

*sono resi necessari al fine di ripristinare sul mercato condizioni di parità informativa, in presenza di indiscrezioni sul contenuto degli studi stessi e di contestuale sensibile variazione delle quotazioni di mercato degli strumenti finanziari oggetto delle raccomandazioni.*

*Nel corso del 2008, inoltre, sono state inviate agli emittenti quotati e ai soggetti controllanti numerose richieste informali di diffusione al pubblico di dati e notizie in relazione a indiscrezioni di stampa e andamenti anomali delle quotazioni. Tale modalità di intervento si è resa necessaria al fine di acquisire e far divulgare tempestivamente al pubblico le informazioni rilevanti.*

Nel corso del 2008, sono state avviate ispezioni nei confronti di 5 società quotate.

*Con riguardo a una società quotata operante nel settore delle telecomunicazioni e dell'information technology, l'attività ispettiva è stata volta ad acquisire la documentazione e ogni ulteriore elemento informativo utile ai fini della valutazione della correttezza dell'informativa resa al mercato e dell'attività di vigilanza svolta dal collegio sindacale. Particolare attenzione è stata posta alle attività connesse ai piani industriali approvati dal Consiglio di amministrazione della società, nonché alle attività aventi ad oggetto l'operatività con parti correlate e al sistema di controllo di gestione inherente al ciclo dei ricavi.*

*Nei confronti di un'altra società operante nel comparto della progettazione, realizzazione e gestione di servizi in outsourcing alle imprese, l'attività ispettiva è stata mirata ad acquisire la documentazione e ogni ulteriore elemento informativo utile ai fini della valutazione della correttezza dell'informativa resa al mercato relativamente al sistema di controllo di gestione (anche con riferimento alla predisposizione dei piani industriali propedeutici all'ammissione alla quotazione nonché del successivo piano industriale triennale), nonché all'effettuazione di operazioni di carattere straordinario nell'arco dell'ultimo biennio.*

*Meritano inoltre di essere segnalate le ispezioni svolte nei confronti di una società quotata e della sua controllante, al fine di avere chiarezza in ordine a notizie e rumours ripresi anche dalla stampa nazionale. In particolare, sono stati svolti accertamenti on-site presso le predette società per acquisire ogni utile elemento informativo in ordine a contatti, incontri, trattative formali e/o informali riguardanti la possibile cessione da parte della controllante della partecipazione nella società quotata, ovvero offerte o manifestazioni di interesse ricevute dalla stessa controllante per la cessione della propria partecipazione nella controllata quotata.*

Nel 2008 è stato avviata la vigilanza su base campionaria che, coerentemente con i principi emanati dal Cesr, prevede la selezione con cadenza annuale di un campione di società da sottoporre ad analisi più approfondita per i profili concernenti l'informazione finanziaria resa al pubblico (Riquadro 2).

La vigilanza su base campionaria non esclude che la Consob possa attivarsi anche nei confronti di società non appartenenti al campione, qualora lo reputi necessario. A partire dal mese di settembre, la Commissione ha infatti avviato l'esame di tutte le società quotate del settore immobiliare, a fronte del razionamento delle risorse destinabili al finanziamento delle opere in corso e della contrazione della domanda accompagnata, almeno in alcune aree geografiche, dalla riduzione dei prezzi.

*Riquadro 2**La vigilanza su base campionaria*

In tema di vigilanza sull’informativa societaria, nel 2008 si è data attuazione per la prima volta all’art. 89-quater del Regolamento Emittenti. Tali disposizioni sono state introdotte sulla base delle previsioni dell’art. 118-bis del Tuf, secondo il quale “*La Consob stabilisce con regolamento, tenuto conto dei principi internazionali in materia di vigilanza sull’informazione societaria, le modalità e i termini per il controllo dalla stessa effettuato sulle informazioni comunicate al pubblico ai sensi di legge, comprese le informazioni contenute nei documenti contabili, dagli emittenti quotati*”.

La finalità dell’art. 118-bis del Tuf, esplicitata nella Relazione accompagnatoria alla legge, è quella di “*assicurare che l’informazione fornita al mercato sia sempre, nel suo complesso, regolarmente aggiornata e corrispondente all’attuale situazione della società, senza pregiudizio per gli obblighi di informazione e di comunicazione, specificatamente imposti dall’articolo 114 del Testo Unico*”.

L’attività di vigilanza può articolarsi tuttavia in azioni complesse che richiedono tempi di analisi e reazione non brevi. In applicazione dell’approccio di analisi costi-benefici, in ambito comunitario si è ritenuto pertanto che i controlli debbano essere effettuati su base campionaria, tenendo conto delle valutazioni del rischio di violazione delle regole.

Il Regolamento Emittenti precisa che almeno un quinto delle società quotate da sottoporre a vigilanza viene definito annualmente sulla base di un approccio *risk-based*; si applicano invece modelli di selezione casuale per l’estrazione di un campione pari ad almeno un quinto degli emittenti per i quali non esistono rischi significativi.

Ai fini dell’estrazione del campione di società da sottoporre a vigilanza secondo l’approccio *risk-based*, la Commissione ha individuato i parametri che possono segnalare situazioni di potenziale criticità, quali: i) dati economico-patrimoniali e finanziari; ii) attività sui titoli; iii) segnalazioni ricevute dall’organo di controllo e dal revisore dell’emittente; iv) informazioni significative ricevute da altre amministrazioni o soggetti interessati; v) informazioni finanziarie di particolare rilievo desumibili da fenomeni di mercato come, ad esempio, l’andamento dei *Credit default swap* (Cds), i giudizi degli analisti, il rating; vi) elementi di *corporate governance*, afferenti al rispetto dei diritti delle minoranze, al presidio delle operazioni con parti correlate, al corretto funzionamento del sistema di controllo di gestione.

Coerentemente alle raccomandazioni del *Financial Stability Forum* e alle indicazioni dell’*International Accounting Standards Board* (Iasb), particolare attenzione viene prestata, inoltre, a taluni aspetti critici della rendicontazione contabile, tra i quali l’adeguatezza e completezza delle norme sulla valutazione degli strumenti finanziari, nonché l’informazione fornita in merito ai rischi collegati agli strumenti finanziari posseduti.

La documentazione di tutte le società inserite nel campione viene sottoposta a una ricognizione completa ai fini della verifica del rispetto della normativa vigente in tema di trasparenza finanziaria e correttezza contabile. Sono, tuttavia, esclusi dal controllo a campione i documenti soggetti ad autorizzazione da parte della Consob (come i prospetti e i documenti di offerta), per i quali il controllo dell'Autorità di vigilanza si esplica in tempi e forme diversi, e i comunicati *price sensitive*, che assolvono alla finalità di fornire con immediatezza tutti gli elementi necessari a colmare eventuali asimmetrie informative.

Nell'ambito dell'esame dell'informazione diffusa da emittenti quotati inclusi nel campione, la Consob si avvale degli strumenti già rinvenibili nel Tuf.

*Gli interventi della Commissione, compiuti ai sensi degli articoli 114 e 115 del Tuf, pur nel rispetto delle peculiarità di ciascuna situazione, hanno riguardato principalmente la complessiva situazione finanziaria delle società interessate, con particolare riferimento all'indebitamento e a eventuali trattative con i finanziatori per la rinegoziazione del debito; la descrizione dei principali progetti di sviluppo del patrimonio immobiliare; lo stato di avanzamento di eventuali cessioni rilevanti o processi di dismissione degli asset immobiliari; la prevedibile evoluzione della gestione; la classificazione e valutazione degli immobili nel bilancio e i tempi di definizione dei piani industriali.*

Un altro intervento ha riguardato una società in stato di tensione economico-finanziaria, dovuto anche alla crisi in cui versano taluni settori produttivi collegati.

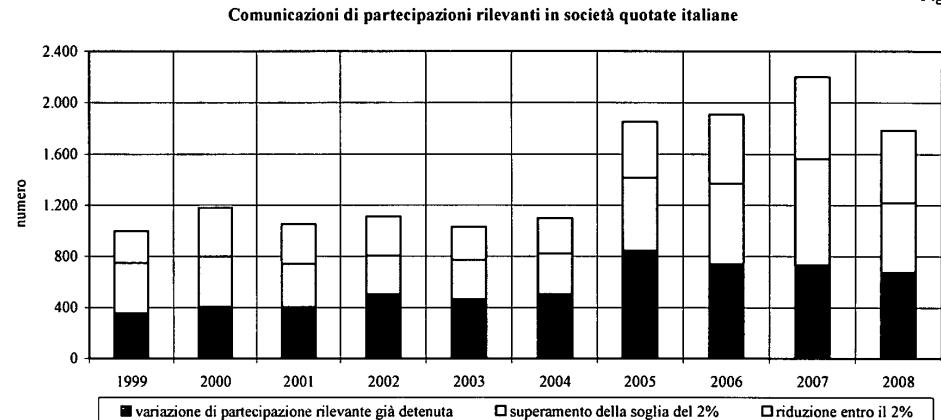
*Nel dicembre 2008 la Consob ha richiesto a Pininfarina Spa di diffondere, con apposito comunicato stampa da diramarsi a seguito della riunione del Cda, alcune informazioni relative, fra l'altro, allo stato di evoluzione delle trattative con le banche per la ristrutturazione dei debiti finanziari e ai contenuti del nuovo Piano industriale e finanziario.*

*La società ha chiesto, tuttavia, di prorogare la scadenza di tale obbligo informativo alla fine del mese, poiché la diffusione anticipata di notizie nel corso di delicate trattative con le banche avrebbe potuto comprometterne il perfezionamento. A seguito dell'audizione del rappresentante legale della società, la Commissione ha accolto la richiesta di posticipare la comunicazione.*

Nell'ottobre 2008, a seguito delle forti turbolenze intervenute sui mercati finanziari e dell'eventualità che agli andamenti negativi dei principali titoli avesse contribuito lo smobilizzo di partecipazioni rilevanti, la Consob, attivando i poteri di cui all'art. 115 del Tuf, ha richiesto informazioni a tutti gli azionisti con partecipazioni azionarie superiori al due per cento del capitale delle società facenti parte dell'indice S&P/Mib.

Tali richieste hanno riguardato, oltre all'aggiornamento della partecipazione detenuta (Fig. 77), anche informazioni circa l'eventuale titolarità di altri strumenti finanziari o contratti che attribuiscono il diritto di acquistare o vendere azioni. È stato inoltre chiesto agli azionisti di comunicare le variazioni dello 0,5 per cento delle partecipazioni, nonché ogni modifica intervenuta in relazione ad altri elementi informativi.

Fig. 77



*Analoga richiesta è stata formulata anche agli azionisti che, pur detenendo singolarmente una partecipazione inferiore al due per cento del capitale della società interessata, partecipavano a un patto parasociale rilevante ai sensi dell'art. 122 del Tuf avente ad oggetto azioni di società inserite nell'indice S&P/Mib.*

*Le richieste hanno riguardato complessivamente circa 130 soggetti, di cui quasi la metà di diritto estero (Regno Unito, Stati Uniti e Lussemburgo). Dalle comunicazioni pervenute, non sono emersi tuttavia elementi di particolare rilievo; gli obblighi informativi sono stati pertanto revocati a partire dal 31 gennaio 2009.*

Nel 2008, significativa attenzione è stata dedicata all'esame dei documenti informativi (pari a 17) e dei comunicati stampa (pari a 13) diffusi in occasione del compimento di operazioni con parti correlate (Tav. 18 e Tav. 19).

*I documenti informativi hanno riguardato prevalentemente conferimenti di rami d'azienda, cessioni di partecipazioni azionarie, stipula di contratti e aumenti di capitale.*

Tav. 18

## Operazioni con parti correlate comunicate al mercato nel 2008 da società quotate - documenti informativi

Società	Tipologia di operazione	Controparti dell'operazione
Maffei	Conferimento di ramo d'azienda	Fra società controllata da società quidata e società controllante società quidata
Uniland	Aumento di capitale riservato con esclusione del diritto di opzione	Fra società quidata e società controllante
Mediolanum	Cessione di una partecipazione	Fra società quidata e società controllata
IWBank	Aumento di capitale della società controllata	Fra società quidata e società controllata
Pramac	Conferimento di ramo d'azienda	Fra società quidata e società controllata
Poligrafici Editoriale	Cessione di immobile	Fra società quidata e società controllata
Mariella Burani-Antichi Pellettieri	Contratto di finanziamento	Fra società quidata e società controllata quidata
Enia	Acquisizione di partecipazione totalitaria	Fra società quidata e socio rilevante
Gemina	Contratto di finanziamento per cassa	Fra società quidata e soci rilevante
IWBank	Conferimento di ramo d'azienda	Fra società entrambe soggette a comune controllo di società quidata
Carraro	Conferimento di ramo d'azienda	Fra società quidata e società controllata
Exprivia	Acquisizione di partecipazione totalitaria	Fra società quidata e società sottoposta a comune controllo
Yorkville	Sottoscrizione di contratti	Fra società quidata, società sottoposta a comune controllo e società azionista rilevante
Ratti	Cessione di immobile	Fra società quidata e società sottoposta a comune controllo
Marcolin	Contratti di licenza	Fra società quidata e società i cui amministratori e soci rilevanti sono amministratori della società quidata
Omnia Network	Aumento di capitale della controllata	Fra società quidata e società controllata
Enia	Cessione di partecipazione	Fra società quidata e socio rilevante

Con riferimento ai comunicati stampa diffusi immediatamente dopo la conclusione delle operazioni, la Commissione ha richiesto la pubblicazione di ulteriori dati e notizie in 7 casi, concernenti rispettivamente 3 operazioni relative a fusioni per incorporazione, un'offerta pubblica di acquisto finalizzata al *delisting* dei relativi strumenti finanziari e 3 acquisizioni/cessioni di attività di rilievo.

*In particolare, sono state richieste informazioni in merito ai rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse delle parti correlate coinvolte, alle ragioni e alla convenienza economica dell'operazione, nonché alle modalità con le quali era stato assicurato il coinvolgimento degli amministratori indipendenti.*

Tav. 19

## Operazioni con parti correlate comunicate al mercato nel 2008 da società quotate - comunicati stampa

Società	Tipologia di operazione	Controparti dell'operazione
De Longhi	Cessione di alcune partecipazioni	Fra la società quidata e altra società controllata dall'azionista di controllo della società quidata
Exprivia	Acquisto dell'intera partecipazione in una società	Fra la società quidata e altra società controllata dall'azionista di controllo della società quidata
Damiani	Acquisto dell'intera partecipazione in una società	Fra la società quidata e altra società controllata dall'azionista di controllo della società quidata
Ducati	Fusione per incorporazione a seguito di OPA dell'azionista di controllo	Fra la società quidata e altra società controllata dall'azionista di controllo della società quidata
Milano Assicurazioni	Acquisto dell'intera partecipazione in una società	Fra la società quidata e altra società controllata da soggetti riconducibili all'azionista di controllo della società quidata
Milano Assicurazioni Fondiaria Sai	Acquisto dell'intera partecipazione in una società	Fra le società quotate e altra società controllata da soggetti riconducibili all'azionista di controllo della società quidata
Banca Generali	Cessione di una partecipazione	Fra le società quotate e altra società controllata da soggetti riconducibili all'azionista di controllo della società quidata
Datalogic	Acquisto dell'intera partecipazione in una società	Fra la società quidata e altra società controllata dall'azionista di controllo della società quidata
Ifi Ifil	Fusione per incorporazione della controllata nella controllante	Fra due società quotate controllate dallo stesso azionista
Alerion	Cessione di partecipazioni	Fra la società quidata e altra società partecipata da soggetti partecipanti al patto di sindacato della società quidata
GreenergyCapital	Acquisto dell'intera partecipazione in una società	Fra la società quidata e altra società controllata dall'azionista di controllo della società quidata
Immobiliare Lombarda Fondiaria Sai Milano Assicurazioni	Fusione per incorporazione a seguito di OPA dell'azionista di controllo	Fra società quotate sottoposte al controllo dello stesso azionista
Guala Closures	Fusione per incorporazione a seguito di OPA dell'azionista di controllo	Fra la società quidata e altra società controllata dall'azionista di controllo della società quidata

Nel corso dell'anno la Commissione ha proceduto a effettuare due aggiornamenti dell'elenco degli emittenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante (al 1° gennaio e al 1° luglio). Ai primi di luglio, l'elenco includeva 92 emittenti strumenti finanziari diffusi, in prevalenza banche popolari e casse di risparmio (Tav. 20).

*La Consob valuterà il possesso dei requisiti previsti dall'art. 2-bis del Regolamento Emittenti per l'inserimento di Alitalia nell'elenco degli emittenti strumenti finanziari diffusi, sia con riferimento alle azioni che alle obbligazioni, in seguito alla comunicazione inviata da Borsa Italiana il 14 gennaio 2009 di avvio della procedura di revoca dalla quotazione sul mercato Mta delle azioni ordinarie e delle obbligazioni convertibili emesse dalla società. L'eventuale inclusione nell'elenco degli emittenti strumenti finanziari diffusi comporterà per la società l'applicabilità dei*

*poteri della Consob previsti dagli artt. 114 e 115 del Tuf e degli obblighi compatibili con la disciplina dell'amministrazione straordinaria.*

Tav. 20

**Emissenti con strumenti finanziari diffusi**  
(situazione al 01.07.2008)

Tipologia di strumenti finanziari	Numero emittenti
Azioni ordinarie	74
Azioni ordinarie e obbligazioni convertibili	9
Azioni di partecipazione cooperativa	1
Azioni ordinarie e privilegiate	2
Azioni ordinarie e di risparmio	1
Azioni privilegiate	1
Obbligazioni convertibili	2
Obbligazioni non convertibili	2
<i>Totale</i>	<i>92</i>

## **2. L'informativa nelle operazioni di appello al pubblico risparmio e di finanza straordinaria**

Nel corso del 2008 la Commissione ha rilasciato il provvedimento di autorizzazione alla pubblicazione di 1.571 prospetti informativi, di cui oltre 400 relativi a Oicr; ha, inoltre, esaminato quasi 200 relazioni illustrate relative a modifiche statutarie, acquisti o alienazioni di azioni proprie e aumenti di capitale relativi a emittenti quotati (Tav. 21).

Nel corso dell'anno, sono stati approvati 17 prospetti relativi all'ammissione a quotazione di titoli azionari. A causa della crisi economica e finanziaria in atto, rispetto al 2007 il numero di offerte finalizzate alla quotazione di azioni di nuove società ha registrato una contrazione significativa passando da 34 a 12; l'offerta inoltre non è stata effettuata o non ha avuto esito positivo in 5 casi.

Nel corso del 2008, la Consob ha approvato 23 prospetti relativi a offerte di titoli non quotati di emittenti italiani, di cui 13 relativi a emittenti diffusi, 2 ad azioni di società non quotate né diffuse e 8 a costituende banche.

*La Commissione ha autorizzato la pubblicazione del prospetto informativo relativo all'offerta pubblica di vendita di azioni ordinarie emesse da Immit (Immobili Italiani SpA) finalizzata all'ammissione alle negoziazioni sull'Mta. L'operazione assumeva particolare rilevanza in quanto la società intendeva acquisire lo status di quotata al fine di beneficiare della speciale disciplina prevista per le Siiq (Società di Investimento Immobiliare Quotate).*

Tav. 21

## Vigilanza in materia di sollecitazione, ammissione a quotazione e operazioni di finanza straordinaria

Tipologia	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Numero di prospetti informativi relativi a:						
Ammissione a quotazione di titoli azionari <sup>1</sup>	14	8	19	36	38	17
di cui: <i>tramite offerta</i>	4	8	15	26	27	9
Prestiti obbligazionari	28	4	18	711	1.163	986
di cui: <i>prospetti base</i>	—	—	—	535	870	639
<i>prospetti informativi</i>	—	—	—	143	115	45
<i>documenti di registrazione e supplementi</i>	—	—	—	33	178	302
Emissione di covered warrants <sup>3</sup> e certificates	26	17	37	32	109	99
Ammissione a quotazione di warrants	8	--	10	1	3	2
Altre offerte relative a titoli quotati <sup>4</sup>	1	1	2	--	--	--
Offerte di titoli non quotati di emittenti italiani <sup>5</sup>	2	5	7	6	18	23
Offerte ai dipendenti <sup>6</sup>	35	28	26	--	--	--
Offerte in opzione ai soci <sup>7</sup>	10	2	5	23	14	16
Oicr <sup>8</sup>	268	374	374	397	422	428
<i>Totale</i>	<i>392</i>	<i>439</i>	<i>498</i>	<i>1.205</i>	<i>1.767</i>	<i>1.571</i>
Numero di relazioni illustrate relative a operazioni di finanza straordinaria:						
Fusioni	44	34	30	31	15	10
Scissioni	10	5	3	--	1	2
Aumenti di capitale sociale <sup>9</sup>	66	68	47	49	33	29
Acquisto/alienazione azioni proprie	93	90	91	44	41	79
Modifiche statutarie	85	302	79	63	101	69
Conversione azioni	3	4	4	1	2	--
Emissioni obbligazioni	9	7	6	2	2	3
Riduzione capitale sociale	13	14	8	4	3	5
<i>Totale<sup>10</sup></i>	<i>323</i>	<i>524</i>	<i>268</i>	<i>194</i>	<i>198</i>	<i>197</i>

<sup>1</sup> I dati riguardano le operazioni per le quali è stato concesso nel corso dell'anno il nulla-osta per il deposito del prospetto di ammissione a quotazione. <sup>2</sup> In un caso si è trattato di un'operazione di sollecitazione con contestuale ammissione a quotazione.

<sup>3</sup> Numero di prospetti approvati nel corso dell'anno, ognuno dei quali normalmente riguarda l'emissione di più "serie" di *covered warrants*. <sup>4</sup> Riguardano offerte di vendita pubblica o privata, non finalizzate all'ammissione a quotazione. <sup>5</sup> Sono escluse le offerte riservate ai dipendenti. <sup>6</sup> Il dato include anche i piani di *stock options* riservati ai dipendenti, mentre non comprende le offerte che hanno comportato il riconoscimento di prospetti esteri. <sup>7</sup> Aumenti di capitale di società quotate (inclusi quelli con abbinati *warrant* e obbligazioni convertibili). <sup>8</sup> Il dato comprende le offerte al pubblico di quote di fondi comuni e di azioni di Sicav, le ammissioni a quotazione di quote di partecipazione in fondi chiusi italiani e di strumenti finanziari emessi da società di gestione di diritto estero. Per gli anni fino al 2006 il dato comprende anche le offerte di adesione a fondi pensione che dal 2007 non rientrano più negli ambiti di vigilanza della Consob. <sup>9</sup> Il dato si riferisce anche a operazioni di aumento di capitale deliberate ma non effettuate (o effettuate in un momento successivo). <sup>10</sup> Il numero complessivo di relazioni non corrisponde alla somma delle singole fatti/specie in quanto alcune relazioni hanno più oggetti.

*Nel corso dell'istruttoria, particolare attenzione è stata dedicata all'applicabilità della nuova disciplina giuridica delle Siiq nei confronti di Immit, e in particolare alla ricorrenza degli specifici requisiti (in termini di controllo azionario, flottante, composizione del patrimonio e dei ricavi) necessari per poter beneficiare delle agevolazioni fiscali.*

*L'offerta di azioni ordinarie emesse da Immit, tuttavia, non ha avuto esito positivo a causa delle difficili condizioni di mercato.*

Talune criticità connesse all'applicazione dei principi contabili internazionali sono emerse in occasione di un'operazione di sollecitazione finalizzata alla quotazione di una nuova società sul Mercato Expandi e di un aumento di capitale in opzione di una società già quotata.

*Best Union aveva predisposto e approvato il bilancio individuale per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2007 in conformità ai principi contabili italiani. A seguito dell'ammissione alla negoziazione delle proprie azioni nel mercato Expandi, la società sarebbe stata tenuta alla redazione del bilancio individuale per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2008 in conformità ai principi contabili internazionali. L'adozione di tali principi comportava una riduzione del patrimonio netto al 31 dicembre 2008 rispetto al patrimonio netto risultante dal bilancio individuale al 31 dicembre 2007, in considerazione del diverso trattamento contabile a cui sarebbe stata assoggettata un'operazione di acquisizione effettuata in precedenza. La società riteneva tuttavia che, per effetto dell'aumento di capitale collegato all'offerta globale, la riduzione del patrimonio netto potesse essere compensata dal ricavato dell'offerta. Le conseguenze dell'adozione dei principi contabili internazionali e le valutazioni della società in merito sono state pubblicate nel prospetto informativo.*

*L'aumento di capitale in opzione della società Exprivia ha evidenziato criticità relativamente all'informazione da rendere rispetto al consolidamento di due società effettuato alla data di stipula dei contratti preliminari, ossia nel mese di agosto, pur essendo stata l'acquisizione perfezionata nel mese di novembre. Tale scelta ha determinato un significativo incremento dei risultati dell'esercizio 2007, soprattutto in termini reddituali. Il principio contabile internazionale (Ias 27) prevede tuttavia che il consolidamento parta dal momento in cui l'acquirente ottiene l'effettivo controllo dell'entità acquisita, ossia il potere di indirizzarne le politiche finanziarie e gestionali al fine di ottenere i benefici dalle sue attività. Si è pertanto richiesto di chiarire su quali basi la società ha ritenuto sussistenti le condizioni previste dal principio contabile e delle stesse si è data adeguata informativa nel prospetto.*

*Un'ulteriore criticità ha riguardato l'applicazione dell'impairment test, rispetto alla quale è stato richiesto di esplicitare nel prospetto il criterio utilizzato e le principali assunzioni adottate nella determinazione del valore d'uso delle attività oggetto di valutazione.*

Nel corso del 2008 la Commissione ha approvato 1.085 prospetti relativi a offerte pubbliche e/o ad ammissioni alla quotazione di prodotti finanziari, diversi dalle azioni, emessi da enti creditizi. Dette approvazioni sono riconducibili a 986 documenti (prospetti informativi, prospetti di base, documenti di registrazione e supplementi) relativi a prestiti obbligazionari e a 99 prospetti relativi a *covered warrant* e *certificates*.

*Con riguardo alle approvazioni relative ai soli prestiti obbligazionari, 639 documenti sono rappresentati da prospetti di base, 45 da prospetti informativi e 302 da documenti di registrazione e supplementi. La maggior parte delle autorizzazioni rilasciate è relativa alla sola attività di sollecitazione (circa il 95 per cento), mentre quelle relative ad ammissione a quotazione e alla sollecitazione e ammissione a quotazione sono state pari rispettivamente all'1 e al 4 per cento.*

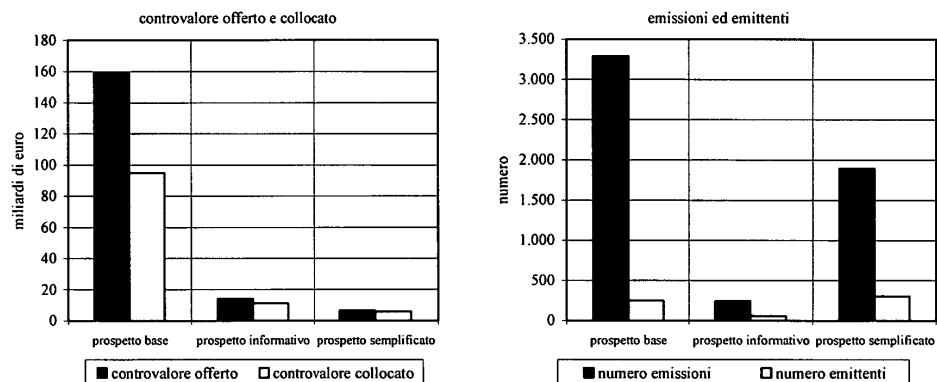
*Sono stati inoltre depositati presso la Consob 2.023 prospetti semplificati e circa 750 documenti (prospetti e supplementi) muniti del cosiddetto passaporto europeo.*

Con riferimento al comparto delle obbligazioni bancarie, nel 2008 il numero di emissioni complessive si è attestato a circa 5.400 per un controvalore pari a circa 112 miliardi di euro.

*In particolare, più di un terzo delle emissioni è stato collocato tramite prospetto semplificato (Fig. 78). In termini di controvalore, tuttavia, la maggior parte delle emissioni è stata collocata utilizzando il prospetto base (circa 95 miliardi di euro), seguono i collocamenti tramite prospetto informativo, cosiddetto stand alone, e prospetto semplificato (rispettivamente per 11 e 5,7 miliardi di euro).*

Fig. 78

**Emissioni di obbligazioni di banche italiane soggette alla disciplina della sollecitazione**  
(dati relativi al 2008)

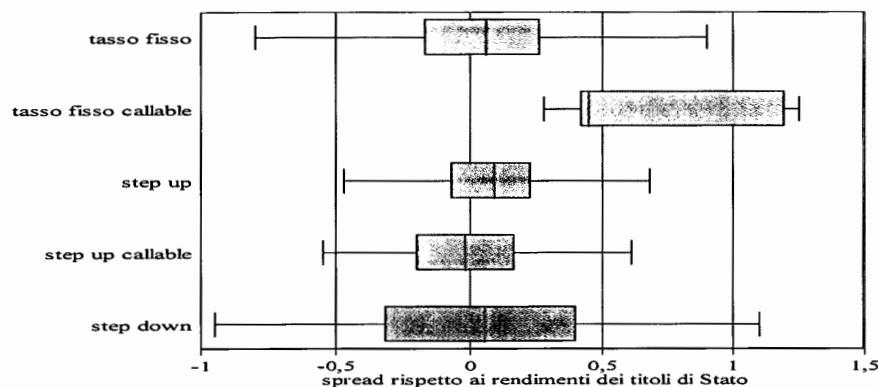


Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.

Sulla base dei dati riportati nei prospetti e nelle condizioni definitive, nel 2008 i rendimenti delle obbligazioni bancarie sono risultati mediamente superiori a quelli dei titoli di Stato con analoga vita residua. Più del 50 per cento delle obbligazioni bancarie a tasso fisso, delle obbligazioni con cedola crescente (cosiddette *step up*) e con cedola decrescente (cosiddette *step down*) emesse nel 2008 presentavano infatti rendimenti a scadenza superiori a quelli del Btp con analoga vita residua (Fig. 79). I rendimenti delle obbligazioni cosiddette *callable* che prevedono la facoltà di rimborso anticipato per la banca emittente risultano in media allineati a quelli dei Btp (nell'ipotesi che la banca non eserciti tale facoltà nel corso della vita del prestito).

Fig. 79

**Distribuzione di frequenza dello spread fra il rendimento a scadenza di obbligazioni bancarie con cedole predeterminate e il rendimento a scadenza di Btp con vita residua simile**  
(valori percentuali su base annua)



Fonte: elaborazione su dati riportati nelle condizioni definitive. Il segmento all'interno di ogni box individua la mediana dello spread, mentre gli estremi del box individuano il I<sup>o</sup> e il III<sup>o</sup> quartile della distribuzione dello spread; i segmenti più estremi individuano i valori di minimo e massimo dello spread. I dati si riferiscono a un campione di obbligazioni bancarie emesse nel 2008 presso investitori non professionali composto da 1.061 obbligazioni ordinarie a tasso fisso, 5 obbligazioni a tasso fisso con opzione di rimborso anticipato (tasso fisso *callable*), 148 obbligazioni con cedola crescente (*step up*), 51 obbligazioni con cedola crescente e opzione di rimborso anticipato (*step up callable*) e 52 obbligazioni con cedola decrescente (*step down*). Per le obbligazioni con opzione di rimborso anticipato il rendimento a scadenza è calcolato nell'ipotesi in cui l'opzione non venga esercitata da parte della banca emittente.

Talune operazioni di aumento di capitale sociale di emittenti quotati effettuate nel corso del 2008 hanno sollevato significativi profili di criticità per l'attività di vigilanza informativa.

*Tra queste merita di essere menzionata l'operazione posta in essere dalla società I Viaggi del Ventaglio, consistente nella quotazione di azioni rivenienti da un aumento di capitale riservato a un unico investitore. Tale operazione rientra nella tipologia di aumenti di capitale, con esclusione del diritto di opzione, disciplinati dall'art. 2441, commi 4 e 5, c.c., realizzati in base ad accordi complessi denominati Stand-by Equity Distribution Agreement (Seda) e Step-up Equità Financing (Sef). In questa circostanza, dopo aver rilevato carenze informative e profili di criticità peraltro già riscontrati in occasione di operazioni analoghe, la Commissione ha specificato, con una Comunicazione, gli obblighi informativi ai quali devono adempiere gli emittenti e gli investitori che realizzano questa tipologia di operazione (si veda il successivo capitolo V "L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali").*

*Un'altra operazione significativa ha riguardato l'aumento di capitale in opzione, e la quotazione delle azioni rivenienti dall'aumento, effettuato da Banca Carige Spa. L'operazione era finalizzata a finanziare l'acquisizione di 78 sportelli bancari dal Gruppo Intesa Sanpaolo, per un controvalore di circa un miliardo di euro.*

*Alla data del prospetto, erano in corso accertamenti da parte di Isvap e Banca d'Italia, dai quali risultavano carenze nell'assetto organizzativo e gestionale della banca e delle controllate assicurative, nelle procedure di gestione del rischio di credito e nell'adeguatezza delle riserve*

*tecniche a copertura degli impegni delle società assicurative. Con riferimento a tali risultanze, la Commissione ha richiesto informazioni integrative rispetto a quelle riportate nel prospetto.*

Nel corso dell'anno, la vigilanza informativa si è esplicata, come di consueto, anche in occasione delle operazioni straordinarie di società quotate.

*Un caso di particolare rilievo si riferisce alle operazioni poste in essere dalla società Yorkville, che dal 2004 è assoggettata agli obblighi di informativa mensile relativamente alla situazione gestionale e finanziaria, nonché alle operazioni con parti correlate. Tali operazioni prevedevano l'esecuzione di un contratto Seda con la società controllante, a condizione che l'assemblea straordinaria approvasse un aumento di capitale con emissione di warrant gratuiti da assegnarsi alla controllante stessa, e la stipula di un contratto di consulenza (con la controllante medesima). Le operazioni presentavano profili di criticità informativa in quanto si trattava di contratti con parti correlate stipulati da una società in condizioni di tensione economico-finanziaria. Al fine di assicurare la più ampia e completa informativa in merito sia ai contenuti dei contratti di consulenza e di finanziamento, sia alle valutazioni degli stessi contratti da parte degli organi di amministrazione e controllo, la Commissione ha richiesto di integrare l'informativa da rendere in assemblea e il documento redatto ai sensi dell'art. 71-bis, relativo a operazioni concluse con parti correlate.*

Tra le operazioni straordinarie che hanno interessato il comparto bancario risultano economicamente significative quelle eseguite da Banca Monte dei Paschi di Siena e Unicredit per un controvalore pari, rispettivamente, a 9 e 7 miliardi di euro.

*Tali operazioni si caratterizzano entrambe per l'intervento di investitori istituzionali a garanzia del collocamento. In particolare Banca Monte dei Paschi di Siena, che ha effettuato l'operazione nel mese di maggio per finanziare l'acquisizione di Banca Antonveneta, oltre a stipulare un contratto di garanzia con talune banche d'affari ha riservato una quota dell'aumento di capitale (circa un miliardo di euro), con esclusione del diritto di opzione, a un investitore istituzionale. Quest'ultimo ha utilizzato le azioni di nuova emissione a copertura di un prestito obbligazionario convertibile.*

*Nel caso di Unicredit l'aumento di capitale, realizzato a dicembre come misura di rafforzamento patrimoniale, è stato garantito dall'impegno dei maggiori azionisti a sottoscrivere i titoli di nuova emissione e dalla contestuale sottoscrizione da parte di taluni investitori istituzionali di obbligazioni convertibili nelle azioni oggetto di garanzia.*

*Con riferimento a tali operazioni, l'attività di vigilanza si è concentrata, tra l'altro, sulla disclosure delle situazioni economico-patrimoniali degli offerenti e delle caratteristiche delle garanzie che assistevano l'aumento di capitale.*

Nel corso del 2008 la Consob ha formulato 6 giudizi di equivalenza ai sensi dell'art. 57 del Regolamento Emissenti. In questi casi, i documenti pubblicati sulla base delle suddette disposizioni consentono l'esenzione dalla pubblicazione del prospetto di quotazione.

Uno di questi giudizi ha riguardato un'operazione di fusione, in particolare l'ipotesi regolata dal comma 1-bis dell'art. 57, riferita al caso in cui l'entità degli attivi della società quotata incorporante, diversi dalle disponibilità liquide e dalle attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni, è inferiore al 50 per cento dell'entità dei corrispondenti attivi della società incorporata non quotata.

*L'operazione in esame, oltre a essere la prima rientrante nella tipologia di cui al comma 1-bis, presentava taluni aspetti problematici relativi alla situazione di squilibrio patrimoniale, economico e finanziario della società quotata coinvolta, all'assenza di una serie storica significativa dei dati economici e finanziari della società incorporata, alla presenza di criticità nel controllo di gestione. Gli interventi sul documento informativo della fusione e sul documento successivamente pubblicato a integrazione e aggiornamento del primo sono stati finalizzati a fornire la più ampia disclosure in tema di operatività del controllo di gestione, determinazione dei criteri con i quali è stato definito il valore delle società interessate dalla fusione, verifiche dello sponsor sui risultati previsionali dell'entità risultante dalla fusione.*

Un giudizio di equivalenza è stato pronunciato, per la prima volta, con riferimento a una scissione.

*Il disposto dell'art. 57, comma 1, lett. d), del Regolamento Emittenti fa riferimento soltanto a ipotesi di fusione. La norma, tuttavia, traspone sul punto l'art. 4 della Direttiva 2003/71/CE (cosiddetta direttiva Prospetto), per cui la stessa va interpretata anche alla luce degli orientamenti degli organi preposti al coordinamento dell'attività delle autorità nazionali di regolamentazione e vigilanza sui mercati finanziari. Il Cesar, nell'ambito dell'aggiornamento periodico del documento "Q and A", "Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by Cesar Members", ha riconosciuto che l'esenzione prevista dalla direttiva Prospetto può essere concessa a qualsiasi fusione/scissione per la quale l'offerta pubblica è formulata secondo il disposto della direttiva stessa e la normativa italiana richiede un'informativa equivalente.*

*Come noto, in occasione di una scissione il codice civile prevede che siano redatti documenti analoghi a quelli previsti in caso di fusione. Con riferimento a fusioni e scissioni, inoltre, l'emittente azioni è tenuto, ai sensi dell'art. 70, comma 4, del Regolamento Emittenti, a mettere a disposizione del pubblico un documento informativo contenente notizie particolareggiate sulla operazione, nonché sulle situazioni patrimoniali e i conti economici pro-forma dei soggetti partecipanti a tale operazione. Pertanto, anche in caso di scissione si rinvengono le stesse condizioni che rendono possibile l'esenzione dal prospetto in occasione di una fusione.*

Nel corso del 2008, la Commissione ha approvato 21 documenti di offerta (a fronte dei 29 pubblicati nel 2007) aventi ad oggetto 19 offerte pubbliche d'acquisto e 2 offerte pubbliche di acquisto e scambio (Tav. 22 ).

Tav. 22

**Strumenti finanziari oggetto di offerte pubbliche di acquisto e/o scambio  
per i quali è stato concesso il nulla-osta alla pubblicazione del documento d'offerta nel 2008**

	Su azioni quotate				<i>Totale</i>
	Ordinarie	Risparmio	Privilegiate	Su obbligazioni e warrant	
Volontarie	14			1	<i>15</i>
Preventive					
Successive	4				<i>4</i>
Residuali	2				<i>2</i>
Su azioni proprie					
<i>Totale</i>	<i>20</i>			<i>1</i>	<i>21</i>
Obbligo/Diritto di acquisto <sup>1</sup>	5				<i>26</i>

<sup>1</sup>Documenti integrativi finalizzati ad assolvere agli adempimenti informativi connessi all'Obbligo/Diritto di acquisto ex artt. 108 e 111 del Tuf.

Per effetto delle turbolenze che hanno investito i mercati finanziari, nel corso dell'anno la capitalizzazione delle società quotate ha registrato una contrazione significativa. Ciò ha indotto un aumento delle operazioni straordinarie finalizzate alla revoca dalla quotazione.

*Ad eccezione di due operazioni, le offerte pubbliche di acquisto realizzate nel 2008 hanno avuto ad oggetto strumenti finanziari quotate con lo scopo, espressamente dichiarato da parte dell'azionista di maggioranza, di addivenire al delisting degli stessi anche mediante le modalità previste dall'art. 108, commi 1 e 2, e dall'art. 111, comma 1 del Tuf disciplinanti rispettivamente l'obbligo di acquisto e il diritto di acquisto.*

*Tra le motivazioni sottese al delisting, si citano l'ingresso di soci privati (ad esempio, fondi di private equity) nel capitale della società target, ovvero la riorganizzazione del gruppo di appartenenza che l'offerente ha ritenuto potesse essere attuata più agevolmente in presenza di un assetto proprietario concentrato e senza dover sostenere i vincoli e i costi connessi alla quotazione.*

Nel corso dell'anno è stata inoltre consentita la pubblicazione di 5 documenti integrativi tramite i quali i soggetti offerenti hanno adempiuto agli obblighi informativi connessi all'obbligo di acquisto, ovvero all'esercizio del diritto di acquisto.

*In occasione dell'acquisizione da parte di Veicolo Italiano Investimenti Tecnologici SpA della società quidata Sirti SpA, nelle more dell'emanazione delle disposizioni di attuazione dell'art. 108 del Tuf, la Commissione ha disciplinato: i) le modalità con cui l'offerente deve rendere noto al mercato e agli azionisti di minoranza della target i termini e le modalità con cui procederà all'attuazione dell'obbligo di acquisto; ii) gli elementi informativi ai quali dare diffusione.*

*In particolare, sono state individuate due modalità di adempimento dell'obbligo informativo a seconda che il prezzo al quale deve essere assolto l'obbligo d'acquisto sia pari rispettivamente al corrispettivo fissato per la precedente offerta totalitaria, ovvero al valore determinato dalla Consob.*

*Nel primo caso, considerando che le informazioni da diffondere si riferiscono ad aspetti già noti agli investitori, in quanto descritti nell'ambito del documento dell'offerta totalitaria, si è ritenuto che tutti gli elementi informativi funzionali per lo svolgimento dell'obbligo di acquisto potessero essere diffusi al mercato a cura dell'offerente, tramite apposito avviso a pagamento da pubblicarsi con le stesse modalità utilizzate per l'avviso sui risultati dell'offerta totalitaria.*

*Nel secondo caso, ossia qualora il corrispettivo sia quello fissato dalla Consob, si è tenuto conto della circostanza che l'assolvimento dell'obbligo di acquisto non può avvenire subito dopo la chiusura dell'offerta totalitaria, ma soltanto in un momento successivo alla determinazione del prezzo da parte della Consob. Si è pertanto ritenuto opportuna la pubblicazione, sempre a cura dell'offerente, di un documento integrativo, nel quale: i) dare conto degli elementi atti allo svolgimento della procedura; ii) fornire indicazioni circa eventuali fatti nuovi tali da poter influire sulla decisione degli azionisti di cedere i titoli in loro possesso; iii) descrivere la eventuale attuazione (anche parziale) dei programmi futuri indicati nel documento dell'offerta totalitaria.*

*Sotto il profilo della tempistica, attese le disposizioni di cui agli artt. 108 e 111 del Tuf, si è ritenuto che entro il termine massimo di 90 giorni dalla data di pagamento dell'offerta totalitaria dovesse essere garantito sia il diritto dei piccoli azionisti di richiedere all'offerente l'acquisto delle azioni residuate alla chiusura dell'offerta, sia il corrispondente diritto dell'offerente di esercitare il diritto di acquisto ai sensi del citato art. 111.*

Tra le novità introdotte a seguito del recepimento della Direttiva 2004/25/CE merita attenzione il nuovo testo dell'art. 102 del Tuf nella parte in cui, al quarto comma, viene attribuito alla Consob il potere di sospendere i termini dei procedimenti istruttori aventi ad oggetto i documenti di Opa destinati alla pubblicazione qualora si ravvisi la necessità di acquisire informazioni supplementari, necessarie per valutare la completezza del quadro informativo fornito nel documento di offerta, ovvero ulteriori elementi informativi su determinati aspetti dell'operazione.

*La Commissione si è avvalsa per la prima volta di tale potere in occasione dell'Opa totalitaria promossa dalla Polimeri Speciali Spa su azioni ordinarie Polymt Spa e dell'Opasc volontaria promossa da Fondiaria-Sai Spa su azioni ordinarie emesse da Immobiliare Lombarda Spa.*

*L'acquisizione dell'intero capitale di Immobiliare Lombarda da parte della controllante Fondiaria-Sai assume rilievo in quanto prima offerta di scambio promossa in vigore del nuovo assetto normativo. In particolare, hanno trovato per la prima volta applicazione le disposizioni di cui all'art. 108, comma 5, secondo il quale il corrispettivo dell'obbligo di acquisto deve assumere la "stessa forma" che rivestiva per l'offerta precedente, ferma restando la facoltà per il possessore dei titoli di esigere il corrispettivo in contanti in misura integrale.*

*La Commissione ha disposto taluni principi di carattere generale per la determinazione del corrispettivo (delibera n. 16560 del 21 luglio 2008). Si è valutato, in via preliminare, che per*

*“stessa forma” dovesse intendersi un corrispettivo articolato, fra titoli e contanti, nelle stesse proporzioni previste per il corrispettivo dell’offerta. Si è stabilito, inoltre, che la determinazione del corrispettivo debba essere effettuata definendo prima il valore, in termini monetari, di ciascuna azione della target e convertendo, successivamente, tale valore nella stessa forma del corrispettivo dell’offerta. La conversione del valore monetario nella stessa forma del corrispettivo dell’offerta deve essere effettuata sulla base della media dei prezzi ufficiali dei titoli offerti in scambio rilevati sul mercato nel mese precedente la determinazione del corrispettivo per l’obbligo di acquisto. Il valore monetario così determinato è l’importo da riconoscere nel caso in cui il possessore dei titoli esiga il corrispettivo in contanti in misura integrale.*

*Nell’ambito dell’offerta di scambio in questione, il Cda di Immobiliare Lombarda ha ritenuto che il corrispettivo stabilito per i destinatari dell’offerta non fosse congruo per gli azionisti della target. Nell’esprimere tale opinione il Consiglio di amministrazione ha precisato di aver condiviso integralmente le valutazioni espresse dall’advisor finanziario incaricato di valutare la congruità del corrispettivo dell’offerta in termini di prezzo offerto e di rapporto di scambio con le azioni della società emittente.*

*La Consob ha pertanto richiesto all’emittente di allegare al comunicato il parere dell’advisor finanziario in versione integrale per consentire agli azionisti della target di poter formulare un fondato giudizio circa l’opportunità di aderire all’offerta.*

*La pubblicazione del parere dell’esperto è divenuta prassi operativa ed è successivamente stata applicata a tutti i casi di Opa, con l’obiettivo di assicurare la miglior tutela dei soggetti interessati e la massima trasparenza al mercato circa la struttura dell’offerta.*

### **3. L’informativa in sede assembleare**

Nel corso del 2008 la Commissione è intervenuta in diverse occasioni con richieste di informazioni da rendere in sede assembleare.

*A tal proposito si segnala l’intervento nell’assemblea della società Schiapparelli 1824 (ora Kinexia) chiamata ad approvare il bilancio 2007. La società presentava una situazione di rilevante tensione economica patrimoniale e finanziaria, ricorrendo in capo a essa la fattispecie di cui all’articolo 2446 c.c. per effetto delle perdite dell’esercizio 2007 e delle perdite riportate a nuovo. La situazione della società, così come risultante dal bilancio 2007, evidenziava una significativa perdita di fatturato e un peggioramento della redditività del capitale investito, oltre che una rilevante incidenza sul patrimonio netto consolidato di un credito di cui risultava problematica la riscossione.*

*L’intervento della Consob si è concretizzato innanzitutto in richieste di informazioni da rendere in assemblea, ai sensi dell’art. 114 comma 5 del Tuf, relativamente all’eventuale esistenza di un piano industriale e finanziario, ovvero di un piano di risanamento del gruppo, al piano di incasso del suddetto credito, ai rapporti con gli istituti di credito e/o altri finanziatori, alla situazione patrimoniale e finanziaria più aggiornata, alle motivazioni sottostanti le singole dimissioni di amministratori e sindaci intervenute a partire dal 2007.*