mercato di apprezzare il reale funzionamento del *trust* ovvero l'effettivo ruolo svolto dai “protagonisti” del medesimo (*trustee*, *settlor*, *protector* e beneficiario).

* * *

a) i beni in trust costituiscono una massa distinta e non sono parte del patrimonio del trustee;

b) i beni in trust sono intestati al trustee o ad un'altra persona per conto del trustee;

c) il trustee è investito del potere e onerato dell'obbligo, di cui deve rendere conto, di amministrare, gestire o disporre dei beni in conformità alle disposizioni del trust e secondo le norme imposte dalla legge al trustee.

Il fatto che il disponente conservi alcuni diritti e facoltà o che il trustee abbia alcuni diritti in qualità di beneficiario non è necessariamente incompatibile con l'esistenza di un trust.”

⁵ Si tratta dei diritti di “*legal ownership*” (o “*legal estate*”) e di “*real ownership*” (o “*equitable estate*”). La prima può riconoscersi in capo al *trustee* al quale sono trasferiti i beni del *trust*; la seconda è riferita al beneficiario che acquista la proprietà cd. equitativa dei beni in *trust*. Si assiste, pertanto, ad un frazionamento del diritto di proprietà fra *trustee* e beneficiario, che fa nascere su un medesimo bene interessi e diritti differenti. Il diritto del *trustee* si avvicina ad un diritto di amministrazione e disposizione, mentre quello del beneficiario corrisponde, piuttosto, a un diritto di godimento sui beni in *trust*.

Conclusioni: proposta di comunicazione generale ai sensi degli articoli 114, comma 5, e 115, comma 2, del Tuf.

La necessità di garantire al mercato un'adeguata informazione che vada oltre la formale rappresentazione, basata su fenomeni di natura meramente interpositiva, è insita nella stessa disciplina degli assetti proprietari, laddove l'obbligo di comunicazione grava anche su interposte persone, fiduciari, società controllate, sia pure laddove essi siano titolari di azioni (cfr. art. 118, comma 3, del Regolamento Emittenti).

La costituzione di un *trust*, con la conseguente formale titolarità della partecipazione in capo al *trustee*, potrebbe assumere una finalità elusiva, allorché i reali processi decisionali, o importanti poteri di interferenza, relativi all'esercizio del diritto di voto legato alla partecipazione, siano allocati in capo ad altri soggetti del *trust*, determinando così una separazione tra titolarità formale e titolarità reale della partecipazione.

Per tali motivi, è orientamento della Commissione emanare una comunicazione di carattere generale che, tenuto conto dei susposti profili di criticità della trasparenza dei reali assetti proprietari delle società emittenti azioni ammesse alle negoziazioni, aventi l'Italia come Stato membro d'origine, imponga, ai sensi dell'art. 115, comma 2, del Tuf, ai *trustees* che detengono una partecipazione rilevante nel capitale o che partecipano a un patto parasociale rilevante ai sensi dall'articolo 122 del Tuf in tali emittenti, l'obbligo di comunicare alla Consob, contestualmente all'invio della comunicazione ai sensi dell'articolo 120 del Tuf, le seguenti ulteriori informazioni:

- l'identità dei beneficiari, del *settlor*, del *protector* (laddove presente) o del legale rappresentante;
- gli eventuali poteri di intervento nella gestione della partecipazione assegnati dall'atto costitutivo a soggetti diversi dal *trustee*;
- natura del *trust*;
- le eventuali sovrapposizioni tra i soggetti (persone fisiche e giuridiche) coinvolti nel *trust* in qualità di beneficiario, *settlor*, *trustee* o *protector* e i soggetti (persone fisiche e giuridiche) che fanno parte della catena partecipativa che fa capo al *trust*, ovvero del gruppo in cui il medesimo è inserito, nonché coloro che rivestono funzioni apicali, di qualsiasi tipo, in tali contesti.

La Consob provvederà a pubblicare nel proprio sito *internet*, secondo quanto previsto dall'articolo 114, comma 5, del Tuf, gli elementi informativi necessari per una corretta trasparenza degli assetti proprietari, al fine di tutelare gli investitori e garantire il regolare funzionamento del mercato.