



Novità in tema di obblighi di trasparenza nel mercato del controllo societario

1. Premessa

Nell'ambito delle misure volte ad una maggiore tutela degli investitori, oltre che dell'efficienza e della trasparenza del mercato del controllo societario – attualmente caratterizzato da un'elevata volatilità a causa dell'emergenza sanitaria derivante dalla diffusione del COVID-19 – il Decreto Legge 8 aprile 2020, n. 23 (il "**Decreto Liquidità**") ha introdotto specifiche misure in materia di sostegno finanziario, accesso al credito e adempimenti fiscali per le imprese – oltre che nuove disposizioni in materia di salute e lavoro.

Tra l'altro, il Decreto Liquidità ha previsto, *inter alia*, il rafforzamento della c.d. normativa "*Golden Power*"¹, con l'obiettivo principale di tutela degli assetti proprietari nell'attuale contesto emergenziale e finalizzato, altresì, ad evitare che l'eventuale abbassamento del valore dei titoli azionari possa favorire – in settori di rilevanza strategica – scalate ostili da parte di investitori esteri e, di conseguenza, compromettere l'interesse economico-finanziario nazionale.

2. Le modifiche all'art. 120 TUF e al Regolamento Emittenti

Ciò premesso, l'art. 17 del Decreto Liquidità ha apportato talune modifiche all'art. 120 del D. Lgs 58/1998 ("**TUF**") in materia di partecipazioni rilevanti e relativi obblighi di trasparenza, includendo tra i destinatari delle stesse anche le PMI con azioni quotate in mercati regolamentati. In particolare:

- all'art. 120, comma 2-*bis* TUF, è stata eliminata la condizione dell'"elevato valore corrente di mercato" in relazione al potere della CONSOB di fissare, per un periodo di tempo limitato, soglie inferiori rispetto a quelle del 3% e del 5% per la *disclosure* delle partecipazioni rilevanti detenute nel capitale sociale di emittenti quotati;
- all'art. 120, comma 4-*bis*, TUF, è stato conferito alla CONSOB il potere di ridurre (dal 10%) al 5% – mediante un provvedimento motivato da specifiche esigenze di tutela del mercato, nel solo caso di società ad azionariato particolarmente diffuso e per un periodo di tempo limitato – la soglia minima relativa all'acquisto di partecipazioni rilevanti nel capitale sociale di emittenti quotati, al raggiungimento della quale risulta necessario presentare la c.d. "Dichiarazione anti-scorrerie"² ("**Dichiarazione anti-scorrerie**").

¹ La c.d. normativa "*Golden Power*", disciplinata principalmente nel Decreto Legge 21/2012, identifica una serie di poteri straordinari esercitabili dall'Esecutivo qualora si renda necessario al fine della salvaguardia degli assetti proprietari delle società operanti in settori reputati strategici e di interesse nazionale.

² Si tratta della dichiarazione che deve effettuare il soggetto acquirente riportando le seguenti informazioni concernenti il proprio investimento, con riferimento ai sei mesi successivi all'investimento: *i*) i modi di finanziamento dell'acquisizione; *ii*) se agisce da solo o in concerto con altri; *iii*) se intende fermare i suoi acquisiti oppure proseguirli, nonché se intende acquisire il controllo dell'emittente quotato o esercitare un'influenza sulla gestione societaria e, in tali casi, la strategia che intende adottare e le operazioni per attuarla; *iv*) le intenzioni in riferimento ad eventuali patti parasociali di cui è parte; *v*) se sussiste o meno l'intenzione di proporre l'integrazione o la revoca degli organi amministrativi o di controllo dell'emittente quotato. La dichiarazione in oggetto si configura in ambito nazionale come un obbligo di informativa aggiuntivo rispetto a quello che i soggetti che partecipano in misura rilevante al capitale degli emittenti



Nel contesto illustrato, in data 9 aprile 2020, la CONSOB ha provveduto ad esercitare i nuovi poteri ad essa conferiti dal Decreto Liquidità mediante i due separati provvedimenti di seguito analizzati, i quali troveranno applicazione, salvo revoca anticipata, per un periodo pari a tre mesi a decorrere dall'11 aprile 2020 (e, pertanto, fino all'11 luglio 2020).

Nell'*iter* d'analisi propedeutico all'emanazione dei summenzionati provvedimenti, la CONSOB ha tenuto in considerazione, *inter alia*, i seguenti aspetti connessi con gli impatti economico-finanziari derivanti dall'attuale situazione emergenziale:

- il recente andamento del corso dei titoli azionari quotati sul Mercato Telematico Azionario gestito da Borsa Italiana, strettamente connesso con la diffusione dell'epidemia da COVID-19;
- l'esigenza di una maggior tutela degli investitori, nonché quella di garantire l'efficienza e la trasparenza del mercato del controllo societario, a fronte di eventuali manovre di speculazione sui titoli delle società quotate effettuate in un contesto economico-finanziario caratterizzato da un marcato ribasso del corso dei titoli azionari riconducibile all'emergenza sanitaria in corso.

Si segnala ancora, che in data 27 giugno 2019 la CONSOB ha avviato una consultazione dal titolo "*Proposte di modifica al Regolamento Emittenti in materia di trasparenza societaria*", conclusasi il 17 luglio 2019, avente ad oggetto talune proposte di modifica al Regolamento adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 ("**Regolamento Emittenti**"). A tal riferimento, con delibera n. 21320 del 7 aprile 2020, in vigore a partire dall'11 aprile 2020, la CONSOB ha disposto una serie di modifiche al Regolamento Emittenti le quali, in particolare, intervengono sugli artt. 2-ter, 117, 121 e prevedono, altresì, l'introduzione di un nuovo art. 122-ter e di un nuovo Allegato 4 al Regolamento Emittenti.

3. Riduzione delle soglie percentuali iniziali di comunicazione per le partecipazioni azionarie nel capitale di società quotate – modifiche all' art. 120, comma 2-bis, TUF

Per quanto concerne il primo provvedimento adottato dalla CONSOB, la delibera n. 21326 "*Riduzione delle soglie percentuali iniziali di comunicazione ai sensi dell'art. 120, comma 2-bis, del D. Lgs. n. 58 del 1998 per le partecipazioni azionarie nel capitale di società quotate – aventi l'Italia come Stato membro d'origine ad azionariato particolarmente diffuso*" prevede:

- (i) l'introduzione di un'ulteriore soglia pari all' 1% per gli emittenti quotati, non qualificabili come PMI ai sensi dell'art.1, lett. *w-quater.1*), TUF, ad azionariato diffuso e non controllati di diritto, espressamente indicati nell'allegato A alla delibera, al superamento della quale sorgono gli obblighi di comunicazione previsti dall'art. 120, comma 2, TUF³;
- (ii) l'introduzione di un'ulteriore soglia del 3% per gli emittenti quotati qualificabili come PMI ai sensi dell'art. 1, lett. *w-quater.1*), TUF, ad azionariato diffuso e non controllati di diritto, espressamente indicati nell'allegato B alla delibera, al superamento della quale sorgono gli obblighi di comunicazione previsti dall'art. 120, comma 2, TUF;

quotati in ragione del sistema delineato dalla direttiva 2004/109/CE (Direttiva *Transparency*), come modificata dalla direttiva 2013/50/UE, sono tenuti a pubblicare.

³ L'art. 120, comma 2, TUF prevede quanto segue: "*Coloro che partecipano in un emittente azioni quotate avente l'Italia come Stato membro d'origine in misura superiore al tre per cento del capitale ne danno comunicazione alla società partecipata e alla Consob. Nel caso in cui l'emittente sia una PMI, tale soglia è pari al cinque per cento*".



(iii) che chiunque detenga, alla data di entrata in vigore della delibera in oggetto, una partecipazione al capitale votante delle società quotate di cui agli elenchi allegati alla stessa, che sia superiore alle soglie sopra previste ai punti (i) e (ii) ed inferiore alle soglie di cui all'art. 120 comma 2, TUF, è tenuto a darne comunicazione con le modalità ed i termini previsti dal citato art. 120, comma 2, TUF entro 10 giorni lavorativi decorrenti dalla suddetta data (e, pertanto, entro il 24 aprile 2020). Sono fatti salvi i casi, tuttavia, in cui la comunicazione in oggetto sia stata già effettuata in ottemperanza a quanto prescritto con la delibera n. 21304 del 17 marzo 2020.

Si segnala altresì che, contestualmente all'emanazione del provvedimento applicativo in oggetto, è stata abrogata la delibera n. 21304 del 17 marzo 2020 la quale aveva introdotto analoghi obblighi di trasparenza rafforzata per 48 società quotate, individuate alla luce del duplice criterio fissato dall'art. 120, comma 2-bis, TUF (ed antecedente, quindi, all'emanazione del Decreto Liquidità) rappresentato da: *i)* l' elevato valore di mercato e *ii)* la diffusione dell'azionariato, conseguendone, pertanto, un ampliamento dell'ambito applicativo del nuovo obbligo di comunicazione.

È opportuno segnalare come il nuovo elenco di emittenti quotati destinatari del provvedimento in esame comprenda, rispetto all'abrogata delibera n. 21304, 1 emittente quotato aggiuntivo non qualificabile come PMI e 55 emittenti quotati aggiuntivi qualificabili come PMI, passando, pertanto, da un totale di 48 emittenti interessati ad un totale di 104.

In sostanza, con il provvedimento in oggetto, CONSOB si è limitata ad effettuare un'estensione sia temporale sia dell'ambito oggettivo di applicazione della delibera originariamente adottata il 17 marzo u.s.

4. Potenziamento della c.d. "norma anti-scorrerie" – modifiche all' art. 120, comma 4-bis, TUF

Per quanto concerne il secondo provvedimento, la delibera n. 21327 "*Riduzione della soglia percentuale iniziale di comunicazione ai sensi dell'art. 120, comma 4-bis, del D. Lgs. n. 58 del 1998 per le dichiarazioni degli obiettivi in occasione dell'acquisto di una partecipazione in emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine e ad azionariato particolarmente diffuso*" prevede l'introduzione di un'ulteriore soglia del 5%⁴ al raggiungimento e/o superamento della quale sorge l'obbligo di effettuare la Dichiarazione anti-scorrerie per gli emittenti quotati ad azionariato particolarmente diffuso espressamente indicati nell'allegato alla delibera. È opportuno precisare come tale delibera non si applichi a coloro i quali già detengano, alla data di entrata in vigore della stessa, una partecipazione ricompresa pari o superiore al 5% ed inferiore al 10% in uno degli emittenti quotati indicati nell'elenco allegato.

Come affermato dalla CONSOB nell'ambito delle valutazioni conclusive alla consultazione, l'obbligo di effettuare la Dichiarazione anti-scorrerie trova applicazione non solo nei casi di superamento delle soglie del 10%, 20% e 25% a seguito di acquisto di partecipazioni effettive in azioni, ma anche a seguito di partecipazioni in strumenti finanziari o in caso di aggregazione delle precedenti.

⁴ Le soglie attualmente previste corrispondono al 10%, 20% e 25% del capitale sociale con diritto di voto nell'emittente quotato.



5. Modifiche al Regolamento Emittenti – Consultazione CONSOB “Proposte di modifica al Regolamento Emittenti in materia di trasparenza societaria”

In data 27 giugno 2019, la CONSOB ha avviato una consultazione dal titolo “Proposte di modifica al Regolamento Emittenti in materia di trasparenza societaria”, avente ad oggetto talune proposte di modifica al Regolamento Emittenti. In particolare, sono state sottoposte a consultazione:

- (i) talune proposte di modifica del Regolamento Emittenti concernenti l'emersione delle partecipazioni comprese tra le soglie del 3% e del 5% nelle società che perdono la qualifica di PMI a causa del superamento dei criteri indicati all'art. 1, comma 1, lett. *w-quater.1*), TUF, tenuto conto dell'esigenza di garantire la piena trasparenza informativa per il mercato, nonché la coerenza delle informazioni disponibili per la CONSOB, in ordine agli assetti proprietari delle società quotate italiane;
- (ii) talune proposte regolamentari di attuazione del potere attribuito alla CONSOB, ai sensi dell'art. 120, comma 4-*bis*, TUF di individuare, con proprio regolamento, i casi in cui la Dichiarazione anti-scorrerie dell'acquirente non è dovuta, tenendo conto delle caratteristiche del soggetto che la effettua o della società di cui sono state acquisite le azioni. Le proposte sottoposte a consultazione, quindi, individuano una serie di possibili casi di esenzione dall'obbligo in questione, in ragione dell'irrelevanza – nelle fattispecie delineate – dell'accertamento dell'intenzione del soggetto acquirente.

Tale consultazione si è conclusa il 17 luglio 2019 e, con delibera n. 21320 del 7 aprile 2020, la CONSOB ha disposto una serie di modifiche al Regolamento Emittenti, di seguito illustrate.

5.1 Gli obblighi di disclosure conseguenti alla perdita della qualifica di PMI

Per quanto concerne “l'emersione” delle partecipazioni comprese tra le soglie del 3% e del 5% nelle società che perdono la qualifica di PMI, in virtù del superamento dei criteri individuati nel comma 1, lett. *w-quater.1*), TUF, la delibera prevede:

- l'obbligo di comunicare al pubblico, da parte di tutti gli emittenti, la variazione della qualifica di PMI mediante il comunicato diffuso a seguito dell'assemblea annuale convocata per l'approvazione del bilancio di cui agli articoli 2364 e 2364-*bis* codice civile (nuovo comma 2 dell'art. 2-*ter*);
- l'obbligo di comunicazione alla CONSOB e alla società partecipata da parte di chiunque – al momento della perdita della qualifica di PMI della società partecipata – detenga una partecipazione superiore al 3% e inferiore al 5%, entro il termine previsto dall'art. 121, comma 3-*bis*, anch'esso novellato, come *infra* illustrato (nuovo comma 2-*bis* dell'art. 117);
- nei casi previsti dall'art. 117, comma 2-*bis*, che la comunicazione: *i*) indichi la partecipazione detenuta alla data del comunicato diffuso dall'emittente ai sensi dell'art. 2-*ter*, comma 2, secondo periodo, e *ii*) sia effettuata con le modalità indicate dal comma 2, entro un termine pari a 15 giorni di negoziazione decorrenti dalla data del comunicato stampa diffuso dalla società relativamente alla variazione del proprio *status* (nuovo comma 3-*bis* dell'art. 121).



5.2 Le esenzioni dall'obbligo di effettuare la Dichiarazione "anti-scorrerie"

La CONSOB ha provveduto a disciplinare, all'interno del nuovo art. 122-ter Regolamento Emittenti, i casi di esenzione al ricorrere dei quali non si dovrà provvedere all'effettuazione della Dichiarazione anti-scorrerie, ancorché le relative soglie siano superate. Tale Dichiarazione non è ora richiesta:

- a) nei casi indicati dal Regolamento Emittenti all'art. 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);
- b) quando l'acquisto della partecipazione è anche idoneo a determinare l'obbligo di offerta ai sensi dell'art. 106, commi 1 o 1-bis, TUF, e ricorre una delle esenzioni previste dall'art. 49, comma 1, lettere b) o g);
- c) nei casi indicati dall'art. 119-bis, commi 3, lettere a), b) e c-ter), 5 e 6 del Regolamento Emittenti;
- d) fermo quanto previsto dall'ultima parte dell'art. 49, comma 1, lettera d-bis) del Regolamento Emittenti, qualora il raggiungimento o il superamento delle soglie sia determinato da modifiche del capitale sociale e/o del numero dei diritti di voto, sulla base delle informazioni pubblicate dall'emittente ai sensi dell'art. 85-bis;
- e) per le società di gestione che acquistano partecipazioni, anche in forma aggregata, in emittenti quotati nell'ambito delle attività di gestione di cui all'art. 116-terdecies, comma 1, lettera e), del Regolamento Emittenti esercitata secondo le condizioni definite nella direttiva 2009/65/UE, o per i soggetti extra-UE che svolgono un'attività per la quale, qualora 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 disposti dalla normativa italiana con riferimento ai FIA non riservati a investitori professionali; e
- f) se l'acquisto della partecipazione determina l'obbligo o è effettuato nell'ambito di un'offerta pubblica di acquisto o scambio comunicata al mercato.

5.3 Il nuovo Allegato 4 al Regolamento Emittenti

È stato approvato, infine, un nuovo Allegato 4 al Regolamento Emittenti che contiene un *format* standard, da utilizzarsi per la trasmissione della Dichiarazioni anti-scorrerie (nuovo modello 120/D) e modifiche ai modelli 120/A e 120/B volte al coordinamento con le ipotesi di esenzione dall'obbligo di presentazione della Dichiarazione anti-scorrerie.

Newsletter

APRILE 2020



Covid-19
Task Force

Il Dipartimento di Equity Capital Markets di Legance è a disposizione per qualsiasi chiarimento ed approfondimento, anche in relazione a fattispecie specifiche.

Per ulteriori informazioni:

Giorgio Vanzanelli

Partner

T. +39 02.89.63.071
gvanzanelli@legance.it

Marzio Ciani

Senior Counsel

T. +39 02.89.63.071
mciani@legance.it

Marco Sagliocca

Counsel

T. +39 02.89.63.071
msagliocca@legance.it

Stefano Bandini

Managing Associate

T. +39 02.89.63.071
sbandini@legance.it

oppure il Vostro professionista di riferimento all'interno di Legance.



LO STUDIO

Legance è uno studio legale italiano con un team di professionisti esperti, dinamici e orientati al risultato, il cui affiatamento ha reso possibile un modello organizzativo flessibile ed incisivo che, attraverso dipartimenti attivi in tutti i settori della consulenza legale d'affari, esprime il giusto equilibrio tra specialista e avvocato come consulente globale. Legance conta oltre 270 avvocati, nelle sedi di Milano, Roma, Londra e New York. Le aree di competenza sono: Corporate Finance; Banking & Finance; Energy, Project & Infrastructure; Debt Capital Markets; Equity Capital Markets; Financial Intermediaries Regulations; Fondi di Investimento; Contenzioso, Arbitrati ed ADR; Ristrutturazioni e Procedure Concorsuali; UE, Antitrust e Regolamentazione; Diritto del Lavoro e delle Relazioni Industriali; Diritto Tributario; Diritto Amministrativo; Real Estate; Compliance; Diritto della Navigazione e dei Trasporti; Proprietà Intellettuale; TMT (Telecomunicazioni, Media e Nuove Tecnologie); Diritto Ambientale; Diritto delle Assicurazioni; Diritto Alimentare; Data Protection; Diritto Penale d'Impresa. Per maggiori informazioni, potete visitare il nostro sito web: www.legance.it.

DISCLAIMER

La presente Newsletter ha il solo scopo di fornire informazioni di carattere generale. Di conseguenza, non costituisce un parere legale né può in alcun modo considerarsi come sostitutivo di una consulenza legale specifica.

Questa newsletter viene inviata a persone che hanno fornito i loro dati personali nel corso di relazioni professionali, riunioni, seminari, workshop o eventi simili. È possibile anche ricevere questa newsletter perché si è autorizzato Legance. È possibile riceverla, infine, perché è stato dato mandato a Legance in passato. Se si desidera non ricevere più la newsletter, si prega di scrivere un'email a newsletter@legance.it e le informazioni saranno rimosse dalla lista dei destinatari. Finché non si effettua la cancellazione dalla lista dei destinatari i dati personali saranno trattati su supporto cartaceo o elettronico per finalità relative alla gestione dei rapporti professionali esistenti, o per motivi di informazione e divulgazione, ma non saranno comunicati a terzi, a meno che tale comunicazione non sia imposta dalla legge o strettamente necessaria per gestire la relazione professionale. Titolare del trattamento è **Legance - Avvocati Associati**. L'elenco dei responsabili del trattamento è disponibile scrivendo un'email a clienti.privacy@legance.it. È possibile in ogni caso esercitare i propri diritti come stabilito dall'attuale normativa sulla protezione dei dati personali. In tale ultimo caso le richieste devono essere inoltrate via fax a **Legance - Avvocati Associati**, al n. +39 06 93 18 27 403.

Legance - Avvocati Associati ed i suoi soci non sono sottoposti alla regolamentazione della Solicitors Regulation Authority ("SRA") ed il piano assicurativo obbligatorio previsto dalla SRA non è loro applicabile (sono viceversa coperti da un apposito piano assicurativo italiano). Una lista dei soci di Legance - Avvocati Associati è consultabile presso l'ufficio di Londra in Aldermary House 10-15 Queen Street - EC4N1TX, oppure all'indirizzo <https://www.legance.it/professionisti/>. Legance LLP fornisce consulenza solo su materie di diritto italiano.