

## NUOVE DISPOSIZIONI IN TEMA DI OBBLIGHI DI TRASPARENZA IN MATERIA DI PARTECIPAZIONI RILEVANTI E DI “DICHIARAZIONI DI INTENZIONI”.

di BIANCA MARIA SCARABELLI\*

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. L’articolo 120 del T.U.F. – 3. Il contenuto dell’articolo 17 del Decreto Liquidità e l’intervento della Consob: contenuto, *ratio* e ambito di applicazione. – 4. L’abbassamento delle soglie da parte di Consob in materia di partecipazioni rilevanti. – 5. Le modifiche in tema di dichiarazioni di intenzioni . – 6. Considerazioni critiche e conclusive.

### 1. Introduzione.

Tra le norme che il legislatore emergenziale ha inserito nel c.d. D.l. Liquidità (il D.l. 8 aprile 2020, n. 23, recante “*Misure urgenti in materia di accesso al credito e di adempimenti fiscali per le imprese, di poteri speciali nei settori strategici, nonché interventi in materia di salute e lavoro, di proroga di termini amministrativi e processuali*”)<sup>1</sup>, vi è anche l’articolo 17 (rubricato “*Modifiche all'articolo 120 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58*”) che ha introdotto alcune modifiche all’art. 120 del Testo Unico della Finanza. Tale provvedimento è intervenuto in due diverse direzioni: in primo luogo, ha modificato il secondo comma 2–*bis* della citata norma del

---

\* Dottoranda di ricerca in Diritto Commerciale – Università commerciale “L.Bocconi”.

<sup>1</sup> Pubblicato in Gazzetta Ufficiale in pari data. Tali misure come noto, si aggiungono al D.l. 2 marzo 2020, n. 9, recante “*Misure urgenti di sostegno per famiglie, lavoratori e imprese connesse all'emergenza epidemiologica da COVID-19*” ed al c.d. decreto Cura Italia (D.l. 17 marzo 2020, n. 18, recante “*Misure di potenziamento del Servizio sanitario nazionale e di sostegno economico per famiglie, lavoratori e imprese connesse all'emergenza epidemiologica da COVID-19*”), quest’ultimo in corso di conversione al momento delle redazioni del presente elaborato.

T.U.F., sopprimendo espressamente le parole “*ad elevato valore corrente di mercato*”. In secondo luogo, ha modificato il comma 4-*bis* del medesimo articolo, stabilendo che la Consob possa prevedere, con provvedimento motivato da esigenze di tutela degli investitori, nonché di efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato di capitali e per un limitato periodo di tempo, una soglia del 5% per società ad azionariato particolarmente diffuso.

Tale previsione si inserisce tra le altre norme del Decreto Liquidità assunte, come è già stato sottolineato<sup>2</sup>, nel contesto emergenziale dovuto dalla diffusione del virus COVID-19, a tutela dell'economia nazionale e contro la crisi economica causata anche della forzata interruzione della produzione per numerose imprese nazionali<sup>3</sup>. Nello specifico il citato articolo 17 del Decreto Liquidità fa parte di quelle misure adottate a tutela delle imprese con capitale diffuso per garantire che nel periodo di grave incertezza sia assicurato l'attuale controllo, contro possibili scalate ostili e operazioni di *takeovers* da parte di soggetti esterni alla compagine sociale<sup>4</sup>.

## 2. L'articolo 120 del T.U.F.

L'art. 120 del T.U.F., come è noto<sup>5</sup>, detta la disciplina per le comunicazioni obbligatorie nei confronti dell'Autorità da parte

---

<sup>2</sup> Si veda in tal senso, *ex multis*, I.POLLASTRO, *La tutela delle imprese italiane: tra misure adottate (golden power) e misure suggerite (voto maggiorato)*, in *Crisi di Impresa e Insolvenza*, reperibile sul sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 10 aprile 2020, 1 ss.

<sup>3</sup> Come è noto infatti, il decreto in commento ha introdotto numerose misure a sostegno della liquidità, in tema di crisi della società e infine ha rafforzato alcuni poteri spettanti allo Stato nei settori di rilevanza strategica (*golden power*).

<sup>4</sup> Così anche il CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *Documento Di Ricerca, Le Novità Dei Decreti Sull'emergenza Da Covid-19 (D.L. "Cura Italia" N. 18/2020 E D.L. "Liquidità" N. 23/2020)*, 15 aprile 2020, 127, reperibile sul sito della Fondazione Nazionale Commercialisti (<https://www.fondazione nazionalecommercialisti.it/node/1442>), il quale ricorda come anche la normativa *golden power* sia finalizzata a salvaguardare gli assetti delle imprese operanti nei settori strategici e nevralgici dell'economia nazionale.

<sup>5</sup> Non è certo possibile in questa sede un'analisi puntuale e sistematica del contenuto dell'art. 120 del T.U.F. del quale si cercherà di delineare solamente i caratteri pertinenti alla presente trattazione. Per una disamina completa dello stesso si vedano, senza pretesa di completezza: G.F.CAMPOBASSO, *Art. 120*, in *Testo Unico della finanza. Commentario*, diretto da G.F. Campobasso, Torino,

di chi partecipa a un emittente con azioni quotate, avente l'Italia come Stato membro d'origine, in misura superiore al tre per cento del capitale sociale (inteso come capitale rappresentato da azioni con diritto di voto<sup>6</sup>), salvo il caso in cui l'emittente sia una PMI, per le quali la soglia è posta al cinque per cento. La norma si inerisce nel *corpus* normativo che delinea il sistema di trasparenza del mercato con il duplice obiettivo di rendere note le reali posizioni di potere dei maggiori azionisti delle società quotate, nonché quello di assicurare la trasparenza degli assetti proprietari dei gruppi<sup>7</sup>. L'art. 120 stabilisce, al quarto comma,

---

2002-V, II, 976; F.CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario*, Padova 2020, 38 ss.; M.C.CORRADI, *Sub art. 120*, in *Commentario T.u.f.* a cura di F. Vella, Torino, 2012, Tomo II, 1244; V.DONATIVI, *Obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti*, in AA.VV., *La nuova disciplina delle partecipazioni sociali nelle società quotate*, 1999, 13; M.GARGANTINI, *Art. 120*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Milano, 2016, 3818 ss.; A.GIANNELLI, *Art. 120*, in *La disciplina delle società quotate nel Tuf. Commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di Marchetti - Bianchi, I, Milano, 1999, 772; P.GIUDICI, *Art. 120*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini-G. Gasparri, Torino, 2012, 2327; R.MAVIGLIA, *Art. 120*, in *Il testo Unico della intermediazione finanziaria. Commentario al DL 24 febbraio 1998, n. 58*, diretto da Rabitti Bedogni, Milano, 1998, 638; P.MONTALENTI, *La società per azioni quotata*, in *Le nuove s.p.a.*, diretto da O. Cagnasso - L. Panzani, Torino, 2010, 1815; M.G.PAOLUCCI, *Art. 120, Disciplina delle società con azioni quotate*, in *NLCC*, 2001, 51; G.SANDRELLI, *Note sulla disciplina "anti-scorrerie"*, in *Rivista delle Società*, fasc.1, 1 febbraio 2018, 186 ss.; G.SANDRELLI, *La trasparenza delle partecipazioni azionarie: questioni e prospettive dopo il recepimento della direttiva transparency*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*, Milano, 2011, 555 ss.; **D.U.SANTOSUOSSO**, *Prima lettura del nuovo comma 4-bis dell'art. 120 Tuf (sulla accresciuta trasparenza relativa alle acquisizioni di partecipazioni di società quotate nel contesto europeo e internazionale)*, in *Rivista di diritto societario*, 2017 fasc. 4, 1287; G.SBISA`, *Art. 120*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, diretto da Alpa - Capriglione, Padova, 1998, 1112.

<sup>6</sup> Il testo di legge specifica che nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto o hanno previsto l'emissione di azioni a voto plurimo, per capitale si intende il numero complessivo dei diritti di voto.

<sup>7</sup> Così, G.FERRI, *Partecipazione rilevante (voce)*, in *Enc. dir.*, XXXII, Milano, 1982, 22 s. Le norme sulla trasparenza proprietaria e sulle dichiarazioni di intenzioni contenute nell'articolo 120 del T.U.F. sono state oggetto di armonizzazione europea (si vedano la Direttiva 2013/50/UE del 22 ottobre 2013, recante modifiche alla precedente direttiva 2004/109/CE, c.d. direttiva *Transparency*, sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato) con la conseguenza che numerosi altri ordinamenti, come quello francese e quello tedesco, contemplano una specifica normativa in tema. Per alcuni spunti comparatistici nei vari ordinamenti europei, si veda. R.VEIL (a cura di), *European Capital Markets Law*, Oxford, 2017, 424 ss.

che la Consob, tenuto anche conto delle caratteristiche degli investitori, provvede a stabilire, con regolamento, tra le altre cose, anche le variazioni delle partecipazioni che comportano obbligo di comunicazione, i criteri per il calcolo delle partecipazioni stesse, il contenuto, le modalità ed i termini delle comunicazioni e dell'informazione del pubblico, unitamente alle eventuali deroghe, nonché le ipotesi di esenzione dall'applicazione delle presenti disposizioni<sup>8</sup>. Da ultimo, il legislatore, al quinto comma, sanziona l'omissione delle comunicazioni predette con la sospensione dell'esercizio del diritto di voto inerente alle azioni quotate o agli strumenti finanziari per i quali sono state omesse.

La norma, rispetto al suo impianto originario, ha subito una diversa serie di modifiche legislative<sup>9</sup>, tra cui quella ad opera dell'art. 7, comma 3-*quinqüies* della legge 9 aprile 2009, n. 33, di conversione del D.l. n. 5 del 2009, recante “*Misure urgenti a sostegno dei settori industriali in crisi*”, che aveva introdotto il comma 2-*bis*. Tale modifica legislativa, che a sua volta è stata oggetto del recente intervento emergenziale ad opera del Decreto Liquidità, aveva attribuito, nella sua formulazione originaria, il potere alla Consob di prevedere per un limitato periodo di tempo, con provvedimento motivato da esigenze di tutela degli investitori, nonché di efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali, soglie inferiori a quelle indicate (rispettivamente del 3% e del 5%) per società ad elevato valore corrente di mercato e ad azionariato particolarmente diffuso. La volontà del legislatore era stata quella di introdurre nell'ordinamento strumenti di difesa del controllo azionario delle società contro manovre speculative, prevenendo scalate ostili in una fase del mercato caratterizzata da corsi azionari molto al disotto della media e tali da consentire

---

<sup>8</sup> La normativa secondaria, tramite l'allegato 3 al Regolamento Emittenti, ha altresì richiesto che sia indicato nel verbale dell'assemblea l'elenco nominativo dei soggetti che partecipano, direttamente o indirettamente in misura rilevante ai sensi dell'articolo 120 T.U.F.

<sup>9</sup> Rilevante per esempio la modificazione e susseguente abrogazione del terzo comma dapprima modificato dall'art. 1 del D.Lgs. n. 195 del 6.11.2007 e poi abrogato dall'art. 1 del D.Lgs. n. 184 dell'11.10.2012, il quale prevedeva che gli emittenti azioni quotate aventi l'Italia come Stato membro d'origine che partecipano in misura superiore al dieci per cento del capitale in una società con azioni non quotate o in una società a responsabilità limitata, anche estere, ne dessero comunicazione alla società partecipata e alla Consob.

a terzi di acquisire con un livello minimo di capitale quote di controllo delle società<sup>10</sup>. Successivamente, l'articolo 13 del decreto-legge 16 ottobre 2017, n. 148, convertito con legge 4 dicembre 2017, n. 172 (recante “*Disposizioni urgenti in materia finanziaria e per esigenze indifferibili. Modifica alla disciplina dell'estinzione del reato per condotte riparatorie*”, C.d. “*Decreto fiscale*”) aveva introdotto il comma 4-*bis* nell'art. 120 T.U.F., denominato significativamente “*norma antiscorriere*” o “*dichiarazione di intenzione*”<sup>11</sup>, con la finalità di incrementare il livello di trasparenza del mercato e salvaguardare il suo corretto funzionamento<sup>12</sup>. Il comma, che è stato anch'esso oggetto di integrazione da parte del Decreto Liquidità, aveva stabilito, nella sua formulazione originaria, che, in occasione dell'acquisto di una partecipazione in emittenti quotati pari o superiore alle soglie del 10 per cento, 20 per cento e 25 per cento del relativo capitale, l'acquirente dovesse dichiarare gli obiettivi che aveva intenzione di perseguire nel corso dei sei mesi successivi all'operazione. Andavano in particolare specificate le modalità di finanziamento dell'acquisizione, l'eventuale azione in concerto con altro soggetto, la possibile volontà di proseguire la campagna di acquisti, nonché l'intenzione di ottenere il controllo dell'emittente o esercitare un'influenza sulla gestione della stessa e la conseguente indicazione della strategia da adottare e delle operazioni per metterla in opera. L'obbligo di

---

<sup>10</sup> Così espressamente la Scheda di Lettura predisposta al Senato dopo l'inserimento della norma stessa ad opera della Camera dei deputati.

<sup>11</sup> Come è stato osservato (G.SANDRELLI, *Note sulla disciplina “antiscorriere”*, cit., 186 ss.), il termine non è stato solo utilizzato nel contesto giornalistico: anzi, lo stesso compare nel titolo di un *Appunto* del Ministero dello Sviluppo Economico (“*Norma antiscorriere – Appunto*”) nella *Relazione Illustrativa* al provvedimento, entrambi a cura dell'Ufficio legislativo del Ministero dello Sviluppo Economico e disponibili *online*.

<sup>12</sup> La citata *Relazione Illustrativa*, alla nota 3, sottolinea che tra le ragioni che hanno giustificato l'introduzione della norma infatti vi sono state la situazione di volatilità dei corsi azionari, nonché il “*disallineamento tra prezzi di mercato e i valori fondamentali delle società emittenti*”, in un momento storico in cui il “*disvelamento delle finalità [...] delle acquisizioni di partecipazioni azionarie significative e delle strategie industriali e finanziarie ad esse collegate [avrebbe contribuito] a realizzare condizioni di maggiore efficienza del mercato dei titoli azionari*”. Similmente, il comunicato stampa del Consiglio dei Ministri, n. 50 del 13 ottobre 2017 ha individuato la *ratio* della norma nel “*migliorare il grado di trasparenza e salvaguardare il corretto funzionamento del mercato, accrescendo il livello di informazione degli stakeholder nelle operazioni di acquisizione societarie*”.

comunicazione riguardava, sempre nella formulazione originaria del testo, le intenzioni dell'acquirente in relazione a eventuali patti parasociali, la possibile integrazione o revoca degli organi amministrativi o di controllo dell'emittente e infine ogni variazione delle suddette circostanze nel corso del semestre successivo. Con riferimento ai predetti obblighi, il legislatore aveva già attribuito alla Consob il potere di individuare i casi di esenzione dagli obblighi dichiarativi, tenendo conto delle caratteristiche del soggetto dichiarante o della società *target*.

### **3. Il contenuto dell'articolo 17 del Decreto Liquidità e l'intervento della Consob: contenuto, *ratio* e ambito di applicazione**

Il Decreto Liquidità, come si è anticipato, è intervenuto su due fronti. Con riferimento al primo, ha eliminato dal comma 2-*bis* dell'articolo 120 l'inciso “*ad elevato valore corrente di mercato*”, di fatto ampliando la possibilità di previsione di obblighi di comunicazione per le partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art. 120 T.U.F. anche per società che non hanno un elevato valore corrente di mercato, ma solamente un azionariato particolarmente diffuso. Ciò ha come conseguenza, infatti, quella di consentire alla Consob di prevedere soglie per gli obblighi di comunicazione inferiori a quelle del 3% e del 5% (per le PMI) indicate dall'articolo 120, comma 2, T.U.F. Quanto alla *ratio* della modifica legislativa, la *Relazione Illustrativa* al Decreto Liquidità<sup>13</sup>, fa propria la già citata giustificazione dell'introduzione nel 2009 del comma 2-*bis* dell'art. 120, ovvero l'adozione di strumenti di difesa del controllo azionario da manovre speculative e scalate ostili in una fase del mercato caratterizzata da forte instabilità. Infatti, nel contesto attuale di “*forti turbolenze di mercato [...] conseguenti alla diffusione dell'epidemia da COVID-19*”<sup>14</sup>, il legislatore emergenziale ha ritenuto che tale *ratio* tutelante vada estesa, non soltanto alle società che presentino il duplice carattere dell'elevato valore corrente di mercato e dell'azionariato particolarmente diffuso, ma anche alle sole società ad azionariato diffuso, al fine di

---

<sup>13</sup> La *Relazione Illustrativa* al Decreto Liquidità, Art. 17, 16 ss. è disponibile online.

<sup>14</sup> Così letteralmente la *Relazione Illustrativa*, Art. 17, 16 ss.

tutelare gli investitori e garantire l'efficienza e la trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali. L'attenzione è volta alle piccole e medie imprese con azioni quotate e non solo a società di grandi dimensioni, che avrebbero trovato comunque tutela contro il cambio di controllo ostile, anche senza l'intervento legislativo<sup>15</sup>. Pertanto, il legislatore emergenziale ha ritenuto opportuno, fermo il riferimento alle società ad azionariato particolarmente diffuso, rimuovere il richiamo a quelle a elevato valore corrente di mercato, per tutelare anche soggetti che non presentino elevata capitalizzazione di mercato. La *Relazione Illustrativa* sottolinea come l'eliminazione sia dovuta anche alle difficoltà applicative connesse all'individuazione di un valore corrente di mercato che possa qualificarsi come "elevato" in un periodo di alta volatilità dei corsi azionari, come quello che sta attraversando il mercato nazionale<sup>16</sup>.

In secondo luogo, il citato intervento normativo ha ampliato le previsioni già in vigore del comma 4-*bis* dell'art. 120 T.U.F., stabilendo che la Consob possa, con provvedimento motivato, prevedere per esigenze di tutela degli investitori, di efficienza e trasparenza, per un limitato periodo di tempo e in aggiunta alle soglie indicate nel primo periodo del comma 4-*bis* dell'art. 120 del T.U.F., una soglia del 5% per le società individuate come ad azionariato particolarmente diffuso. L'esegesi di tale intervento emergenziale, che ricalca il contenuto del comma 2-*bis* quanto a presupposti e formulazione, non può prescindere, come sottolineato anche in questo caso dalla *Relazione Illustrativa*, dalla valutazione storica del comma "antiscorrerie" introdotto per salvaguardare il corretto funzionamento del mercato, accrescendo il livello di informazione nel caso di operazioni di acquisizioni con l'obbligo per l'acquirente di indicare chiaramente al mercato le proprie intenzioni rispetto all'acquisto. Nella situazione di estrema volatilità in cui si trova

---

<sup>15</sup> A conferma di ciò infatti, si veda la delibera n. 21304 del 17 marzo 2020 di Consob, di cui *infra*, la quale era già intervenuta a tutela delle imprese che presentavano il doppio requisito dell'elevato valore corrente di mercato e dell'azionariato particolarmente diffuso, abbassando la soglia al 5% in virtù del comma 2-*bis* dell'articolo 120.

<sup>16</sup> Tale ultima argomentazione, a modesto parere di chi scrive, non pare pertinente, in quanto la difficoltà interpretativa sembrava già essere stata risolta dalla Consob stessa, secondo il criterio individuato dalla già citata delibera n. 21304 del 17 marzo 2020, di cui *infra*.

il mercato attuale e al fine di assicurarne efficienza e trasparenza, il legislatore ha pertanto ritenuto opportuno attribuire alla Consob il potere di individuare una soglia inferiore a quelle già indicate del 10%, del 20% e del 25%, per l'obbligo di comunicazione delle intenzioni dell'acquirente.

In virtù dell'espressa previsione dei novellati commi 2-*bis* e 4-*bis* dell'art. 120 T.U.F., pochi giorni orsono, la Consob, con le delibere n. 21326 e n. 21327 del 9 aprile 2020<sup>17</sup>, come indicato nel comunicato stampa del 10 aprile 2020<sup>18</sup>, è intervenuta per abbassare le soglie previste per gli obblighi di informativa all'Autorità per le società con azionariato particolarmente diffuso. Tali provvedimenti si sono giovati del potere conferito alla Consob dal legislatore di abbassare le soglie che fanno scattare l'obbligo di comunicazione, con l'intento di rafforzare la trasparenza sia dell'obbligo di informativa della variazione di partecipazioni rilevanti in alcune società italiane quotate, sia quello della "dichiarazione delle intenzioni" in caso di acquisizione di partecipazioni nelle imprese quotate.

Quanto all'ambito di applicazione delle misure, la norma riguarda 104 società (il cui elenco è allegato ai provvedimenti<sup>19</sup>)

---

<sup>17</sup> Entrambe le delibere sono reperibili sul sito della Consob (<http://www.consob.it/web/area-pubblica/bollettino/documenti/bollettino2020/d21326.htm> e <http://www.consob.it/web/area-pubblica/bollettino/documenti/bollettino2020/d21327.htm>).

<sup>18</sup> Il comunicato stampa è reperibile sul sito della Consob ([http://www.consob.it/web/area-pubblica/dettaglio-news/-/asset\\_publisher/qjVSo44Lk1fI/content/comunicato-stampa-10-04-2020-hp/10194](http://www.consob.it/web/area-pubblica/dettaglio-news/-/asset_publisher/qjVSo44Lk1fI/content/comunicato-stampa-10-04-2020-hp/10194)).

<sup>19</sup> Entrambe le delibere riguardano le medesime società (seppur distinte in due elenchi dalla delibera n. 21326 che differenzia il regime per le PMI e le "non PMI"): A2a S.p.A., Acotel Group S.p.A., Acsm-Agam S.p.A., Aeroporto Guglielmo Marconi Di Bologna S.p.A., Alkemy S.p.A., Anima Holding S.p.A., Assicurazioni Generali S.p.A., ASTM S.p.A., Atlantia S.p.A., Avio S.p.A., Azimut Holding S.p.A., Banca Farmafactoring S.p.A., Banca Finnat Euramerica, Banca Mediolanum S.p.A., Banca Popolare Di Sondrio, Società Cooperativa Per Azioni Banca Sistema S.p.A., Banco BPM S.p.A., Basic Net S.p.A., Bastogi S.p.A., Be Think, Solve, Execute S.p.A., BF S.p.A., Bialetti Industrie S.p.A., Bioera S.p.A., Borgosesia S.p.A., BPER Banca S.p.A., Caleffi S.p.A., Carel Industries S.p.A., Cellularline S.p.A., Centrale Del Latte D'italia S.p.A., Cerved Group S.p.A., CHL - Centro HI Distribuzione S.p.A., Cir S.p.A., Class Editori S.p.A., Coima Res S.p.A. SIIQ, Compagnia Immobiliare Azionaria - CIA S.p.A., Credito Valtellinese S.p.A., CSP International Fashion Group S.p.A., Digital Bros S.p.A., Dovalue S.p.A., El.En. S.p.A., Enel S.p.A., Enervit S.p.A., Eni S.p.A., Eprice S.p.A., Equita Group S.p.A., Esprinet S.p.A., Eukedos S.p.A., Eurotech

che sono state individuate in base al criterio della diffusione dell'azionariato. Si tratta di un gruppo eterogeneo di società, tra cui sono incluse per esempio alcune imprese dei settori bancario e assicurativo, di quello delle telecomunicazioni e delle infrastrutture, ovvero dell'industria manifatturiera, tutte caratterizzate da un azionariato diffuso. Tale requisito è riferito dall'Autorità all'assetto di controllo ed è pertanto da escludere laddove l'emittente sia soggetto a controllo di diritto ai sensi degli artt. 2359, comma 1, n. 1) c.c.<sup>20</sup>. Restano quindi escluse dal novero applicativo del provvedimento le società quotate nel cui azionariato sia presente un soggetto che detenga il 50% del capitale più almeno un'azione.

#### **4. L'abbassamento delle soglie da parte di Consob in materia di partecipazioni rilevanti**

Per quanto concerne nello specifico le misure adottate dall'Autorità, in primo luogo, in tema di partecipazioni rilevanti che impongono l'obbligo di comunicazione all'Autorità, la Consob, con la delibera n. 21326, ha temporaneamente abbassato, per le 104 società citate, le soglie che fanno scattare

---

S.p.A., Finecobank Banca Fineco S.p.A., Gabetti Property Solutions S.p.A., Gedi Gruppo Editoriale S.p.A., Gruppo Mutuonline S.p.A., Guala Closures S.p.A., Hera S.p.A. (Holding Energia Risorse Ambiente), IGD - Immobiliare Grande Distribuzione SIIQ S.p.A., Illimity Bank S.p.A., Infrastrutture Wireless Italiane S.p.A. -INWIT, Interpump Group S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., Iren S.p.A., Italgas S.p.A., Italmobiliare S.p.A., Itway S.p.A., La Doria S.p.A., Leonardo - Società Per Azioni, Lventure Group S.p.A., Mediaset S.p.A., Mediobanca - Banca Di Credito Finanziario S.p.A., Molecular Medicine S.p.A., Moncler S.p.A., Mondo Tv S.p.A., Olidata S.p.A., Openjobmetis S.p.A., Orsero S.p.A., Ovs S.p.A., Pirelli & C. S.p.A., Prima Industrie S.p.A., Prysmian S.p.A., Ratti S.p.A., Rcs Mediagroup S.p.A., Retelit S.p.A. - Reti Telematiche Italiane S.p.A., Risanamento S.p.A., Rosss S.p.A., Sabaf S.p.A., Saes Getters S.p.A., Safilo Group S.p.A., Saipem S.p.A., Salini Impregilo S.p.A., Sanlorenzo S.p.A., Saras S.p.A. Raffinerie Sarde, Snam S.p.A., Società Cattolica Di Assicurazione Società Cooperativa, Tamburi Investment Partners S.p.A., Techedge S.p.A., Telecom Italia S.p.A., Terna - Rete Elettrica Nazionale S.p.A., Tesmec S.p.A., Tiscali S.p.A., Trevi - Finanziaria Industriale S.p.A., TXT E-Solutions S.p.A., Unicredit S.p.A., Unieuro S.p.A., Unione Di Banche Italiane S.p.A. e Unipol Gruppo S.p.A.

<sup>20</sup> Così si esprimono la delibera 21326 e la delibera 21327.

tale obbligo portandole rispettivamente dal 3% all'1% per le cosiddette “non-PMI” e dal 5% al 3% per le PMI<sup>21</sup>.

Il provvedimento in commento, adottato sulla base dell'andamento recente del corso dei titoli azionari e influenzato negativamente dalla diffusione dell'epidemia da COVID-19, si affianca alle ulteriori previsioni che la Consob aveva già adottato a tutela delle imprese italiane quotate<sup>22</sup>. La situazione emergenziale nella ricostruzione operata dall'Autorità fa sì che ricorrano i presupposti per l'adozione del provvedimento motivato, di cui al novellato art. 120, comma 2-*bis* del T.U.F. La *ratio* dell'intervento è identificata direttamente dalla delibera, che sottolinea la sussistenza per il periodo attuale di un'esigenza rafforzata di tutela degli investitori, garantendo efficienza e trasparenza del mercato dei capitali e del mercato del controllo societario italiano, a difesa e contro eventuali manovre speculative sui titoli delle società quotate, nel periodo emergenziale, che la Consob stessa definisce nel suo provvedimento “*un particolare periodo di congiuntura economico-finanziaria, caratterizzato da un mercato ribasso del corso dei titoli azionari, riconducibile alla diffusione dell'epidemia da COVID-19*”<sup>23</sup>.

La Consob, con la sua comunicazione, ribadisce che restano ferme le esenzioni dagli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti previste dall'art. 119-*bis* del

---

<sup>21</sup> La distinzione tra PMI e “non-PMI” è stata già effettuata dalla Consob stessa nella sezione A e nella sezione B dell'elenco allegato al provvedimento.

<sup>22</sup> Tra questi provvedimenti, si possono citare la delibera n. 21301 del 12 marzo 2020, con la quale sono state vietate temporaneamente le vendite allo scoperto su 85 titoli azionari italiani, il divieto giornaliero di vendita allo scoperto di 20 titoli azionari quotati nel mercato regolamentato ai sensi dell'art. 23 del medesimo Regolamento n. 236/2012, disposto dalla Consob nella seduta del 16 marzo 2020; nonché la delibera n. 21303 del 17 marzo 2020, con la quale la Consob, ai sensi dell'art. 20 del regolamento europeo 236/2012 e dopo aver ricevuto parere positivo dall'ESMA, ha disposto, a decorrere dal 18 marzo 2020 e per un periodo di tre mesi, il divieto di assumere o incrementare posizioni nette corte, ovunque effettuate, incluse le posizioni assunte in ambito infragiornaliero, in relazione a tutte le azioni negoziate sul mercato regolamentato italiano. A tali provvedimenti, come si legge nelle premesse della delibera 21326, si aggiungono anche quelli adottati dall'ESMA, tramite *public statement* del 16 marzo 2020, con il quale l'ESMA stessa ha ridotto la soglia per la comunicazione delle posizioni corte detenute, in particolare, dallo 0,2 allo 0,1% *ex art.* 28 del Regolamento europeo n. 236/2012, unitamente al divieto, notificato in data 16 marzo 2020 all'ESMA, di assumere o incrementare posizioni nette corte per un periodo di tre mesi.

<sup>23</sup> Così si esprime la delibera 21326.

Regolamento Emittenti, adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successivamente modificato, per le società di gestione e i soggetti abilitati o in relazione alle partecipazioni detenute nel portafoglio di negoziazione di enti creditizi e imprese di investimento<sup>24</sup>.

Nello stesso contesto, è stata altresì abrogata la precedente delibera emergenziale n. 21304<sup>25</sup>, che aveva introdotto già prima dell'intervento legislativo, un obbligo analogo per 48 società quotate<sup>26</sup>, sulla base dell'articolo 120, comma 2-*bis* del T.U.F.,

---

<sup>24</sup> Tale articolo, come noto, tra l'altro, prevede che le società controllate non sono tenute agli obblighi di comunicazione alla Consob, quando, con riferimento alla partecipazione detenuta dalla stessa, sussistono tali obblighi a carico del soggetto controllante, purché sia garantita la completezza delle informazioni riguardanti l'intera catena di controllo, anche relativamente ad altre partecipazioni detenute, direttamente o indirettamente, dal soggetto controllante. Inoltre è altresì previsto che gli obblighi di comunicazione, a determinate condizioni, non si applichino ad una serie di soggetti, tra cui, coloro che acquisiscono le azioni esclusivamente al fine della compensazione e liquidazione delle operazioni aventi ad oggetto le predette azioni entro il ciclo di negoziazione e alle controparti centrali per le azioni oggetto delle operazioni da esse garantite e sottoposte a procedure esecutive; coloro che detengono le azioni nell'ambito della prestazione del servizio di custodia di azioni; nonché alle operazioni di acquisizione o cessione di azioni o partecipazioni in strumenti finanziari al di sotto della soglia del 10%, da parte di un *market maker* che agisce in quanto tale in relazione agli strumenti finanziari oggetto della propria attività. A ciò si aggiungono esenzioni per le acquisizioni di azioni al di sotto della soglia del 5% da parte di investitori qualificati, come definiti dall'articolo 34-*ter*, che siano i soggetti incaricati della sottoscrizione, ovvero del collocamento con assunzione a fermo o con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente e per quei diritti di voto riferiti alle azioni acquistate ai fini di stabilizzazione in conformità all'articolo 5 del regolamento (UE) n. 596/2014. Tale articolo, oltre a specificare alcune condizioni per ciascuna esenzione, sottolinea che i diritti di voto inerenti alle partecipazioni detenute nel portafoglio di negoziazione di un ente creditizio o di un'impresa di investimento, secondo la definizione dall'articolo 4, paragrafo 1, punto 86, del regolamento (UE) n. 575/2013, non sono conteggiati ai fini degli obblighi di informativa alla Consob.

<sup>25</sup> La delibera 21304 del 17 marzo 2020 è reperibile sul sito della Consob (<http://www.consob.it/web/area-pubblica/bollettino/documenti/bollettino2020/d21304.htm>).

<sup>26</sup> Come si può agevolmente verificare, tutte le 48 imprese che erano già state individuate in questa delibera sono state incluse nelle delibere oggetto del presente elaborato. Si tratta in particolare delle seguenti: A2a S.p.A., Anima Holding S.p.A., Assicurazioni Generali S.p.A., ASTM S.p.A., Atlantia S.p.A., Azimut Holding S.p.A., Banca Farmafactoring S.p.A., Banca Mediolanum S.p.A., Banca Popolare Di Sondrio, Banco BPM S.p.A., BF S.p.A., BPER Banca S.p.A., Carel Industries S.p.A., Cerved Group S.p.A., Dovalue S.p.A., El.En. S.p.A., Enel S.p.A., Eni S.p.A., Finecobank Banca Fineco S.p.A., Gruppo Mutuonline S.p.A., Hera S.p.A. (Holding Energia Risorse Ambiente), IGD - Immobiliare Grande

il quale prevedeva il citato duplice criterio dell'elevato valore di mercato e della diffusione dell'azionariato. La delibera infatti aveva previsto la riduzione della soglia percentuale di comunicazione per le partecipazioni azionarie nel capitale di società quotate ad elevato valore corrente di mercato e azionariato particolarmente diffuso, anticipando le soglie che sono state poi confermate dalla delibera n. 21326, ovvero quella dell'1% per società "non-PMI" e quella del 3% per le società qualificabili come PMI<sup>27</sup>.

Da ultimo, con la delibera in commento, ai sensi dell'art. 114, comma 5, del T.U.F.<sup>28</sup>, vengono dettate alcune ulteriori norme operative con riferimento a quei soggetti che, alla data di entrata in vigore della delibera, detengono una partecipazione superiore alle soglie previste dalla Consob, ma inferiore a quelle di cui all'art. 120 comma 2 del T.U.F. nel capitale votante delle 104

---

Distribuzione SIIQ S.p.A., Illimity Bank S.p.A., Interpump Group S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., Iren S.p.A., Italgas S.p.A., Italmobiliare S.p.A., Leonardo - Società Per Azioni, Mediaset S.p.A., Mediobanca - Banca Di Credito Finanziario S.p.A., Moncler S.p.A., Pirelli & C. S.p.A., Prysmian S.p.A., Rcs Mediagroup S.p.A., Retelit S.p.A. - Reti Telematiche Italiane S.p.A., Saipem S.p.A., Salini Impregilo S.p.A., Sanlorenzo S.p.A., Saras S.p.A. Raffinerie Sarde, Snam S.p.A., Società Cattolica Di Assicurazione Società Cooperativa, Tamburi Investment Partners S.p.A., Telecom Italia S.p.A., Terna - Rete Elettrica Nazionale S.p.A., Unicredit S.p.A., Unione Di Banche Italiane S.p.A. e Unipol Gruppo S.p.A.

<sup>27</sup> Anche tale delibera, come quella in commento, era stata assunta alla luce dell'andamento recente del corso dei titoli azionari quotati sull'MTA, che già a quella data era stato fortemente impattato dalla diffusione dell'epidemia da COVID-19. Tale delibera, tuttavia, seppur abrogata, pare rilevante in quanto esplicitava il contenuto del citato criterio del valore corrente di mercato. Per la determinazione dello stesso, la Consob ritiene di prendere in considerazione la capitalizzazione alla data del 31 dicembre 2019, data antecedente e prossima alla diffusione delle notizie sull'epidemia da COVID-19 proveniente dalla Cina e in particolare alla prima conferma – avvenuta in data 9 gennaio 2020 - da parte della Organizzazione Mondiale della Sanità di un'epidemia avente origine da un coronavirus sino ad allora sconosciuto. Il carattere "elevato" del valore corrente di mercato invece, può ritenersi sussistente, secondo la delibera, in presenza di una capitalizzazione di mercato superiore a 500 mln di Euro, soglia indicata dall'art. 1, comma 1, lettera w. *quater*.1 del T.U.F. ai fini della definizione di PMI.

<sup>28</sup> Il comma quinto dell'articolo 114 T.U.F., come noto, stabilisce che la Consob può, anche in via generale, richiedere agli emittenti, ai soggetti che li controllano, agli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine, ai componenti degli organi di amministrazione e controllo e ai dirigenti, nonché ai soggetti che detengono una partecipazione rilevante ai sensi dell'articolo 120 o che partecipano a un patto previsto dall'articolo 122 del T.U.F. che siano resi pubblici, con le modalità da essa stabilite, notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico.

società e che, di conseguenza, non avevano effettuato alcuna comunicazione all'Autorità. Tali soggetti saranno tenuti, secondo quanto indicato dalla delibera della Consob, ad effettuare la comunicazione con le modalità e i termini previsti dall'articolo 120, comma 2, del T.U.F., entro 10 giorni lavorativi decorrenti dalla data di entrata in vigore della norma. Eccezion fatta per i casi in cui tale comunicazione è stata già effettuata in ottemperanza a quanto prescritto con la citata delibera n. 21304 del 17 marzo 2020, che, se pur abrogata, aveva a sua volta previsto per 48 società un analogo obbligo di comunicazione, sulla base dell'articolo 120, comma 2-*bis* del T.U.F.

### **5. Le modifiche in tema di dichiarazioni di intenzioni**

Con riferimento al secondo ambito di intervento, ovvero la trasparenza rafforzata in materia di “dichiarazioni di intenzioni”, la Consob è intervenuta, con la delibera n. 21327, avvalendosi dei poteri conferiti dal Decreto Liquidità, per estendere temporaneamente l'obbligo in capo agli investitori di rendere noti i propri obiettivi di investimento per il periodo relativo ai successivi sei mesi dopo l'operazione, in caso di acquisto di partecipazioni in emittenti pari o superiori al 5% del relativo capitale sociale. Non sono state invece modificate le ulteriori soglie fissate dall'articolo 120, comma 4-*bis* del T.U.F.

Anche per l'adozione di questo provvedimento, come per il precedente, sussistono i requisiti per l'esercizio del neo-attribuito potere, sulla base della grave situazione causata dalla pandemia e dell'andamento negativo dei titoli azionari quotati sull'MTA, sempre a tutela del mercato e a limitazione dell'elevato rischio di acquisizioni ostili. Identica è infatti la *ratio* del primo e del secondo intervento, ovvero la salvaguardia degli investitori e la trasparenza del mercato del controllo.

Da ultimo, l'Autorità si preoccupa di riaffermare la validità e la vigenza delle esenzioni dagli obblighi di comunicazione, previste dall'articolo 122-*ter* del Regolamento Emittenti, come introdotto con delibera n. 21320 del 7 aprile 2020<sup>29</sup>. Infatti, pochi giorni prima dell'intervento in commento,

---

<sup>29</sup> La delibera 21320 del 7 aprile 2020 è reperibile sul sito della Consob (<http://www.consob.it/web/area-pubblica/bollettino/documenti/bollettino2020/d21320.htm>). La delibera in esame,

l'Autorità, in virtù del disposto autorizzativo del comma 4-*bis* dell'articolo 120 del T.U.F., aveva esercitato il potere di introdurre con regolamento casi di esenzione dall'obbligo di dichiarare le proprie intenzioni, tenendo conto delle caratteristiche del dichiarante o della società *target*. La Consob, quindi, aveva esentato alcuni acquisti di partecipazioni dall'obbligo informativo al ricorrere di specifiche circostanze, in presenza delle quali la normativa vigente prevede l'esenzione dall'obbligo di promuovere un'offerta pubblica d'acquisto, ai sensi degli articoli 106 del T.U.F. e 49 del Regolamento Emittenti, o di effettuare le comunicazioni previste in materia di assetti proprietari, ai sensi dell'articolo 120 del T.U.F. e della Parte III, Titolo III, Capo I, del Regolamento Emittenti<sup>30</sup>.

oltre ad occuparsi di dichiarazioni di intenzioni, prende in considerazione il fatto che, per effetto del venir meno della qualifica di PMI in capo all'emittente, talune partecipazioni non precedentemente comunicate si trovino in una posizione di rilevanza in quanto comprese tra il tre per cento e il cinque per cento previsto dall'art. 120 T.U.F., rispettivamente per le società che non sono PMI e le PMI e pertanto introduce un obbligo di comunicazione delle anzidette partecipazioni, al fine di garantire la piena trasparenza informativa. Inoltre, la delibera si è occupata di prevedere, in un'ottica di proporzionalità degli obblighi, l'esenzione per l'acquisto di partecipazioni, anche in strumenti finanziari, effettuato dalle società di gestione di OICVM e FIA non riservati a investitori professionali che possano investire in azioni di società quotate entro il limite del 10% del capitale dell'emittente, nei casi di superamento delle soglie percentuali previste dall'articolo 120, comma 4-*bis*, del T.U.F. Infine, con tale provvedimento, sono state apportate alcune modifiche alle disposizioni regolamentari in materia di pubblicazione dei patti parasociali.

<sup>30</sup> In particolare, tale articolo prevede l'esenzione dall'obbligo di effettuare la dichiarazione prevista dall'articolo 120, comma 4-*bis*, del T.U.F., seppur in presenza di un superamento delle soglie ivi indicate, per i casi dell'articolo 49, comma 1, lettere *a*), limitatamente all'ipotesi in cui un socio dispone da solo della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria dell'emittente quotato, *c*), *d*) e *h*); ovvero quando l'acquisto della partecipazione è anche idoneo a determinare l'obbligo di offerta ai sensi dell'articolo 106, commi 1 o 1-*bis*, del T.U.F., e ricorre una delle esenzioni previste dall'articolo 49, comma 1, lettere *b*) o *g*), ovvero ancora nei casi indicati dall'articolo 119-*bis*, commi 3, lettere *a*), *b*) e *c-ter*), 5 e 6. Inoltre, sono esentati i casi in cui il raggiungimento o il superamento delle soglie è determinato da modifiche del capitale sociale e/o del numero dei diritti di voto, ovvero per le società di gestione che acquistano partecipazioni, anche in forma aggregata, in emittenti quotati nell'ambito delle attività di gestione di cui all'articolo 116-*terdecies*, comma 1, lettera *e*), esercitata secondo le condizioni definite nella direttiva 2009/65/UE, o per i soggetti extra-UE che svolgono un'attività per la quale, se avessero la sede legale o l'amministrazione centrale in uno Stato dell'UE, sarebbe necessaria l'autorizzazione ai sensi della direttiva 2009/65/UE, nonché per i FIA italiani non riservati a investitori professionali e per i FIA UE la cui normativa nazionale applicabile preveda limiti all'investimento e condizioni equivalenti a quelli

Pertanto, sulla base della delibera dell'Autorità del 9 aprile 2020, resta salva la validità delle clausole di esenzione previste dalle citate modifiche anche per la nuova soglia ridotta al 5%.

## 6. Considerazioni critiche e conclusive

Per quanto riguarda le modifiche introdotte dall'art. 17 al T.U.F., il Decreto Liquidità non fissa una durata temporale delle stesse, con la conseguenza che l'eliminazione della locuzione "*ad elevato valore corrente di mercato*" al comma 2-bis e la possibilità per la Consob di prevedere l'abbassamento della soglia al 5% non hanno carattere temporaneo. Diverso è per i provvedimenti della Consob che, come previsto espressamente dalle delibere stesse, si applicano per tre mesi, dall'11 aprile 2020 all'11 luglio 2020, salvo possibilità di revoca anticipata, nel caso in cui dovessero venir meno le motivazioni sottostanti l'adozione del provvedimento stesso. L'Autorità ha ritenuto che, allo stato attuale, tale periodo di tempo di tre mesi sia "*ragionevole e compatibile con quanto richiesto dalla norma di riferimento*"<sup>31</sup>. A parere di chi scrive, il termine di soli tre mesi di vigenza delle misure appare un po' limitato e non sufficiente a garantire un'effettiva tutela contro eventuali scalate ostili che potrebbero verificarsi anche in un periodo successivo all'11 luglio 2020, dal momento che si potrebbe ipotizzare che l'economia nazionale soffra di una forte decrescita per un periodo più lungo. Sarebbe stato probabilmente auspicabile che la Consob avesse colto l'occasione per estendere ulteriormente le misure, anche alla luce del fatto che il legislatore del T.U.F. e quello del Decreto Liquidità, non hanno volutamente indicato un termine fisso, utilizzando una terminologia generica (si parla infatti un periodo di tempo limitato) proprio per garantire all'Autorità piena flessibilità e discrezionalità nella propria valutazione. Una proroga o una reiterazione delle misure sarebbero sempre possibili, previa specifica motivazione.

---

disposti dalla normativa italiana con riferimento ai FIA non riservati a investitori professionali, nonché se l'acquisto della partecipazione determina l'obbligo o è effettuato nell'ambito di un'offerta pubblica di acquisto o scambio comunicata al mercato.

<sup>31</sup> Così si esprimono le delibere 21326 e 21327.

Circostanza questa che tuttavia potrebbe incrementare nel mercato incertezze sulla vigenza delle norme.

A questa prima valutazione, si aggiungono i rilievi già sollevati, con riferimento alla delibera n. 21326, da Assonime<sup>32</sup> che ha sottolineato come vi siano casi in cui l'applicazione delle soglie emergenziali ad alcune disposizioni che richiamano l'art. 120 T.U.F. appaia dubbia, in ragione della temporaneità delle nuove soglie e della finalità delle stesse, riferite alla particolare situazione emergenziale. Tra queste, in tema di voto maggiorato, *in primis*, l'art. 143-*quater* del Regolamento Emittenti, che richiede di indicare sul sito della società i dati identificativi degli azionisti che hanno richiesto l'iscrizione nell'elenco speciale, con l'indicazione delle relative partecipazioni, comunque superiori alla soglia indicata dall'articolo 120, comma 2, T.U.F. *In secundis*, il comma 3 dell'art. 127-*quinquies* T.U.F., che prevede la perdita della maggiorazione del voto in caso di cessione di partecipazioni di controllo in società che detengono azioni a voto maggiorato in misura superiore alla soglia prevista dal comma 2 dell'art. 120 T.U.F.<sup>33</sup>. In tali circostanze, come è stato osservato da Assonime, la temporaneità delle soglie renderebbe provvisorie anche le indicazioni nell'elenco speciale e la perdita della maggiorazione sino alla cessazione dell'efficacia della delibera della Consob. Pertanto, non si può che concordare con quanto osservato da Assonime e ritenere che, per entrambe le disposizioni, anche nel periodo di efficacia delle misure, si debba continuare a far riferimento alle soglie previste dall'art. 120 T.U.F. al comma 2.

Auspicabile sarebbe dunque un ulteriore intervento chiarificatore da parte dell'Autorità che cogliesse, inoltre, l'occasione per stabilire (o almeno prospettare) una proroga del termine di vigenza delle misure, sino al momento in cui il mercato non si sia nuovamente stabilizzato.

---

<sup>32</sup> ASSONIME, *Decreto liquidità. Rafforzamento della trasparenza sulle partecipazioni rilevanti – Delibera Consob n. 21304 e art- 17 del D.L. n. 23 del 2020*, 9 aprile 2020, reperibile sul sito di Assonime (<http://www.assonime.it/attivita-editoriale/news/Pagine/News09042020.aspx>).

<sup>33</sup> A ciò, Assonime aggiunge anche l'art. 121 T.U.F., in tema di partecipazioni reciproche, che prevede un divieto di partecipazioni reciproche eccedenti il limite indicato nell'articolo 120, comma 2. Come per i precedenti casi, Assonime ritiene che la temporaneità dell'abbassamento delle soglie non incida sulla disciplina delle partecipazioni reciproche e pertanto non le ritiene applicabili.