

Settembre 2016

La Cassazione si pronuncia sulla vendita allo scoperto di titoli azionari e sul servizio di liquidazione delle relative operazioni. Commento a Cassazione Civile, Sez. I, 04 maggio 2016, n. 8801 - Pres. Forte, Rel. Di Virgilio.

Carlo Lanfranchi

Con la sentenza n. 17757 del 8 settembre 2016 le Sezioni Unite della Corte di cassazione si sono espresse sulla questione circa la sussistenza del diritto di detrarre le eccedenze di IVA, debitamente registrata nelle liquidazioni periodiche, in ipotesi di omissione della dichiarazione annuale relativa al periodo in cui sono esse maturate, in applicazione del combinato disposto degli articoli 19, 27, 28, 30 e 55 del D.P.R. n. 633/1972.

La sentenza in commento affronta, in uno, due tematiche poco, se non per nulla, trattate in sede giurisprudenziale: la vendita allo scoperto “nuda” su titoli azionari (c.d. *uncovered* o *naked short selling*) e il servizio di liquidazione delle operazioni aventi ad oggetto i medesimi.

La vicenda che dà occasione alla Suprema Corte di pronunciarsi è di molto anteriore¹ sia alla regolamentazione², attualmente vigente, in materia di vendita allo scoperto di titoli azionari non posseduti al momento della conclusione del contratto di compravendita, sia a quella disciplinante il servizio di liquidazione dei medesimi strumenti finanziari in regime “T2S” (piattaforma che sostituisce, a livello di Eurosystem, la piattaforma “Express II”, la quale operava, invece, su base nazionale)³. Ne viene l’applicazione, *ratione temporis*, della legge previgente, ma con esiti sostanzialmente sovrapponibili a quelli che sarebbero conseguiti dall’applicazione, alla medesima fattispecie, della disciplina attualmente in vigore.

Il presente commento si presta, allora, all’interessante, se pur, nella sua attuazione, modesto, confronto tra gli approdi ermeneutici della giurisprudenza e il diritto in concomitanza positivizzato.

¹ V. Delibera n. 16795 della Consob del 17/2/2009.

² V. Regolamento (UE) n. 236/2012.

³ V. Avviso di Borsa Italiana S.p.A. n. 7358 del 29 aprile 2015.

In linea con quanto, oggi, previsto dall'art. 12 del Regolamento (UE) n. 236/2012⁴, la Corte di Cassazione giunge, infatti, a sanzionare un'ipotesi di vendita di azioni allo scoperto che si rivela non rispettare alcuna delle condizioni legislativamente previste per la sua legittimità:

1. le azioni compravendute erano oggetto di prestito (o contratto assimilabile) a favore del venditore;
2. le azioni compravendute sarebbero state, in forza di specifico accordo, oggetto di prestito a favore del venditore in modo tale da garantire a quest'ultimo la loro disponibilità entro la data di regolamento;
3. le azioni compravendute sarebbero state, in forza di titolo idoneo, trasferite in proprietà al venditore entro la data di regolamento;
4. le azioni compravendute sarebbero state, in forza di specifico accordo, rese disponibili, con ragionevole probabilità, al venditore, da parte di terzi, entro la data di regolamento.

Si trattava, infatti, di una vendita allo scoperto la cui provvista in titoli si sarebbe resa disponibile al venditore soltanto a seguito dell'esercizio, da parte di questi, di diritti di opzione, acquistati contestualmente alla vendita allo scoperto e con la (preordinata) finalità di copertura di quest'ultima, e, pertanto, considerato il calendario dell'offerta delle azioni di nuova emissione, necessariamente *dopo* la data prevista per il regolamento dell'operazione di vendita dei titoli. L'esercizio del diritto di opzione in caso di aumento di capitale che, pure, in astratto, è modalità legittima per acquisire la titolarità delle azioni precedentemente oggetto di vendita allo scoperto, non lo era in concreto, in quanto attribuiva il "diritto a ricevere" i titoli solo *dopo* la data di regolamento dell'operazione di vendita.

Nell'impossibilità di invocare un esplicito divieto (all'epoca inesistente) di compiere operazioni simili, la motivazione dei giudici passa dal richiamo della disciplina contrattuale del sistema di liquidazione coinvolto, interpretata alla luce della clausola generale di cui all'art. 21 TUF e della norma di "raccordo" di cui all'art. 26 del Regolamento Consob n. 11522 del 1° luglio 1998 (sostituito dal Regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007)⁵.

⁴ Per alcune considerazioni generali sul divieto di vendita allo scoperto, si veda L. Enriques, La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e opportunità, in *Giur. comm.*, 4/2012, pag. 493, ove la citazione di J.M. Karpoff e X. Lou, Short Sellers and Financial Misconduct, in *Journal of Finance*, 2010, p. 1879 ss. .

⁵ L'attuale art. 25 del TUF al comma 3 prevede che "i soggetti [...], ammessi alle negoziazioni nei mercati regolamentati, si comportano con diligenza, correttezza e trasparenza al fine di assicurare l'integrità dei mercati".

Il servizio di liquidazione, ora aggiornato in ragione della c.d. “migrazione a T2S” [v. *Migrazione a T2S: le modifiche alle Istruzioni dei mercati di Borsa Italiana in materia di gestione delle operazioni in fail in caso di corporate events*⁶], prevedeva che il regolamento dell’operazione dovesse avvenire “il terzo giorno⁷ di borsa aperta successivo alla stipulazione”. Il mancato regolamento in T+3 (c.d. *fail*) determinava, al pari di quanto accade oggi, l’attivazione di una procedura volta a concludersi in T+8 con l’esecuzione coattiva (c.d. *buy-in*) del contratto rimasto ineseguito⁸.

La peculiarità del caso affrontato dalla Corte sta in ciò che il soggetto venditore, una volta esercitati i diritti di opzione sulle azioni di nuova emissione, acquisiva la titolarità dei titoli a copertura della vendita allo scoperto, potendo, quindi, consentire, nel(l’allora) ciclo lordo diurno, il regolamento dell’operazione in *fail* dopo la *settlement date*⁹ ma prima della *buy-in date*, incorrendo, così, nella penale¹⁰ prevista per il ritardo nell’adempimento dal regolamento del servizio di liquidazione ma evitando, d’altro canto, il *buy-in*¹¹.

Tale comportamento viene reputato dalla Cassazione in contrasto con l’obbligo di cui all’art 21, comma 1, lett. a), TUF, in ragione dei suoi evidenti “scopi speculativi”¹² ed in quanto “potenzialmente pericoloso”¹³ nella prospettiva della tutela dell’interesse generale alla sicurezza ed efficienza del mercato”. Ed è interessante notare, al riguardo, come l’illegittimità della serie di operazioni sia riconosciuta imputabile anche all’intermediario, pur agente su istruzione del cliente, segnalando, così, anche con riferimento a tale figura professionale (al pari di quanto si dirà, a breve, con riferimento

⁶ <http://www.dirittobancario.it/news/finanza/migrazione-t2s-modifiche-istruzioni-mercati-borsa-italiana-gestione-operazioni-fail-in-caso-di-corporate-events>

⁷ Il regolamento europeo 909/2014 (CSDR) ha, ora, previsto che il regolamento delle operazioni di mercato debba avvenire al massimo entro il secondo giorno successivo alla loro esecuzione. Oggi, pertanto, i cicli di regolamento della gran parte dei contratti negoziati nei mercati regolamentati e negli MTFs gestiti da Borsa Italiana S.p.A. avvengono, conformemente al regime unificato “T2S”, in T+2. In particolare, “i contratti di compravendita conclusi sul mercato MTA sono liquidati presso il servizio di liquidazione gestito da Monte Titoli S.p.A. [...] il secondo giorno di calendario TARGET aperto successivo alla stipulazione qualora siano relativi ad azioni, obbligazioni convertibili, warrant e diritti d’opzione” (articolo IA.4.1.1, Istruzioni dei mercati di Borsa Italiana S.p.A.).

⁸ La migrazione ha comportato la revisione di vari processi e termini anche al fine di ridurre i tempi di regolamento, disincentivando, così, l’effettuazione di vendite allo scoperto.

⁹ Il ritardo del regolamento può produrre conseguenze anche in punto di (mancata) legittimazione dell’acquirente all’esercizio dei diritti incorporati nei titoli oggetto di liquidazione, qualora il ritardo non consenta all’acquirente la registrazione alla *record date* e il nuovo istituto della *buyer protection*, per sua natura, non sia rimedio compensativo sufficiente.

¹⁰ V. art. 1.5.1 delle Istruzioni del servizio di liquidazione di Monte Titoli S.p.A.

¹¹ V. art. B.5.3.2 del Regolamento di Cassa Compensazione e Garanzia.

¹² Considerato, in particolare, che l’esercizio dei diritti di opzione consentiva la “sottoscrizione dell’aumento di capitale a prezzo più favorevole di quello di mercato” e di quello al quale era avvenuta la vendita allo scoperto.

¹³ Al riguardo, è da segnalare come la nuova ampia regolamentazione in materia di CCPs renda (rispetto alla stabilità di quest’ultime) sempre meno “pericolosi” i default (v. la nuova disciplina dei margini) e, financo, le insolvenze (v., ad es., il nuovo articolo 79-septies, TUF) “idiosincratici”.

ai soggetti istituzionali del mercato), la valenza di interesse generale del ruolo rivestito nel mercato finanziario: quello di garante del rispetto sostanziale delle regole che quest'ultimo governano.

In conclusione, se pure la soluzione raggiunta dalla Corte risulta, come anticipato, sostanzialmente equivalente a quanto ora legislativamente previsto, va segnalato come alla violazione di una disposizione pattizia¹⁴ sia stata applicata una sanzione amministrativa, in quanto tale, di natura pubblicistica, attraverso il ricorso ad una “clausola generale” di fonte legale che si specifica (in parte) in regole di fonte convenzionale: quelle del mercato. Tale integrazione reciproca, d'altra parte, non risponde, forse, che alla natura istituzionale delle infrastrutture di mercato: completamento della loro forma privatistica.

¹⁴ Se pur, ad esempio, oggetto di approvazione da parte della Consob.