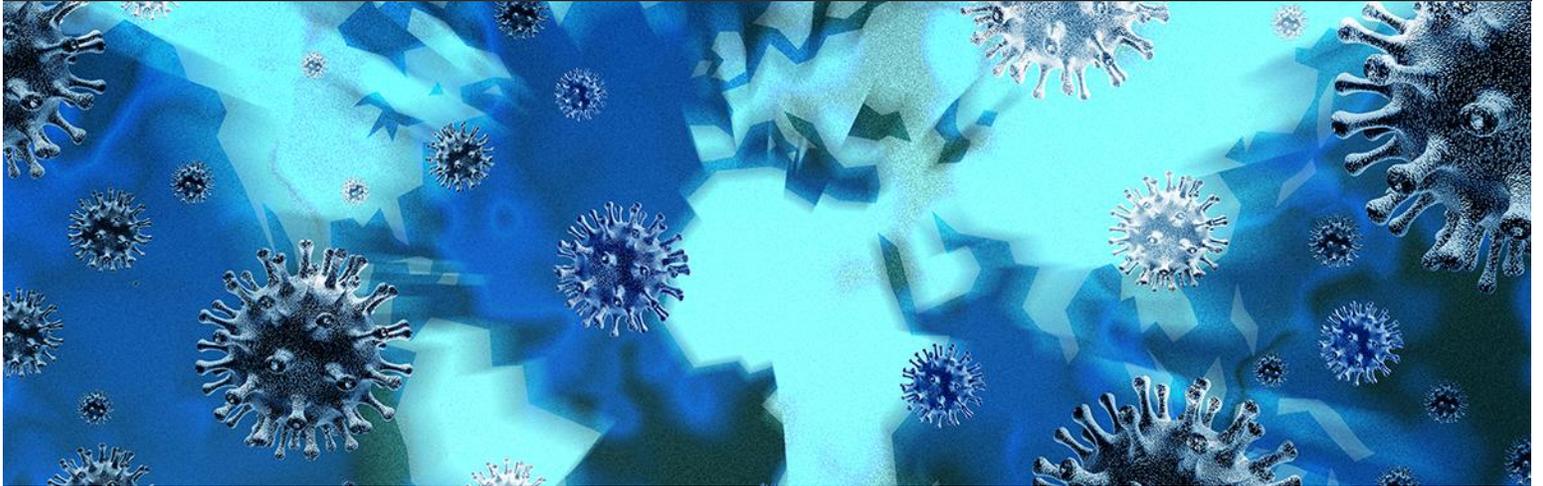


Alert | Health Emergency Preparedness Task Force: Coronavirus Disease 2019 — Focus on Italy



22 April 2020

Italian Law: Corporate Transparency and ‘Golden Power’ Provisions in Emergency Legislation for Coronavirus Disease 2019

TRASPARENZA SOCIETARIA ULTERIORMENTE RAFFORZATA E NUOVO GOLDEN POWER NEL C.D. DECRETO LIQUIDITÀ

L’effetto destabilizzante che l’epidemia COVID-19 ha comportato (anche) sui mercati e sul corso dei titoli azionari ha reso opportuna l’introduzione, a più riprese, di misure che avessero l’effetto di consentire un **monitoraggio anticipato** della movimentazione del capitale di emittenti quotati, al fine di intercettare per tempo le possibili **aggressioni esterne a società ritenute di interesse strategico**.

In questo senso, già dalle prime battute dell’epidemia, CONSOB - in linea con le raccomandazioni ESMA e con il *trend* della maggior parte dei paesi UE colpiti dal virus - aveva messo in campo una serie di provvedimenti volti, da un lato, a vietare (o comunque limitare in modo consistente) le vendite allo scoperto¹ e, dall’altro lato, a introdurre soglie anticipate per la comunicazione al mercato della detenzione di partecipazioni rilevanti. A quest’ultimo riguardo, in particolare, CONSOB - con delibera n. 21304 del 17 marzo 2020 - aveva individuato n. 48 società quotate (selezionate secondo il duplice criterio dell’*“elevato valore corrente di mercato”* e della *“diffusione dell’azionariato”*) per le quali era stato previsto

¹ Cfr. Delibera CONSOB n. 21303 del 17 marzo 2020.

l'abbassamento della soglia per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art. 120 TUF (rispettivamente all'1% del capitale per le non PMI e al 3% del capitale per le PMI).

Il d.l. 8 aprile 2020, n. 23 (c.d. "Decreto Liquidità") è ulteriormente intervenuto, agli artt. 15 e ss., proprio **con la finalità di introdurre misure che avessero l'effetto di contrastare il rischio di manovre speculative** sui titoli delle società quotate italiane **in un contesto di ribasso del corso dei titoli azionari riconducibile alla diffusione dell'epidemia da COVID-19**.

Vediamo nel dettaglio quali sono le innovazioni introdotte.

1. Le modifiche introdotte all'art. 120 TUF e le Delibere CONSOB nn. 21326 e 21327 del 9 aprile 2020

Nell'ambito delle misure adottate dal governo con il decreto liquidità occorre annoverare, anzitutto, le modifiche apportate al testo del vigente art. 120 TUF.

L'art. 17 del decreto, *"al fine di incrementare ulteriormente la trasparenza sulle acquisizioni di partecipazioni significative in situazioni di estrema volatilità del mercato come quella attuale conseguente alla diffusione dell'epidemia da COVID-19"*², ha infatti **ampliato il potere di CONSOB di disporre soglie inferiori** con riferimento alle società aventi *"capitale particolarmente diffuso"*, anche in assenza del pre-esistente requisito dell'*"elevato valore corrente di mercato"*. Ciò ha di fatto consentito l'introduzione di soglie più stringenti anche per le PMI.

CONSOB ha dato tempestiva attuazione alle disposizioni di cui al menzionato art. 17, adottando le **Delibere nn. 21326 e 21327 del 9 aprile 2020**. Tali delibere resteranno in vigore per un periodo di tre mesi (sino all'11 luglio 2020, salvo revoca anticipata, con formale abrogazione della menzionata precedente Delibera CONSOB n. 21304/2020).

Con la prima Delibera³ sono state introdotte le nuove soglie valevoli per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti (in assenza di un azionista che eserciti il controllo di diritto ai sensi dell'art. 2359 comma 1, c.c.). La delibera riguarda n. 39 società emittenti non PMI e n. 65 emittenti PMI (per un totale di 104 società quotate, rispetto alle 48 coperte dall'abrogata delibera del 17 marzo).

Le soglie sono state ridotte, rispettivamente:

- dal 3% **all'1% per le società che non sono PMI** (si tratta di 39 società indicate nella Sezione A dell'Allegato alla delibera);
- dal 5% **al 3% per le PMI** (si tratta di 65 società indicate nella Sezione B dell'Allegato alla delibera).

Ai sensi dell'art. 114, comma 5, TUF la delibera prevede che coloro che alla data di entrata in vigore (11 aprile 2020) detengano una partecipazione al capitale votante della società superiore alle nuove soglie e inferiore a quelle di cui all'art. 120, comma 2, TUF, devono darne comunicazione alla CONSOB entro dieci giorni lavorativi.

L'art. 17 del Decreto Liquidità è inoltre intervenuto modificando **il comma 4-bis dell'art. 120 TUF** stabilendo che la CONSOB potesse prevedere, con provvedimento motivato da esigenze di tutela degli investitori nonché di efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei

² Si veda la Relazione illustrativa al Decreto Liquidità *sub* art. 17.

³ Disponibile, insieme agli allegati contenenti l'elencazione delle società, al link <http://www.consob.it/web/area-pubblica/bollettino/documenti/bollettino2020/d21326.htm>

capitali, e per un limitato periodo di tempo, una **soglia anticipata del 5%** per la dichiarazione degli obiettivi di cui all'art. 120, comma 4-bis, TUF.

Con la seconda Delibera⁴ - quindi - CONSOB ha **ridotto dal 10% al 5% la soglia al superamento della quale scatta l'obbligo** in capo agli investitori di **comunicare gli obiettivi che gli stessi hanno intenzione di perseguire nei sei mesi successivi**.

La Delibera ha riguardato le stesse 104 società (ad azionariato particolarmente diffuso) indicate negli allegati alla delibera CONSOB n. 21326/20.

Gli investitori saranno, dunque, tenuti a comunicare - già con l'acquisto del 5% del capitale - le proprie strategie di investimento, e quindi, tra l'altro, se intendono fermare i propri acquisti o proseguirli, nonché se intendono eventualmente acquisire il controllo.

2. Il rafforzamento dei poteri di golden power nel c.d. Decreto Liquidità

Le misure adottate per arginare gli effetti dell'emergenza COVID-19 hanno interessato anche il c.d. *Golden Power*, che trova la propria fonte normativa primaria nel d.l. 15 marzo 2012, n. 21, successivamente convertito con legge 11 maggio 2012, n. 56 (come successivamente modificato dall'art. 4-bis del d.l. 21 settembre 2019, n. 105). Esso consiste nell'insieme dei **poteri speciali esercitabili dal Governo**, originariamente **nei settori della difesa e della sicurezza nazionale**, nonché in alcuni ambiti ritenuti di rilevanza strategica nei settori dell'**energia**, dei **trasporti** e delle **telecomunicazioni**.

Il d.l. 21/12 ha segnato storicamente il passaggio da un regime di *golden share* a un sistema c.d. di *golden power*, nel quale i poteri speciali dello Stato potevano essere esercitati "**nei confronti di tutte le società, pubbliche o private, che svolgono attività considerate di rilevanza strategica**". L'esercizio di tali poteri non era più - dunque - limitato alle sole società privatizzate o in mano pubblica, dal momento che il *golden power* avrebbe operato **a prescindere dalla titolarità in capo allo Stato di partecipazioni** nelle imprese considerate strategiche.

La disciplina introdotta con il d.l. 21/12 stabiliva, sostanzialmente, che laddove la "**minaccia [effettiva] di grave pregiudizio agli interessi essenziali della difesa e della sicurezza nazionale**" venisse rinvenuta (tenuto conto dei principi di proporzionalità e ragionevolezza), il Governo avrebbe potuto:

- dettare specifiche condizioni all'acquisto di partecipazioni;
- porre il veto all'adozione di delibere relative ad operazioni straordinarie o di particolare rilevanza, ivi incluse le modifiche di clausole statutarie eventualmente adottate in materia di limiti al diritto di voto o al possesso azionario;
- opporsi all'acquisto di partecipazioni, ove l'acquirente fosse arrivato a detenere un livello di partecipazione al capitale in grado di compromettere gli interessi strategici tutelati.

Il Decreto Liquidità è intervenuto in tema di *golden power* prevedendo, al Capo III, una serie di nuove disposizioni urgenti "**in materia di esercizio di poteri speciali nei settori di rilevanza strategica**". Tali disposizioni intervengono modificando, in parte, il dettato dell'art. 4-bis del d.l. 21 settembre 2019, n. 105 (peraltro nelle more della relativa normativa di attuazione) e, in parte, introducendo talune nuove disposizioni nel testo "primario" del d.l. 15 marzo 2012, n. 21.

⁴ Disponibile, insieme al relativo allegato contenente l'elencazione delle società, al link <http://www.consob.it/web/area-pubblica/bollettino/documenti/bollettino2020/d21327.htm>

Il Decreto Liquidità ha di fatto **precisato ed esteso l'ambito di applicazione del c.d. golden power**.

In particolare, l'insieme delle nuove disposizioni ha avuto l'effetto di:

- a) chiarire l'ambito di applicazione dell'art. 4-bis del d.l. 21 settembre 2019, n. 105. Tale norma aveva di fatto stabilito un regime transitorio finalizzato a individuare – nelle more dell'adozione dei decreti attuativi – una regolamentazione temporanea con riferimento ad alcune delle operazioni dirette a incidere sui fattori di cui alle lettere a) e b) del Regolamento (UE) 19 marzo 2019, n. 452 (definite come; “a) **infrastrutture critiche, siano esse fisiche o virtuali, tra cui l'energia, i trasporti, l'acqua, la salute, le comunicazioni, i media, il trattamento o l'archiviazione di dati, le infrastrutture aerospaziali, di difesa, elettorali o finanziarie e le strutture sensibili, nonché gli investimenti in terreni e immobili fondamentali per l'utilizzo di tali infrastrutture;** b) **tecnologie critiche e prodotti a duplice uso, quali definiti nell'articolo 2, punto 1 del regolamento (CE) n. 428/2009 del Consiglio, tra cui l'intelligenza artificiale, la robotica, i semiconduttori, la cibersicurezza, le tecnologie aerospaziali, di difesa, di stoccaggio dell'energia, quantistica e nucleare, nonché le nanotecnologie e le biotecnologie**”).

Il Decreto Liquidità (e la relativa relazione illustrativa) hanno chiarito che tra le “*infrastrutture finanziarie*” deve considerarsi **ricompreso a tutti gli effetti il settore finanziario**, includendo espressamente al suo interno “**quello creditizio ed assicurativo**”.

- b) **Estendere i poteri speciali ad alcuni nuovi settori** di attività in modo da assicurare copertura anche alle residue categorie individuate alle lettere c), d) ed e) dell'art. 4, par. 1 del Regolamento (UE) 19 marzo 2019, n. 452. Si tratta, in particolare, dei settori relativi a:
- **approvvigionamento di fattori produttivi critici** (tra cui l'energia e le materie prime, nonché la sicurezza alimentare);
 - **accesso a informazioni sensibili**, compresi i dati personali, o la capacità di controllare tali informazioni;
 - **libertà e pluralismo dei media**.
- c) **Estendere l'obbligo di notifica degli acquisti di partecipazioni di controllo** con riferimento ai settori dell'energia, trasporti e comunicazioni (nonché nei settori di cui all'art. 4, par. 1 del Regolamento (UE) 452/2019) originariamente previsto dall'art. 2, comma 5 del d.l. 21/12 soltanto nei confronti di soggetti *extra*-UE **anche agli acquisti di partecipazioni di controllo eventualmente operati da soggetti UE**.
- d) **Estendere l'obbligo di notifica per i soggetti *extra*-UE** nei settori dell'energia, trasporti e comunicazioni (nonché nei settori di cui all'art. 4, par. 1 del Regolamento (UE) 452/2019) anche **alle ipotesi di acquisti che comportino l'attribuzione di una quota dei diritti di voto o del capitale pari almeno al 10%**, purché il valore complessivo dell'investimento sia pari ad **almeno Euro 1 milione**, con ulteriore obbligo di notifica del superamento delle successive soglie del 15%, 20%, 25% e 50%.
- e) Prevedere un temporaneo **ampliamento del novero delle operazioni societarie suscettibili di fare scattare l'esercizio dei poteri speciali riconosciuti al Governo**,

prevedendo che tali poteri possano essere esercitati anche nel caso **di assunzione di delibere che determinino modifiche nel controllo** o nella titolarità degli *asset* considerati strategici.

- f) Prevedere che **i poteri speciali possano essere attivati anche d'ufficio**, introducendo la possibilità che la Presidenza intervenga *motu proprio* sia in caso di violazione dell'obbligo di notifica, sia con finalità di indagine, essendole riconosciuto il **potere di richiedere informazioni ed esibire documenti** a enti pubblici o privati.

La nuova disciplina interviene in un contesto giuridico “fluido”, nel quale si sono da ultimo inserite le **linee guida della Commissione europea** (la “**Commissione**”) del 25 marzo u.s. sulla protezione di *asset* strategici, in cui la stessa Commissione ha sottolineato che, nel contesto dell'attuale pandemia di Covid-19, gli Stati membri sono legittimati ad invocare le eccezioni di “ordine pubblico o pubblica sicurezza” di cui all'articolo 65 TFUE. Queste ultime consentono un inasprimento del controllo sugli investimenti esteri per salvaguardare, *inter alia*, la sanità pubblica, la stabilità finanziaria o la fornitura di servizi pubblici essenziali, a condizione però che le misure adottate a tale fine soddisfino i requisiti di proporzionalità e adeguatezza.

Il predetto documento, frutto del lavoro della Direzione generale della Commissione per il commercio estero, concerne gli **investimenti provenienti da Paesi extra-UE** e si pone così nel solco del già citato Regolamento (UE) 452/2019, che consente lo *screening* degli investimenti esteri sia da parte degli Stati membri sia della Commissione, specialmente quando tali investimenti rischino di pregiudicare programmi UE (ad esempio, Horizon 2020).

Per quanto riguarda gli **investimenti tra Stati membri dell'UE**, rimangono validi i principi posti dalla consolidata giurisprudenza della Corte di giustizia in tema di circolazione di capitali e diritto di stabilimento nel mercato interno (artt. 63 e 49 TFUE). In generale, secondo la Corte, il perseguimento di interessi generali di salute pubblica o di sicurezza può giustificare alcune restrizioni alle libertà fondamentali sancite dai Trattati. Tuttavia, le norme nazionali devono essere redatte in modo da consentire agli investitori un esame *ex ante* delle limitazioni relative ai settori e alle operazioni coperte dalle misure restrittive. Lo Stato membro, dunque, non può agire in modo unilaterale né addurre come giustificazione il mero “interesse nazionale”.

Ciò premesso, come ricordato dalla Vice-Presidente della Commissione europea e responsabile della Direzione generale per la Concorrenza Margrethe Vestager, al fine di proteggere le imprese strategiche, gli Stati membri dell'UE potrebbero anche ricorrere ad acquisizioni di partecipazioni nel capitale di queste ultime. Tuttavia, anche in tale evenienza, l'influenza che questo potrebbe esercitare sulla gestione e sul controllo dovrebbe essere proporzionato alla dimensione della partecipazione acquisita. Infatti, la previsione di diritti di veto non proporzionati, nello Statuto o in eventuali patti parasociali, potrebbe confliggere con i principi posti dalla Corte di giustizia.

** This GT Alert is limited to non-U.S. matters and law.*

For more information and updates on the developing COVID-19 situation, visit [GT's Health Emergency Preparedness Task Force: Coronavirus Disease 2019](#).

Author

This GT Alert was prepared by:

- [Francesca G. Torricelli](#) | + (39) 02.771971 | Francesca.Torricelli@gtlaw.com
- [Pietro Missanelli](#) | + (39) 02.771971 | Pietro.Missanelli@gtlaw.com

Albany. Amsterdam. Atlanta. Austin. Boca Raton. Boston. Chicago. Dallas. Delaware. Denver. Fort Lauderdale. Germany. [~]Houston. Las Vegas. London. ^{*}Los Angeles. Mexico City. ⁺Miami. Milan. [»]Minneapolis. Nashville. New Jersey. New York. Northern Virginia. Orange County. Orlando. Philadelphia. Phoenix. Sacramento. San Francisco. Seoul. [∞]Shanghai. Silicon Valley. Tallahassee. Tampa. Tel Aviv. [^]Tokyo. [‡]Warsaw. ⁻Washington, D.C.. West Palm Beach. Westchester County.

This Greenberg Traurig Alert is issued for informational purposes only and is not intended to be construed or used as general legal advice nor as a solicitation of any type. Please contact the author(s) or your Greenberg Traurig contact if you have questions regarding the currency of this information. The hiring of a lawyer is an important decision. Before you decide, ask for written information about the lawyer's legal qualifications and experience. Greenberg Traurig is a service mark and trade name of Greenberg Traurig, LLP and Greenberg Traurig, P.A. ⁻Greenberg Traurig's Berlin office is operated by Greenberg Traurig Germany, an affiliate of Greenberg Traurig, P.A. and Greenberg Traurig, LLP. ^{}Operates as a separate UK registered legal entity. ⁺Greenberg Traurig's Mexico City office is operated by Greenberg Traurig, S.C., an affiliate of Greenberg Traurig, P.A. and Greenberg Traurig, LLP. [»]Greenberg Traurig's Milan office is operated by Greenberg Traurig Santa Maria, an affiliate of Greenberg Traurig, P.A. and Greenberg Traurig, LLP. [∞]Operates as Greenberg Traurig LLP Foreign Legal Consultant Office. [^]Greenberg Traurig's Tel Aviv office is a branch of Greenberg Traurig, P.A., Florida, USA. [‡]Greenberg Traurig Tokyo Law Offices are operated by GT Tokyo Horitsu Jimusho, an affiliate of Greenberg Traurig, P.A. and Greenberg Traurig, LLP. ⁻Greenberg Traurig's Warsaw office is operated by Greenberg Traurig Grzesiak sp.k., an affiliate of Greenberg Traurig, P.A. and Greenberg Traurig, LLP. Certain partners in Greenberg Traurig Grzesiak sp.k. are also shareholders in Greenberg Traurig, P.A. Images in this advertisement do not depict Greenberg Traurig attorneys, clients, staff or facilities. No aspect of this advertisement has been approved by the Supreme Court of New Jersey. ©2020 Greenberg Traurig, LLP. All rights reserved.*