

Virus in fabula
Diritti e Istituzioni
ai tempi del covid-19

a cura di

Gian Paolo Dolso

Maria Dolores Ferrara

Davide Rossi

Il presente volume è stato pubblicato con il finanziamento del Fondo servizi studenti del Corso di studio in Giurisprudenza e con i Fondi del Dipartimento di Scienze Giuridiche, del Linguaggio, dell'Interpretazione e della Traduzione dell'Università di Trieste.



EUT Edizioni Università di Trieste 2020

ISBN 978-88-5511-179-9 (print)
ISBN 978-88-5511-180-5 (online)

EUT - Edizioni Università di Trieste
Via E. Weiss, 21 – 34128 Trieste
eut@units.it
<http://eut.units.it>
<https://www.facebook.com/EUTEditioniUniversitaTrieste>

IL DIRITTO DELL'IMPRESA E LA SFIDA DEL COVID-19

MASSIMO BIANCA, GIULIA SERAFIN*

1. *Introduzione: un metodo per una legislazione emergenziale?*

Il diritto commerciale è solito occuparsi della “crisi dell’impresa”, ancora disciplinata dal R.D. n. 267/1942, dato che l’entrata in vigore del Codice della Crisi di Impresa e dell’Insolvenza (D. Lgs. 12 gennaio 2019 n. 14) è stata differita al 2021 propria a causa della pandemia¹.

Ma quella scatenata dal COVID-19 è ben altra cosa, che va molto al di là della “crisi”, essenzialmente individuale, perché finanziaria e non pandemica, cui quei provvedimenti si rivolgono.

Le differenze sono così tante che è appena il caso di indicarne alcune.

Perché nel tentativo di contrastare la diffusione del virus il governo ha dovuto imporre una lunga e non preventivabile sospensione della gran parte delle attività produttive, a prescindere dal loro stato salute finanziaria; perché tale sospensione ed il drastico calo dei consumi indotto dalle limitazioni alla libertà di circolazione hanno comportato un vertiginoso calo dei fatturati, appena compensato dall’allargamento dell’accesso alla cassa integrazione guadagni ad un livello già in pochi mesi superiore al precedente record segnato nell’intero 2009²; perché i bassi redditi erogati dalla CIG non possono certo giovare ai

* Il primo è Professore ordinario di Diritto commerciale nell’Università di Trieste; la seconda è Dottoranda di ricerca nell’Università “Ca’ Foscari” di Venezia. Il saggio è stato pensato, curato, discusso e studiato all’unisono dai due estensori. Per mere esigenze curriculari, si segnala che i primi tre paragrafi vanno esclusivamente attribuiti a Massimo Bianca; il quarto paragrafo a Giulia Serafin.

¹ Scelta caldeggiata dalla dottrina. Tra i tanti, M. Fabiani, *Il codice della crisi al tempo del Coronavirus*, in *Il Quotidiano Giuridico*, 27.03.2020; M. Irrera, *Le procedure concorsuali al tempo del Coronavirus: alcune proposte*, in *Ildirittobancario.it*.

² Si veda C. Carchio, *Gli ammortizzatori sociali alla prova dell’emergenza Covid-19: un’ennesima conferma*, in *Il Lavoro nella Giurisprudenza*, 2020, 5, p. 454.

consumi; perché la sospensione ope legis dell'attività ha posto la questione della sorte dei contratti in corso (mancanza di causa in concreto, forza maggiore o impossibilità sopravvenuta) che genereranno un contenzioso già di per sé pernicioso per le imprese.

Ma, soprattutto, perché l'impreparazione e l'incertezza sono dominanti, visto che nessuno sapeva e nessuno sa quanto questa pandemia potrà durare e se, quando, dove e come potrà ripresentarsi. Merita solo aggiungere che se è vero che questa incertezza è ora planetaria, l'Italia è stata il primo Paese occidentale a doversene urgentemente occupare.

Al cospetto di un simile scenario è doveroso chiedersi se e come i *policymakers*, qui intesi nel senso più lato del termine e prescindendo dalle fonti e dai processi normativi utilizzabili, possano intervenire³.

È possibile immaginare un metodo e se sì, quale? Come è facile intuire, nessuno – tanto meno chi scrive – possiede una ricetta testata e valida per tutti; ma ciò non esime dal provare a tracciare qualche coordinata atta ad orientare le scelte riguardanti il diritto dell'impresa.

Che si debba intervenire sembra pressoché scontato. Anche a voler credere nelle virtù autoregolatrici del mercato, questo non è preparato ad affrontare da sé una simile emergenza, né si può pretendere che lo faccia; con il rischio, per di più, che questa venga sfruttata da taluni a detrimento di altri, dell'intero comparto e, persino, dell'economia nazionale. Tanto meno, sono preparate le imprese, i cui manager mai avrebbero pensato di dover fronteggiare un simile grado di incertezza.

Tuttavia, ciò non vuol dire che si debba intervenire a tutti i costi, solo in omaggio, magari, ad un'attesa e quindi per ciò solo ineluttabile reazione.

Come ben illustra uno studio ancora in corso di pubblicazione⁴, al rischio di politiche asservite alla mera ricerca del consenso, che a volte potrebbero spingere verso scelte meno impopolari di quelle indicate dalla scienza – si pensi alla istituzione delle c.d. “zone rosse”- , si aggiunge quello di un pericoloso effetto trascinarsi; questo potrebbe essere indotto, ad esempio, tanto dall'avvertita necessità di emulare le scelte altrui – anche di altri legislatori -, quanto da una sorta di competizione tra le autorità dello stesso paese, com'è quella che può crearsi tra i *policymakers* e le autorità di vigilanza.

³ Il Governo italiano è intervenuto attraverso la decretazione d'urgenza, il D.L. 02.03.2020 n. 9, il D.L. 17.03.2020 n. 18, il D.L. 08.04.2020 n. 23 e, al momento della redazione di questo scritto, il D.L. 05.06.2020 n. 40. Sul punto M. Irrera, *Introduzione*, in *Il diritto dell'emergenza: profili societari, concorsuali, bancari e contrattuali*, a cura di Irrera, Centro studi RES, Torino, 2020, p. 1.

⁴ Ci riferisce al saggio di L. Enriques, *Pandemic Resistant Corporate Law: How to Help Companies Cope with Existential Threats and Extreme Uncertainty During the Covid-19 Crisis*, destinato alla pubblicazione in *European Company and Financial Law Review*, gentilmente messo a disposizione dall'Autore con l'autorizzazione alla citazione.

Ad ogni modo, una volta assodato che si debba intervenire, si possono presentare due alternative, peraltro non sempre equivalenti, dato che per le materie oggetto di disciplina europea si dovrà tenere conto degli spazi di manovra da questa concessi.

La prima è la più semplice: si possono sospendere alcune delle più rigorose regole in vigore, soluzione cui il nostro Governo è ampiamente ricorso per il diritto societario⁵, applicare regole meno rigorose a fattispecie sin lì rette da norme più severe o, all'opposto, regole più severe a fattispecie sin lì esentate.

La seconda è più complessa, visto che si tratta di varare nuove regole; con il rischio, però, di non valutarne adeguatamente l'impatto o di cedere, com'è facile in situazioni contingenti, alla tentazione di un malcelato protezionismo. Da almeno tre secoli la storia del diritto commerciale è segnata da scelte errate e conservatrici, frettolosamente assunte sull'onda di eventi eccezionali⁶.

Pertanto, qualunque sia la soluzione, è bene che questa preveda una *sunset clause*, che stabilisca a priori la durata della misura, salva la possibilità di prorogarla espressamente nel persistere dell'iniziale esigenza⁷.

Fermo restando che la misura dovrà comunque essere proporzionata alla necessità che si intende così soddisfare, selezionata in guisa da evitare interventi più ampi del necessario, un'altra alternativa che si presenta, tipica del diritto societario, è se imporla per legge o rimetterne l'applicazione all'autonomia privata. Soluzione, quest'ultima, che potrebbe anche affascinare chi postula che soci e manager assumono sempre le scelte migliori per la loro società e che pone, però, almeno altre due questioni: in primo luogo, se sia meglio ricorrere allo "opt-in" o allo "opt-out", consapevoli che nel primo caso il rischio di scelte inefficienti è maggiore, e, in secondo luogo, a quale organo sociale de-

⁵ Per una breve, ma efficace, sintesi, si veda G. Presti, M. Rescigno, *Le novità del diritto commerciale nella legislazione d'emergenza sanitaria (aggiornata al 11.05.2020)*, *Addendum a Manuale di diritto commerciale*, Zanichelli, Bologna, 2019⁹. Tra le tante disposizioni di cui è stata temporaneamente sospesa l'efficacia non rientra, però, l'art. 2486, terzo comma, c.c., appena temperato dalla sospensione emergenziale della disciplina della perdita del capitale sociale. In merito ad un'attenuazione emergenziale anche delle regole sulla responsabilità dei componenti degli organi sociali si veda, ancorché non con specifico riferimento alla disposizione ricordata, L. Enriques, *Pandemic Resistant Corporate Law: How to Help Companies Cope with Existential Threats and Extreme Uncertainty During the Covid-19 Crisis*, cit.

⁶ È emblematico il *Bubble Act* precipitosamente varato dal parlamento britannico sull'onda della crisi del mercato finanziario innescata nel 1720 dal crollo dei titoli della South Sea Company. Si rinvia a M. Bianca, *La rappresentanza assembleare nelle società a capitale diffuso*, Cedam, Padova, 2003, p. 20.

⁷ Si veda nuovamente L. Enriques, *Pandemic Resistant Corporate Law: How to Help Companies Cope with Existential Threats and Extreme Uncertainty During the Covid-19 Crisis*, cit.; I. Pollastro, *La tutela delle imprese italiane: tra misure adottate (Golden Power) e misure suggerite (voto maggiorato)*, in *Il diritto dell'emergenza: profili societari, concorsuali, bancari e contrattuali*, cit., p. 80.

mandare la relativa decisione (al CdA o all'assemblea) e quale voto prevedere per la sua adozione (maggioranze rafforzate o minoranze ostative)⁸.

Infine, si deve tener conto del fatto che ci si trova in presenza di un sistema, si pensi al diritto societario e al diritto dei mercati finanziari, di cui i singoli interventi dovranno comunque salvaguardare i principi ordinanti ed il complessivo equilibrio. I geni della legislazione emergenziale non possono stravolgerlo, né rimanere nel tessuto del diritto dell'impresa più del necessario.

Alla luce di queste brevi premesse, questo saggio intende indagare come si sia mosso il nostro legislatore. Dati i limiti imposti dai Curatori del volume, ci si tratterà soltanto su alcuni temi, scelti tra i tanti ricavabili soprattutto dalla decretazione d'urgenza. Nella prima parte ci si occuperà della Golden Power e delle sue possibili alternative; nella seconda parte dei provvedimenti assunti, soprattutto da parte della CONSOB, nel tentativo di contrastare l'eccessiva fluttuazione dei titoli azionari sul mercato finanziario.

2. Golden Power e legislazione emergenziale

Com'è noto, allo scopo di salvaguardare gli assetti proprietari delle società operanti in settori strategici e di interesse nazionale, sin dalla metà degli anni '90 anche il nostro ordinamento⁹ attribuisce al Governo il potere di vietare o imporre cautele per alcune loro operazioni straordinarie, quali il trasferimento del controllo. Tuttavia, l'iniziale disciplina, recata dall'art. 2 del D.L. n. 332 del 1994 e dall'art. 4 della legge finanziaria 2004 ed operante solo ove lo Stato detenesse una partecipazione azionaria (c.d. *Golden Share*), era presto fatta oggetto di censure da parte delle istituzioni europee¹⁰.

⁸L. Enriques, *Pandemic Resistant Corporate Law: How to Help Companies Cope with Existential Threats and Extreme Uncertainty During the Covid-19 Crisis*, cit.

⁹La disciplina si ricollega agli istituti della *goldenshare* e dell'*action spécifique*, rispettivamente previsti nell'ordinamento inglese e francese.

¹⁰La Commissione censurava i poteri speciali risultanti dalla previgente normativa, ritenuti incompatibili con gli artt. 63 e 49 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (Tfue). Per definire i criteri di compatibilità comunitaria, la Commissione europea aveva adottato nel 1997 una apposita Comunicazione, chiarendo che il loro esercizio deve comunque avvenire senza discriminazioni e fondarsi su criteri obiettivi e stabili, resi pubblici, e giustificato da motivi di interesse generale. A seguito dell'introduzione del D.L. n. 21/2012, la procedura di infrazione promossa dalla Commissione si è chiusa nel febbraio del 2017. Sul punto si vedano, *ex multis*, anche per la ricostruzione delle vicende che portarono alla riforma della previgente disciplina: F. Ghezzi, M. Botta, *Standard di valutazione, interessi nazionali ed operazioni di concentrazione in Europa e negli Stati membri tra spinte centrifughe ed effetti di spill-over*, in *Rivista delle Società*, 2018, 4, p. 1047; M. Lamandini, *Golden Share e libera circolazione dei capitali in Italia e in Europa*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2016, vol. I, p. 271; A. Triscornia, *Golden Power: un difficile connubio tra alta amministrazione e diritto societario*, in *Rivista delle Società*, 2019, 4, p. 733.

Anche per questo, l'intera normativa veniva ridisegnata dal vigente D.L. 15 marzo 2012 n. 21¹¹, che ne estende l'operatività anche alle società non partecipate, da cui la locuzione *Golden Power*, e meglio definisce l'ambito oggettivo e soggettivo, la tipologia, le condizioni e le procedure di esercizio dei poteri esperibili nei settori di rilevanza strategica.

In breve, il D.L. n. 21/2012 prevede che i soggetti extra UE che intendano acquisire partecipazioni nelle predette imprese debbano preventivamente fornire alla Presidenza del Consiglio dei Ministri una completa informativa sull'operazione¹² e che, in esito al suo esame, il governo possa assumere varie iniziative, tra le quali: vietare l'acquisto, condizionarlo al rispetto di prescrizioni o vietare l'assunzione di decisioni e delibere societarie che dispongano operazioni straordinarie, quali la scissione o la fusione, o altre operazioni, come la cessione dell'azienda o del cambiamento dell'oggetto sociale. Sul piano sanzionatorio, è prevista la comminazione di sanzioni pecuniarie e, soprattutto, di rimedi reali, qual è la declaratoria di nullità degli atti posti in essere da soggetti che non abbiano adempiuto agli obblighi informativi e di notifica.

Il tema, già in auge negli ultimi mesi del 2019 per la necessità di adeguare il decreto attuativo al Regolamento UE 2019/452, saliva alla ribalta in conseguenza della pandemia che, trascinando al ribasso i listini dei mercati regolamentati, diffondeva il timore¹³ di acquisizioni predatorie di imprese strategiche per l'interesse nazionale, ad iniziare da quelle farmaceutiche impegnate nella ricerca di un vaccino¹⁴.

Fatte proprie tali preoccupazioni, il Governo, anche sulla scorta delle indicazioni elaborate dalla Commissione UE, ridisegnava in via d'urgenza parte dell'impianto normativo tramite gli artt. 15, 16 e 17 del D.L. n. 23/2020, convertito dalla L. 05.06.2020 n. 40¹⁵.

¹¹ Convertito dalla L. n. 56/2012, ed in seguito più volte modificato, da ultimo, prima degli interventi suggeriti dalla pandemia, dal D.L. n. 105/2019

¹² Per una breve ma efficace descrizione si veda I. Pollastro, *La tutela delle imprese italiane: tra misure adottate (Golden Power) e misure suggerite (voto maggiorato)*, cit., p. 81.

¹³ Preoccupazione ben percepibile, ad esempio, nelle Linee Guida sull'applicazione del Regolamento UE 2019/452 varate dalla Commissione UE il 09.04.2020, dove si legge "The COVID-19 related emergency is having pervasive effects on the economy of EU (...) Among the possible consequences of current economy shock is an increased potential risk to strategic industries, in particular but by no means limited to healthcare related industries (...). The resilience of these industries...should be at the forefront of the combined efforts both at the EU and at Member State Level. However, today more than ever, the EU openness to foreign investment needs to be balanced by appropriate screening tools".

¹⁴ Sempre a livello europeo, merita ricordare l'accordo concluso dalla Commissione EU, con il partenariato di Italia, Olanda, Francia e Germania, con le principali case farmaceutiche, per l'ordine preventivo di vaccino per un importo di 2,4 miliardi di euro. Si veda ANSA, *Covid-19, patto Commissione UE, produttori per vaccino*, ultimo accesso 17.06.2020.

¹⁵ Sul punto si consulti E. Bonelli, Erede with Pappalardo, *Task Force Golden Power*, 10.06.2020.

Non potendo dare analitico conto di tutte le novità introdotte dalla legislazione emergenziale, ci si limita ad alcuni cenni¹⁶.

Si segnala anzitutto che, in attesa del già ricordato decreto attuativo del Regolamento UE 2019/452, i settori strategici vengono fortemente estesi. In primo luogo, chiarendo che le infrastrutture finanziarie, già rientranti tra quelle “critiche”, comprendono anche il settore creditizio e assicurativo; poi, precisando che il settore sanitario comprende la produzione, l’importazione e la distribuzione all’ingrosso di dispositivi medicali, medicochirurgici e di protezione individuale; infine, aggiungendo tre categorie di attività, riguardanti la sicurezza dell’approvvigionamento di fattori produttivi critici, l’accesso alle informazioni sensibili e la pluralità dei mezzi di informazione.

Un’altra importante novità attiene all’ambito di operatività della disciplina, estesa anche ai soggetti infra-UE che, tramite l’operazione oggetto di notifica, assumano il controllo societario¹⁷.

Il decreto amplia, inoltre, il novero delle operazioni che necessitano di un’autorizzazione, comprendendovi anche le delibere che comportino modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità di asset nei settori strategici.

Infine, il Golden Power è ora esercitabile anche d’ufficio e non solo a seguito della notifica alla Presidenza del Consiglio dei Ministri; si tratta di una novità di rilievo, soprattutto alla luce delle ulteriori modifiche apportate dall’art. 17 D.L. n. 23/2020 all’art. 120 del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (Tuf)¹⁸.

3. *Il potenziamento del Golden Power: considerazioni di metodo e di merito*

L’operato del legislatore si presta ad alcune brevissime considerazioni di metodo e di merito.

Sul primo versante il giudizio è sostanzialmente positivo, visto che l’azione del Governo appare conforme alla metodologia individuata nel primo paragrafo.

¹⁶ Si veda I. Pollastro, *La tutela delle imprese italiane: tra misure adottate (Golden Power) e misure suggerite (voto maggiorato)*, cit., p. 82.

¹⁷ L’estensione infracomunitaria rientra tra le eccezionali limitazioni alla libertà di circolazione dei capitali per ragioni di ordine pubblico o di sicurezza consentite dall’art. 65 T.fue. Il punto è sottolineato nella Comunicazione della Commissione Ue dd. 25.03.2020, annessa alle Linee Guida dd. 09.04.2020.

¹⁸ L’art. 17 del D.L. n. 23/2020 modifica l’art. 120, comma 4-bis, del Tuf, che consente alla Consob di ridurre al 5% la soglia di acquisto di capitale che deve essere fatto oggetto di comunicazione, eliminando l’inciso che ne disponeva l’applicazione alle sole società a capitale diffuso “*ad elevato valore corrente di mercato*”. L’espunzione del secondo presupposto dovrebbe aprirne l’applicazione anche alle PMI emittenti titoli negoziati nei mercati regolamentati. Si veda I. Pollastro, *La tutela delle imprese italiane: tra misure adottate (Golden Power) e misure suggerite (voto maggiorato)*, cit., p. 82.

Anzitutto perché un intervento ed il ricorso alla decretazione d'urgenza erano quantomai opportuni, viste le pericolose fluttuazioni dei mercati e l'improvvisa consapevolezza del moltiplicarsi dei settori divenuti strategici a causa della pandemia¹⁹.

In secondo luogo, è apprezzabile che il legislatore, anziché varare delle norme del tutto nuove, si sia per lo più limitato ad ampliare la portata di quelle già vigenti, estese, secondo la metodologia sopra ricordata, anche a fattispecie e soggetti diversi da quelli precedentemente contemplati.

Infine, è bene che si sia da subito previsto che le novità di maggiore impatto trovino applicazione solo fino al 31.12.2020. La *sunset clause* riguarda l'obbligo di informare le autorità delle delibere societarie concernenti asset strategici²⁰, l'obbligo di tenere conto, nei settori agroalimentare e siderurgico, anche del mantenimento dei livelli occupazionali e della produttività nazionale, l'obbligo di comunicare le maggiori soglie di capitale raggiunte dagli investitori extra-UE che già lo detengono in misura pari ad almeno il 10%.

I giudizi di merito sono, invece, più articolati e si dubita che il potenziamento del *Golden Power*, ritenuto comunque ancora troppo lento e macchinoso²¹, possa davvero scongiurare le iniziative predatorie che, si obietta, potrebbero invece essere meglio arginate ricorrendo ad alcuni istituti tipici del diritto societario, che qui ci si permette di dare per noti.

Una prima alternativa viene individuata nella maggiore diffusione del voto maggiorato che, elevando il quoziente necessario al raggiungimento del controllo, rende più costoso il lancio di scalate ostili²². In particolare, si è proposto di far salvo il meccanismo dell'*opt-in*, che richiede l'assunzione di una conforme delibera da parte dell'assemblea, ma di facilitare l'introduzione della clausola tramite una riduzione del quorum deliberativo; a scampo di una corrispondente penalizzazione dei soci di minoranza e del mercato, si è proposto

¹⁹ Va altresì considerato che, viste la Comunicazione e le Linee guida della Commissione EU, molti Stati Membri metteranno mano alla rispettiva disciplina interna e che i conseguenti maggiori livelli di protezione delle imprese possano finire per esporre ad un maggior rischio quelle altrove non altrettanto tutelate.

²⁰ L'art. 15, comma 3-bis, ha ad oggetto "*le delibere, gli atti o le operazioni, adottati da un'impresa che detiene beni e rapporti nei settori di cui all'articolo 4, paragrafo 1, lettere a), b), c), d) ed e) del regolamento (UE) 2019/452 (...) che abbiano per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità di detti attivi o il cambiamento della loro destinazione*".

²¹ Si vedano le perplessità sollevate da I. Pollastro, *La tutela delle imprese italiane: tra misure adottate (Golden Power) e misure suggerite (voto maggiorato)*, cit., p. 83.

²² Nell'impossibilità di dar conto dei tanti studi a commento del d.l. 91/2014, che sopprimendo il divieto di azioni a voto multiplo consente di inserire nello statuto delle società quotate una clausola che attribuisce un doppio voto agli azionisti che detengano i titoli per almeno 24 mesi (*Loyalty Share*), si veda: P. Marchetti, *Note sparse sulle "Loyalty Shares"*, in *Rivista delle società*, 2018, 5, p. 1549.

di limitare la durata delle clausole così inserite alla cessazione della pandemia.

Una seconda soluzione, cui da inizio anno stanno in effetti ricorrendo molte corporation statunitensi²³, potrebbe risiedere nell'introduzione delle c.d. *poison pills* avverso le scalate ostili²⁴; com'è noto, però, si tratta di strumenti generalmente estranei al contesto europeo²⁵. Un'alternativa potrebbe allora essere quella di inserire delle clausole di gradimento, che rimettano all'organo amministrativo l'autorizzazione al trasferimento di azioni per percentuali superiori a determinate soglie di capitale²⁶.

Le anzidette perplessità convincono, però, solo in parte.

Non potendosi operare un attento confronto tra le diverse soluzioni²⁷, ci si limita anzitutto ad osservare che il loro rapporto non andrebbe posto in termini alternativi, ma, eventualmente, concorrenti e che al potenziamento del *Golden Power* potrebbero semmai aggiungersi, ma non sostituirsi, le ulteriori difese introducibili ad opera dell'autonomia statutaria

D'altronde, sono strumenti tutt'altro che fungibili: mentre d'un lato si tratta di un ampliamento delle prerogative del Governo, nell'altro si discute di cautele e deterrenti pur sempre rimessi, tanto per l'introduzione, quanto nell'effettivo esercizio, all'autonomia ed all'iniziativa privata, ambedue troppo incerte per assicurare la tutela delle imprese strategiche eccezionalmente richiesta dalla pandemia.

In secondo luogo, si deve considerare che mentre il *Golden Power* si applica solo in presenza di eventi straordinari, gli altri strumenti, operando a prescindere da siffatti eventi, avrebbero comunque delle dirette e non preventivabili conseguenze sulla governance delle imprese e sul corso delle loro partecipazioni, non del tutto mitigabili anche nel caso in cui se ne rimettesse l'introduzione alla scelta statutaria (*opt-in*).

È infine evidente che il più caldeggiato di questi strumenti, il voto maggiorato, presenta dei problemi applicativi, come la decorrenza, che ne potrebbero troppo differire gli effetti attesi.

²³ Così L. Enriques, *Pandemic Resistant Corporate Law: How to Help Companies Cope with Existential Threats and Extreme Uncertainty During the Covid-19 Crisis*, cit.

²⁴ Si veda la sempre efficace descrizione fattane da: G. Ferrarini, G. Miller, *A Simple Theory of Take Over Regulation in United States and Europe*, in *Rivista delle società*, 2010, 4, p. 680.

²⁵ L. Enriques, *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sull'opa nell'Unione Europea*, in *Rivista delle Società*, 2010, 6, p. 657.

²⁶ Così, seppur in termini assolutamente generali e non con specifico riferimento all'Italia, L. Enriques, *Pandemic Resistant Corporate Law: How to Help Companies Cope with / Existential Threats and Extreme Uncertainty During the Covid-19 Crisis*, cit.

²⁷ Offerta da I. Pollastro, *La tutela delle imprese italiane: tra misure adottate (Golden Power) e misure suggerite (voto maggiorato)*, cit., p. 84.

4. *La tutela dei mercati tra pandemia e speculazioni al ribasso*

Nella seconda parte di questo scritto verranno brevemente esaminati i provvedimenti assunti dalla Consob nel tentativo di contrastare l'eccessiva fluttuazione dei titoli quotati sui mercati regolamentati; indagine condotta soprattutto allo scopo di verificare i limiti e le possibilità di azione delle singole Autorità nazionali nel contesto europeo.

Al fine di dare debito conto della situazione fronteggiata, si rammenta che, come accennato in apertura, non solo le imprese strategiche, ma anche i mercati finanziari sono stati coinvolti dalla pandemia. Già alle sue prime avvisaglie, i prezzi dei titoli quotati nelle borse europee subivano un forte calo ed i principali indici finanziari registravano una tendenza negativa. In Italia, ad esempio, il FTSE MIB segna tra il 6 e il 12 marzo 2020 un calo di ben 28,39 punti percentuali.

Un simile scenario genera delle forti spinte emozionali e da più parti si insiste affinché la Consob sospenda del tutto le contrattazioni di borsa. Si tratta, però, di pressioni che non tengono conto della disciplina di settore. A tal proposito merita ricordare che la Consob non ha il potere di sospendere le contrattazioni per un generale andamento negativo dei mercati. Invero, ai sensi dell'art. 66-*quater* del Tuf, l'Autorità può adottare un provvedimento di sospensione o esclusione di uno strumento finanziario dalle negoziazioni limitatamente alle finalità dei poteri di vigilanza che le sono concessi; vigilanza tesa a garantire la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori e che, dunque, non può essere piegata ad un'interpretazione che giustifichi un intervento volto a prevenire fisiologici andamenti negativi del mercato, ancorché dovuti a cause esogene della portata di una pandemia²⁸.

²⁸ L'art. 62 del Tuf stabilisce che la Consob vigila sulle sedi di negoziazione e sui relativi gestori, al fine di assicurare la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori. Ulteriormente, l'Autorità può adottare i provvedimenti che ritiene necessari in circostanze di necessità e di urgenza ma, in ogni caso, limitatamente alle finalità precedentemente indicate. La scelta, del resto, è logicamente conseguente a quella della privatizzazione della gestione dei mercati finanziari, «da relazione strumentale con gli obiettivi che giustificano il controllo è [...] necessaria, stante la possibilità conferita all'autorità di esperire interventi su soggetti, le società di gestione, cui sono stati riconosciuti ampi poteri di regolamentazione diretta dei mercati»: R. Brizzi, M. Doria, *La vigilanza dei mercati*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Giuffrè, Milano, 1998, p. 490 ss. Sulle competenze della Consob si rinvia a: L. Enriques, M. Gargantini, *La Consob: natura, organizzazione e funzioni*, in *Il testo unico finanziario*, Zanichelli, Bologna, 2020, vol. I, pp. 279 ss. Sull'evoluzione storica della disciplina dei mercati borsistici, si vedano: F. Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2020¹⁰, pp. 10 ss.; R. Costi, *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2018¹¹, pp. 17 ss.; N. Banchelli, M. C. Sciarra, *La disciplina dei mercati*, in *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, a cura di E. Galanti, in *Trattato di diritto dell'economia*, diretto da Picozza e Gabrielli, Cedam, Padova, 2008, vol. V, pp. 1065 ss.

D'altronde, anche a voler ipotizzare un simile potere, non è detto che questo potesse essere concretamente esercitato e che la misura non andasse a creare più problemi di quanti avrebbe voluti risolverne. La decisione di chiudere del tutto le contrattazioni borsistiche dovrebbe fare i conti con il fatto che i mercati finanziari conoscono un elevato tasso di interconnessione globale, che gli strumenti finanziari sono spesso quotati in diverse sedi di negoziazione e che gli strumenti finanziari derivati ne utilizzano altri come base. Ai giorni nostri un intervento del genere non sarebbe praticabile da una singola autorità di vigilanza e richiederebbe necessariamente un coordinamento ad un livello ben più elevato di quello nazionale²⁹; tanto più alla luce del fatto che la disciplina del settore è ormai costituita quasi interamente da direttive e regolamenti europei piuttosto stringenti, che non consentono spazi di manovra molto ampi.

Ciò spiega la posizione assunta dalla Consob, costretta a replicare che «la sospensione di tutte le contrattazioni di Borsa [...] sarebbe una decisione che spingerebbe l'indicatore di prezzo senza rimuovere le cause, generando problemi di mercato di non facile soluzione nell'immediato futuro»³⁰.

Ma se è fisiologico che in una simile situazione i mercati azionari registrino un andamento negativo, altri sono i dati che preoccupano l'Autorità di vigilanza.

Di fatto, diventa sempre più concreta la possibilità che attacchi speculativi possano minare la stabilità dei mercati finanziari, innescando una spirale in discesa dei prezzi delle azioni.

Il timore è generato dal constatare che, a fronte del già ricordato andamento al ribasso, si rileva un'alta percentuale dei volumi di negoziazione, accompagnata da una forte volatilità dei prezzi dei titoli azionari quotati³¹. A fianco di questi indicatori, già di per sé esplicativi, preoccupa il dato che vede in netta crescita le posizioni nette scoperte notificate alla Consob ai sensi dell'art. 5 del Regolamento UE n. 236/2012³².

²⁹ In merito al tema relativo all'opportunità di sospendere le contrattazioni di borsa durante l'emergenza da Covid-19, si veda: L. Enriques, M. Pagano, *Emergency Measures for Equity Trading: The Case Against Short-Selling Bans and Stock Exchange Shutdowns*, in *Ecgi, Law Working Paper*, n. 513/2020, disponibile all'indirizzo <https://ecgi.global/working-paper/emergency-measures-equity-trading-case-against-short-selling-bans-and-stock-exchange>.

³⁰ Consob, Comunicato stampa del 9 marzo 2020, consultabile all'indirizzo <http://www.consob.it/web/area-pubblica/comunicati-stampa>.

³¹ Si veda il documento di sintesi relativo al mese di marzo 2020 di Borsa italiana, disponibile all'indirizzo: <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/sintesi-mensili/2020/sintesisimensili202003.pdf>.

³² Secondo i dati pervenuti all'ESMA, la Consob segnala un incremento del 22,35% delle posizioni nette scoperte nei titoli azionari ricompresi nell'indice FTSE MIB. Dato che non tutte le posizioni nette scoperte sono soggette agli obblighi di notifica previsti dal Regolamento UE, è ragionevole ritenere che l'incremento sia molto più alto, visto anche il contemporaneo aumento del volume delle negoziazioni registrato negli stessi giorni. Va

Fermi i limiti di questo scritto, il punto merita una breve illustrazione.

La vendita allo scoperto (o *short selling*) è una tecnica di negoziazione che si basa su un concetto relativamente semplice: vendere qualcosa che non si possiede al fine di acquistarlo in un momento successivo, ma antecedente a quello di esecuzione del contratto, sperando di lucrare sulla differenza tra prezzo di vendita e prezzo di acquisto³³. Evidentemente, quando i mercati sono in una fase di ribasso, gli operatori che mettono in pratica questo schema “scommettono” proprio sul fatto che i prezzi dei titoli continueranno a scendere, cavalcando l'onda di quel generale andamento ribassista.

Lo *short selling*, di per sé, è una tecnica che si presta a valutazioni non necessariamente negative: in condizioni normali di mercato essa contribuisce a fornire liquidità e alla formazione efficiente dei prezzi. La tecnica consente poi di implementare strategie di copertura e di gestione del rischio a fronte della diminuzione del valore delle posizioni lunghe detenute. Tuttavia, in frangenti di forte instabilità finanziaria, le vendite allo scoperto possono aggravare il corso negativo dei prezzi dei titoli, minacciando la stabilità finanziaria e potendo innescare rischi di natura sistemica.

Per questi motivi, le operazioni di vendita allo scoperto non sono vietate in assoluto, ma disciplinate onde scongiurarne i possibili risvolti negativi³⁴. A livello europeo la normativa è contenuta nel Regolamento UE n. 236/2012 del 14 marzo 2012 relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei contratti derivati aventi ad oggetto la copertura del rischio di inadempimento dell'emittente (*credit default swap*), che pone alcune restrizioni e degli obblighi di notifica e di comunicazione al pubblico. La medesima disciplina prevede poi una serie di

altresì considerato che l'indice FTSE-MIB include le azioni di molti dei principali istituti finanziari italiani e che, di conseguenza, le forti pressioni di vendita potrebbero comportare rischi di natura sistemica. Si veda: ESMA, *Opinion on a proposed emergency measure by the Commissione Nazionale per le Società e per la Borsa under Section I of Chapter V of Regulation (EU) N. 236/2012*, 17 marzo 2020, p. 3.

³³L'art. 2, par. 1, lett. b) del Regolamento UE n. 236/2012 prevede che per vendita allo scoperto si intende una vendita di un titolo azionario o di uno strumento di debito «che il venditore non possiede al momento della conclusione del contratto di vendita, incluso il caso in cui al momento della conclusione del contratto di vendita il venditore ha preso a prestito il titolo o si è accordato per prendere a prestito il titolo azionario o lo strumento di debito per consegnarlo al momento del regolamento [...]». Sulla definizione di *short selling* si veda: Iosco, *Regulation of short selling – Final report*, giugno 2009, p. 23.

³⁴Sull'opportunità di regolare o meno le operazioni di *short selling*, si vedano: J. Armour, D. Awrey, P. Davies, L. Enriques, J. N. Gordon, C. Mayer, J. Payne, *Principles of Financial Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 2016, pp. 194 ss.; A. M. Fleckner, *Regulating trading Practices*, in *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, a cura di Moloney, Ferran e Payne, Oxford University Press, Oxford, 2015, pp. 194 ss.; E. R. Sirri, *Regulatory politics and short selling*, in *University of Pittsburg Law Review*, 2010, 71, pp. 517 ss.

poteri di intervento di cui le Autorità di vigilanza nazionali, nonché l'*European Securities and Markets Authority* (ESMA), possono avvalersi al fine di limitarne l'impatto negativo in momenti di particolare stress dei mercati³⁵.

In questo quadro, i poteri di intervento delle Autorità nazionali previsti dal Regolamento Ue non sono illimitati; ad esempio, non è possibile agire prima di una diminuzione del valore del titolo azionario pari o superiore al 10%.

La cronaca di quei giorni annota la solerte, ma pur sempre giocoforza limitata, azione dell'Autorità di vigilanza.

Allorché le condizioni si avverano una prima volta durante la seduta di negoziazione del 12 marzo, la Consob vieta temporaneamente le vendite allo scoperto su alcuni titoli azionari quotati nell'MTA per la giornata successiva. Altrettanto accade allorché le condizioni si ripresentano durante la giornata del 16 marzo, quando la decisione viene applicata al giorno di negoziazione successivo³⁶. Si tratta, tuttavia, di misure che subiscono forti limitazioni derivanti dal Regolamento, sia in ordine ai titoli azionari rispetto ai quali è possibile limitare le vendite allo scoperto, sia in ordine alla loro efficacia temporale³⁷.

Nei giorni successivi rispetto a quelli in cui i provvedimenti hanno efficacia, continua a registrarsi un incremento del tasso di volatilità dei prezzi e del numero di posizioni nette scoperte detenute rispetto ai titoli azionari quotati nell'MTA.

Quando diventa chiaro che gli effetti della pandemia sono difficilmente controllabili e che provvedimenti limitati nel tempo non sono più sufficienti, la Consob decide di notificare all'ESMA l'intenzione di adottare misure restrittive più ampie nei confronti delle vendite allo scoperto ai sensi dell'art. 20 del Regolamento UE in materia di *short selling*³⁸. Secondo quanto previsto da

³⁵ Sulla normativa europea in tema di *short selling* si vedano: N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 2014³, pp. 538 ss.; J. Payne, *The regulation of short selling and its reform in Europe*, in *European Business Organization Law Review*, 2012, 13, p. 413; O. Juurikkala, *Credit Default Swaps and the EU Short Selling regulation: a critical analysis*, in *European Company and Financial Law Review*, 2012, 9, p. 307.

³⁶ Delibera n. 21301 del 12 marzo 2020 e Delibera n. 21302 del 16 marzo 2020, entrambe consultabili sul sito istituzionale della Consob.

³⁷ Ulteriormente, va rilevato che in entrambi i casi non si verificano i presupposti necessari per prorogare le misure adottate secondo quanto previsto dall'art. 23 del Regolamento UE n. 236/2012. Questo, infatti, la consente solo ove, durante il giorno in cui è vigente la misura di sospensione, si registri una ulteriore significativa diminuzione del valore dello strumento finanziario, pari almeno alla metà rispetto alla soglia stabilita per adottare il provvedimento di restrizione temporanea delle vendite allo scoperto.

³⁸ La decisione viene adottata il 17 marzo, con Delibera n. 21303, a seguito del parere favorevole rilasciato dall'ESMA con Opinione del 16 marzo 2020, per un periodo di tre mesi a partire dalla giornata del 18 marzo 2020. La delibera è consultabile nel sito istituzionale della Consob. Va infine rilevato che, con Delibera n. 21367 del 15 maggio 2020, la Consob ne ha stabilito la cessazione degli effetti a far data dal 18 maggio 2020.

questa disposizione, infatti, la misura da adottarsi non è vincolata al limite della diminuzione rilevante del prezzo delle azioni, né tanto meno subisce un limite temporale ristretto alle 24 ore del giorno di negoziazione successivo. La misura in questione può essere adottata in relazione allo sviluppo di eventi sfavorevoli che costituiscano una grave minaccia alla stabilità finanziaria o alla fiducia sul mercato e può avere un'efficacia temporale pari, al massimo, a tre mesi. L'adozione del provvedimento richiede un previo parere, peraltro non vincolante, da parte dell'ESMA³⁹.

È dello stesso giorno (il 16 marzo 2020) la decisione dell'ESMA di ridurre la soglia relativa all'obbligo di notifica delle posizioni nette scoperte, giustificata dalla necessità di fornire alle Autorità di vigilanza un maggior numero di dati per rendere più efficace il monitoraggio sugli sviluppi del mercato e quale preludio per l'adozione di misure ulteriori⁴⁰.

Per concludere questo rapido esame delle decisioni adottate per contrastare il pericolo rappresentato dalle operazioni di vendita allo scoperto, si può riflettere su che cosa, invece, è mancato.

Come noto, pochissimi e dibattuti sono i poteri diretti che l'ESMA può esercitare sui soggetti operanti nei mercati finanziari⁴¹ e la possibilità di adottare misure restrittive sulle vendite allo scoperto è uno tra essi.

Fa riflettere il dato che l'ESMA, pur avendone i poteri, non sia intervenuta con una simile misura. Misura che, a fronte delle risposte unilaterali adottate durante la fase più acuta della crisi dalle varie Autorità nazionali, avrebbe avuto il pregio di evitare soluzioni prive di coordinamento, che è uno dei principali obiettivi del Regolamento⁴². I presupposti, del resto, sussistevano tutti: una crisi

³⁹ L'Autorità nazionale che decidesse di discostarsi dal parere rilasciato dall'ESMA ha l'obbligo di indicare il motivo per il quale non intende conformarsi. In tal caso, l'ESMA può decidere se fare uso dei propri poteri di intervento.

⁴⁰ ESMA, *Decision of 16 March 2020 to require natural or legal person who have net short position to temporarily lower the notification thresholds of net short positions in relation to the issued shares capital of companies whose shares are admitted to trading on a regulated market above a certain threshold to notify the competent authorities in accordance with point (a) of Article 28(1) of Regulation (EU) No 236/2012 of the European Parliament and of the Council*, ESMA70-155-9646, consultabile all'indirizzo <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-requires-net-short-position-holders-report-positions-01-and-above>.

⁴¹ M. Ventrizzo, S. Alvaro, *Le funzioni di vigilanza diretta dell'ESMA*, in *Il testo unico finanziario*, cit., vol. II, pp. 2109 ss.; F. Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., pp. 33 ss.; M. Lamandini, *La vigilanza diretta dell'ESMA. Un modello per il futuro?*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2016, I, pp. 448 ss.; N. Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, cit., pp. 973 ss.

⁴² Molti sono i riferimenti, all'interno dello stesso Regolamento, che militano in tal senso e, innanzi tutto, la stessa scelta della tipologia di strumento normativo utilizzato e l'attribuzione all'ESMA di poteri di intervento diretti.

pandemica è un fattore sicuramente in grado di minare la stabilità dell'intero sistema finanziario e, anche ricordando le interconnessioni che sussistono in tale settore, una risposta unitaria sarebbe stata probabilmente più adeguata alla situazione e avrebbe potuto costituire un segnale positivo per i mercati.

BIBLIOGRAFIA ESSENZIALE

Fleckner A. M., *Regulating trading Practices*, in *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, a cura di Moloney, Ferran e Payne, Oxford University Press, Oxford, 2015.

Enriques L., *Pandemic Resistant Corporate Law: How to Help Companies Cope with Existential Threats and Extreme Uncertainty During the Covid-19 Crisis*, destinato alla pubblicazione in *European Company and Financial Law Review*.

Enriques L., Pagano M., *Emergency Measures for Equity Trading: The Case Against Short-Selling Bans and Stock Exchange Shutdowns*, in *Egji Law Working Paper*, n. 513/2020, p. 1-15.

Irrera M. (a cura di), *Il diritto dell'emergenza: profili societari, concorsuali, bancari e contrattuali*, Centro studi RES, Torino, 2020.

Moloney N., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 2014³.