

La Consob ha approvato complessivamente 38 prospetti relativi a emittenti quotati (6 ammissioni a quotazione di azioni, 23 aumenti di capitale in opzione e 9 prestiti obbligazionari) e 29 relativi a emittenti non quotati (riguardanti, rispettivamente, 9 emittenti diffusi, 15 costituende banche e 5 società non quotate né diffuse).

La Commissione ha autorizzato la pubblicazione del prospetto informativo relativo all'offerta pubblica di vendita e di sottoscrizione di azioni ordinarie emesse da Yoox finalizzata all'ammissione alla quotazione sull'Mta. Una peculiarità di tale operazione è stata rappresentata dalla circostanza per cui alcuni *manager* e dipendenti vendevano azioni prese a prestito dall'amministratore delegato dell'emittente. Il Regolamento Emittenti prevede che, ai fini dell'offerta rivolta al pubblico, gli azionisti venditori abbiano la titolarità e la piena disponibilità delle azioni offerte prima dell'avvio dell'offerta stessa. Pertanto, le azioni oggetto del prestito titoli sono state destinate esclusivamente al collocamento istituzionale (non assoggettato alla disciplina in tema di offerta al pubblico). Inoltre, in caso di attivazione della clausola di *claw-back*, ossia della clausola che permette di modificare la struttura di una offerta di titoli in sede di collocamento sulla base della domanda effettivamente pervenuta nelle singole *tranche*, è stato previsto che gli strumenti finanziari oggetto del prestito non sarebbero confluiti dalla *tranche* destinata al collocamento istituzionale a quella rivolta al pubblico, in quanto, all'atto dell'operazione, i soggetti venditori non avrebbero avuto la richiesta titolarità e piena disponibilità delle azioni medesime.

Di particolare interesse è il prospetto informativo relativo all'offerta in opzione agli azionisti di azioni ordinarie Serfina Banca. In considerazione dell'ampia base azionaria della banca e delle modalità con le quali la stessa era stata raggiunta, è stato richiesto alla società di descrivere nel prospetto i fatti che avevano determinato la diffusione dell'azionariato, la normativa di volta in volta in vigore che disciplinava la qualifica di emittente titoli diffusi e le considerazioni in merito al possesso di tale qualifica. In un fattore di rischio la società ha precisato, inoltre, che le condizioni per qualificare Banca Serfina come emittente diffuso si erano perfezionate già in occasione dell'aumento di capitale del 2002, ma che in quell'occasione, ritenendo erroneamente a essa non applicabile tale disciplina, la società non aveva effettuato le dovute comunicazioni e non aveva, conseguentemente, adempiuto agli obblighi informativi prescritti per gli emittenti diffusi. Successivamente, però, la disciplina in materia era mutata e la banca riteneva di non rientrare più nella nuova nozione di emittente diffuso. Nel fattore di rischio sono state evidenziate le conseguenze di un'eventuale non condivisione da parte della Consob o dell'Autorità Giudiziaria dell'interpretazione della disciplina in tema di emittenti diffusi data dalla società e delle eventuali sanzioni per violazione di norme in tema di emittenti diffusi.

Nel corso del 2009 la Commissione ha approvato anche 2 documenti di registrazione. Ai sensi della Direttiva 2003/71/CE, l'emittente può scegliere di redigere il prospetto informativo nella forma di un unico documento o di documenti distinti. In tale ultimo caso, le informazioni richieste sono

suddivise in un documento di registrazione, che contiene le informazioni sull'emittente, una nota informativa, relativa agli strumenti finanziari offerti al pubblico, e una nota di sintesi.

Un documento di registrazione è stato redatto da Cell Therapeutics Inc, emittente di diritto statunitense, le cui azioni sono ammesse alle negoziazioni al Nasdaq e sull'Mta. Tale società opera nel campo dello sviluppo, dell'acquisizione e della commercializzazione di nuovi trattamenti antitumorali. Nel documento di registrazione è stato evidenziato sia l'elevato livello di indebitamento finanziario dell'emittente, parzialmente ridottosi nel corso del 2009, sia la circostanza per cui la società non commercializza alcun farmaco antitumorale e, pertanto, non riceve proventi tali da poter ripagare l'indebitamento o i relativi interessi. È stato altresì evidenziato che le prospettive dell'emittente dipendono in buona parte dal ricevimento dell'autorizzazione, da parte delle competenti autorità statunitensi ed europee, alla commercializzazione in USA e in Europa dei propri prodotti antitumorali. Infine, nel documento è stato precisato che l'emittente prevede che le disponibilità liquide correnti non siano sufficienti a finanziare la propria operatività nel corso del 2010 e che, di conseguenza, dovranno essere raccolti fondi supplementari tramite emissione di azioni e di obbligazioni.

Una particolare attenzione è stata rivolta alle offerte lanciate da emittenti non quotati.

Nel caso del Banco Emiliano Romagnolo, le azioni dell'emittente non erano ammesse a negoziazione in mercati regolamentati né oggetto di scambio nell'ambito dei sistemi multilaterali di negoziazione o da internalizzatori sistematici. Neppure le azioni di nuova emissione rivenienti dall'aumento di capitale in opzione sarebbero state ammesse alle negoziazioni su un mercato regolamentato o su altre sedi di negoziazione disciplinate dalla MiFID. Si trattava, pertanto, di titoli illiquidi. Al fine di agevolare le valutazioni sull'investimento in azioni della società in questione, è stata richiesta l'indicazione nel prospetto dell'utile per azione e del moltiplicatore *price/earning*, calcolati sulla base del prezzo d'offerta, e il confronto con il valore medio di tale moltiplicatore per le offerte pubbliche di azioni eseguite nei precedenti 6 mesi da altre banche. In un apposito fattore di rischio, inoltre, è stato riportato l'indicatore *price/earning* della banca negli ultimi 3 esercizi e al 30 giugno 2008, evidenziando il segno negativo di quest'ultimo e sottolineando la rischiosità connessa a una forte variabilità della redditività storica.

Nel corso del 2009 è stato approvato un prospetto di offerta al pubblico di azioni di Banca Etica, società cooperativa per azioni avente natura di banca popolare, che ha lanciato un piano di capitalizzazione straordinario volto a sostenere finanziariamente le strategie di sviluppo sia in termini di prodotti e servizi offerti, sia in termini di espansione territoriale. Trattandosi di società a capitale variabile, l'offerta è stata rivolta sia a nuovi soci che a quelli già esistenti all'interno della compagine sociale. L'emittente avrebbe proceduto a emettere le azioni oggetto dell'offerta in virtù di delibere assunte dal consiglio di amministrazione chiamato, di volta in volta, a esprimere il proprio gradimento sull'ammissione dei nuovi soci e a fissare l'ammontare delle nuove azioni in base alle richieste pervenute anche dai soci

esistenti che intendevano aumentare la propria partecipazione. La durata dell'operazione è stata prevista in 12 mesi e articolata in 13 periodi di offerta, con le azioni emesse alla fine di ciascun periodo. Nel prospetto informativo è stata richiesta una completa informativa in merito ai tempi connessi alla messa a disposizione delle azioni, alla conseguente durata del vincolo di indisponibilità sulle somme destinate al pagamento delle azioni e all'effetto dell'eventuale esercizio del diritto di revoca ex art. 95-bis del Tuf sulle somme versate.

Nel corso del 2009 si sono avute diverse operazioni di aumento di capitale di società quotate. In molti casi gli aumenti sono stati finalizzati a fronteggiare situazioni di tensione finanziaria o di vera e propria crisi, con riduzioni di capitale al di sotto del minimo legale e conseguente necessità di ricapitalizzazione.

La società Everel Group ha lanciato un aumento di capitale a seguito dell'azzeramento del proprio capitale sociale ex art. 2447 c.c.. Contestualmente all'assunzione della delibera di aumento di capitale, il socio di maggioranza ha sottoscritto la quota di propria spettanza mediante conversione di un proprio credito e si è impegnato a sottoscrivere ulteriori azioni, eventualmente rimaste inoperte, per un importo di 7,4 milioni di euro. Il prezzo d'offerta, così come determinato dal consiglio di amministrazione della società, risultava significativamente superiore all'ultimo prezzo ufficiale di mercato registrato dalle azioni della società. Nei fattori di rischio è stato, quindi, precisato che il criterio di fissazione del prezzo era svincolato da qualsivoglia riferimento a valori patrimoniali della società e/o a prezzi di negoziazione sull'Mta delle azioni. Tale prezzo rifletteva, infatti, soltanto l'esigenza di ripianare le perdite accumulate e quelle ulteriori attese per i mesi successivi alla delibera di aumento di capitale. Nel prospetto è stato, inoltre, fatto evidenziare fino a quale data la società fosse in grado di far fronte alle proprie esigenze finanziarie in assenza delle disponibilità rivenienti dall'aumento di capitale, quale fosse l'ulteriore fabbisogno per i successivi 12 mesi, e la composizione delle relative voci, nonché l'ammontare delle risorse rivenienti dall'aumento di capitale che risultavano idonee a soddisfare tale fabbisogno.

Un'ulteriore operazione di aumento di capitale finalizzata a sostenere la ristrutturazione finanziaria di una società quotata è quella che ha riguardato Tiscali Spa. La società, dopo aver acquisito 2 società nel biennio 2006-2007 e aver ceduto le controllate spagnola, olandese, tedesca e ceca, ha dovuto affrontare notevoli difficoltà, legate all'andamento congiunturale. Tali circostanze hanno comportato perdite operative e svalutazioni straordinarie per importi significativi nonché una riduzione dei flussi di cassa attesi, deteriorando le condizioni di economicità della gestione e determinando l'insorgere di una situazione di tensione finanziaria. Per fronteggiare tale situazione Tiscali ha avviato una complessa operazione di ripatrimonializzazione e di ristrutturazione dell'indebitamento, nell'ambito della quale rientrano aumenti di capitale, riscadenzamenti del debito, riduzioni dell'esposizione debitoria nei confronti delle banche e di alcuni azionisti. A tal fine, la società ha ceduto la partecipazione detenuta in una società controllata inglese, impiegando il ricavato di tale cessione principalmente per il rimborso di una parte

dell'indebitamento. La particolarità dell'operazione consisteva nel fatto che proprio la contabilizzazione della stessa determinava una situazione di patrimonio netto negativo. Nel prospetto sono state fatte evidenziare le considerazioni della società in merito alla insussistenza, nel caso di specie, di una situazione ex art. 2447 c.c.. Una situazione del genere avrebbe comportato, nel tempo intercorrente tra la perdita integrale del capitale e l'esecuzione effettiva dell'aumento di capitale oggetto del prospetto, lo stato di scioglimento e di liquidazione della società stessa. Al contrario, Tiscali ha precisato di ritenere la cessione della partecipazione e la delibera di aumento di capitale come parti di un progetto più ampio, idoneo a produrre effetti economici più rilevanti e tranquillizzanti di una delibera ex art. 2447 c.c.. Tale progetto, infatti, prevedeva impegni degli istituti finanziari a garantire anche l'eventuale quota di aumento non sottoscritta dal mercato nonché impegni di sottoscrizione degli stessi azionisti dell'emittente. Tali impegni, al contrario, non sono affatto previsti nella fattispecie delineata dall'art. 2447 c.c..

Tra le operazioni straordinarie che hanno interessato il comparto bancario spiccano, per controvalore dell'operazione, quelle eseguite da Unicredit e Banca Italease.

Unicredit ha varato nel 2008 un articolato piano di rafforzamento patrimoniale, che prevedeva, tra l'altro, un aumento di capitale in opzione per un controvalore massimo di 3 miliardi di euro, il cui buon esito veniva garantito mediante la sottoscrizione delle azioni inoptate da parte di Mediobanca, garanzia concretamente attivata nel corso del 2009. In particolare, le azioni dell'emittente in tal modo sottoscritte da Mediobanca sarebbero state poste al servizio di un'emissione di strumenti perpetui *equity-linked*, emessi da un soggetto terzo, convertibili in azioni Unicredit. Nel prospetto è stata descritta la struttura della garanzia di sottoscrizione dell'inoptato fornita da Mediobanca, tenuto conto che al pubblico indistinto era preclusa la sottoscrizione degli strumenti perpetui e che la possibilità che l'aumento di capitale andasse deserto era particolarmente elevata. Il prezzo di offerta, infatti, si confrontava con un prezzo di mercato significativamente inferiore. Nel prospetto è stato altresì evidenziato che l'impegno di garanzia da parte di Mediobanca sarebbe stato automaticamente ridotto in caso di recesso o inadempimento dell'impegno a sottoscrivere gli strumenti perpetui da parte degli investitori istituzionali, impegni che erano garantiti anche da garanzie collaterali. Unicredit si è riservata contrattualmente il diritto di usufrutto sulle azioni sottoscritte da Mediobanca, con relativa sospensione del diritto di voto. Con la costituzione di tale diritto, Unicredit si è assicurata, tra l'altro, che l'emissione di nuove azioni non avrebbe avuto un effetto diluitivo sul diritto di voto in capo agli attuali azionisti, almeno fino alla conversione degli strumenti perpetui.

Per quanto riguarda Banca Italease, nel primo semestre del 2009, a causa del deteriorarsi della propria posizione economico-patrimoniale è stato predisposto un progetto di riorganizzazione concordato fra gli azionisti rilevanti (Banco Popolare, Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Banca Popolare di Sondrio e Banca Popolare di Milano). Tale progetto prevedeva sia l'esecuzione di un'offerta pubblica di acquisto da parte dell'azionista Banco Popolare, che avrebbe portato l'offerente a detenere, a

esito dell'offerta, l'88 per cento del capitale sociale dell'emittente, sia la realizzazione di un aumento di capitale in opzione. Tale aumento, per un controvalore massimo di 1,2 miliardi di euro, sarebbe stato destinato sia alla copertura di perdite riportate dagli esercizi precedenti, a causa delle quali la stessa società versava in una situazione ex art. 2446 c.c., sia al rafforzamento patrimoniale, atteso che i *ratios* prudenziali erano a un livello significativamente inferiore a quelli minimi previsti. Nell'ambito del progetto di riorganizzazione era prevista, altresì, la costituzione di due *newco*, alle quali conferire parte dei crediti detenuti dal gruppo con lo scopo di ridurre le attività di rischio e liberare risorse patrimoniali. Il prospetto informativo, riportando informazioni in merito a tali operazioni di scissione e di conferimento di rami d'azienda, intervenute con parti correlate, è stato utilizzato dall'emittente anche ai fini di adempiere agli obblighi informativi previsti dagli artt. 70 e 71-bis del Regolamento Emittenti in tema di documenti informativi.

Nel corso del 2009 la Consob ha formulato 2 giudizi di equivalenza ai sensi dell'art. 57 del Regolamento Emittenti. In questi casi, i documenti pubblicati sulla base delle disposizioni in tema di informativa societaria vengono utilizzati per ottenere l'esenzione dalla pubblicazione del prospetto informativo e/o di quotazione.

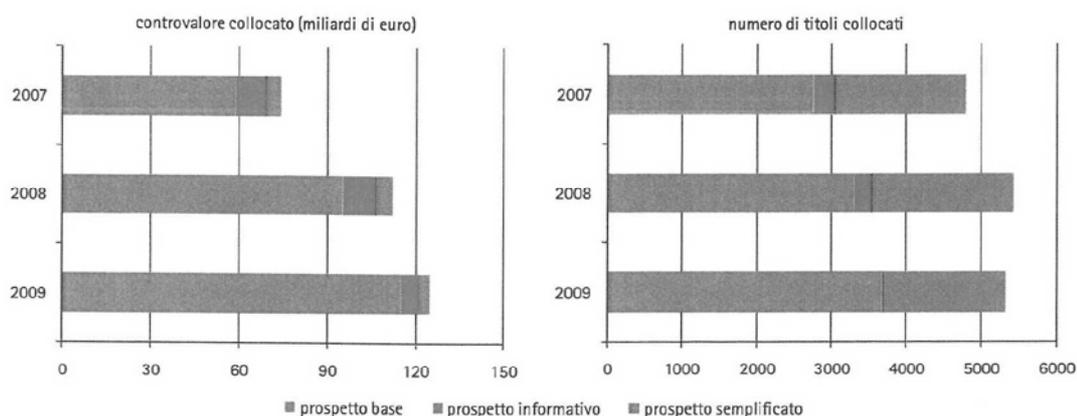
Uno dei giudizi di equivalenza ha riguardato il documento informativo predisposto per la fusione per incorporazione di Ifil in Ifi, che ha assunto la denominazione di Exor, integrato con alcune informazioni aggiuntive oggetto anche di richieste da parte della Consob. Prima della fusione, soltanto le azioni privilegiate dell'incorporante Ifi erano ammesse alle negoziazioni sull'Mta. La fusione ha, quindi, comportato l'emissione da parte di Ifi di nuove azioni ordinarie e di risparmio da assegnare agli azionisti di Ifil. La peculiarità della fattispecie era rappresentata dalla circostanza che il documento di equivalenza veniva utilizzato in luogo del prospetto non soltanto per la quotazione delle azioni ordinarie Exor assegnate in concambio agli azionisti ordinari Ifil, ma anche per quelle assegnate alla Giovanni Agnelli Sapaz, titolare del 100 per cento delle originarie azioni ordinarie Ifi non quotate. Ai sensi dell'art. 57, comma 1, lett. d), del Regolamento Emittenti, infatti, il prospetto di quotazione può essere sostituito da un documento equivalente in caso di valori mobiliari da assegnare in occasione di una fusione. In effetti, anche alla Giovanni Agnelli Sapaz sono state assegnate azioni diverse da quelle da essa possedute (e precisamente azioni Exor quotate in luogo di azioni Ifi non quotate) e l'occasione in cui tale assegnazione è avvenuta è pur sempre la fusione Ifi-Ifil. La Direttiva 2003/71/CE, così come interpretata dal Cesr, fa riferimento, peraltro, ai fini dell'esenzione dalla pubblicazione del prospetto di quotazione, a ogni tipo di fusione. Pertanto, la scelta delle società coinvolte nell'operazione di utilizzare la forma della fusione per incorporazione di Ifil in Ifi, in luogo di quella della fusione per unione (in cui le azioni della nuova società Exor sarebbero state attribuite in concambio a tutti gli azionisti delle società fuse Ifi e Ifil e quindi anche alla Giovanni Agnelli Sapaz), non può rappresentare elemento di discriminazione ai fini dell'esenzione.

Nel corso dell'anno è proseguita l'attività di controllo sui prospetti di titoli non rappresentativi di capitale di rischio, riconducibili in larga misura a

collocamenti di obbligazioni bancarie presso la clientela *retail*. Relativamente a tali emittenti, la Consob ha approvato 737 documenti di offerta relativi a prestiti obbligazionari, di cui 471 prospetti base, 27 prospetti informativi e 239 documenti di registrazione e supplementi. Come accaduto negli anni precedenti, oltre il 90 per cento delle risorse raccolte è riconducibile a operazioni assistite dal prospetto base; il prospetto semplificato è utilizzato da banche di piccole dimensioni, sebbene il numero di titoli collocati sulla base di tale documentazione sia significativo.

Nel 2009 le banche hanno collocato presso la clientela *retail* obbligazioni per oltre 120 miliardi di euro, contro i circa 112 miliardi nel 2008 (+7 per cento circa), mentre il numero complessivo di titoli collocati è rimasto tendenzialmente stabile (in media 5.000 titoli all'anno nel triennio 2007-2009) (Fig. 71).

Fig. 71 Emissioni di obbligazioni di banche italiane soggette alla disciplina della sollecitazione



Fonte: prospetti informativi e segnalazioni statistiche di vigilanza.

Nel corso del 2009 la Consob ha proseguito i lavori funzionali a migliorare l'informativa da prospetto per i prodotti *non-equity*, con particolare riguardo alle offerte di obbligazioni bancarie e *corporate* con particolari elementi di complessità legati alla presenza di componenti derivative o clausole di subordinazione. Nell'ambito di circa 30 istruttorie, al fine di offrire agli investitori un'informativa adeguata sui rischi dell'investimento necessaria per pervenire a un fondato giudizio sull'offerta e a un confronto tra proposte d'investimento differenti, è stato richiesto l'inserimento nel prospetto di una scheda sintetica sulle caratteristiche di rischio del prodotto, contenente tra l'altro 2 tabelle: una riferita al valore teorico dell'investimento finanziario al momento della sottoscrizione e una alla rappresentazione a scadenza di tale valore attraverso scenari probabilistici.

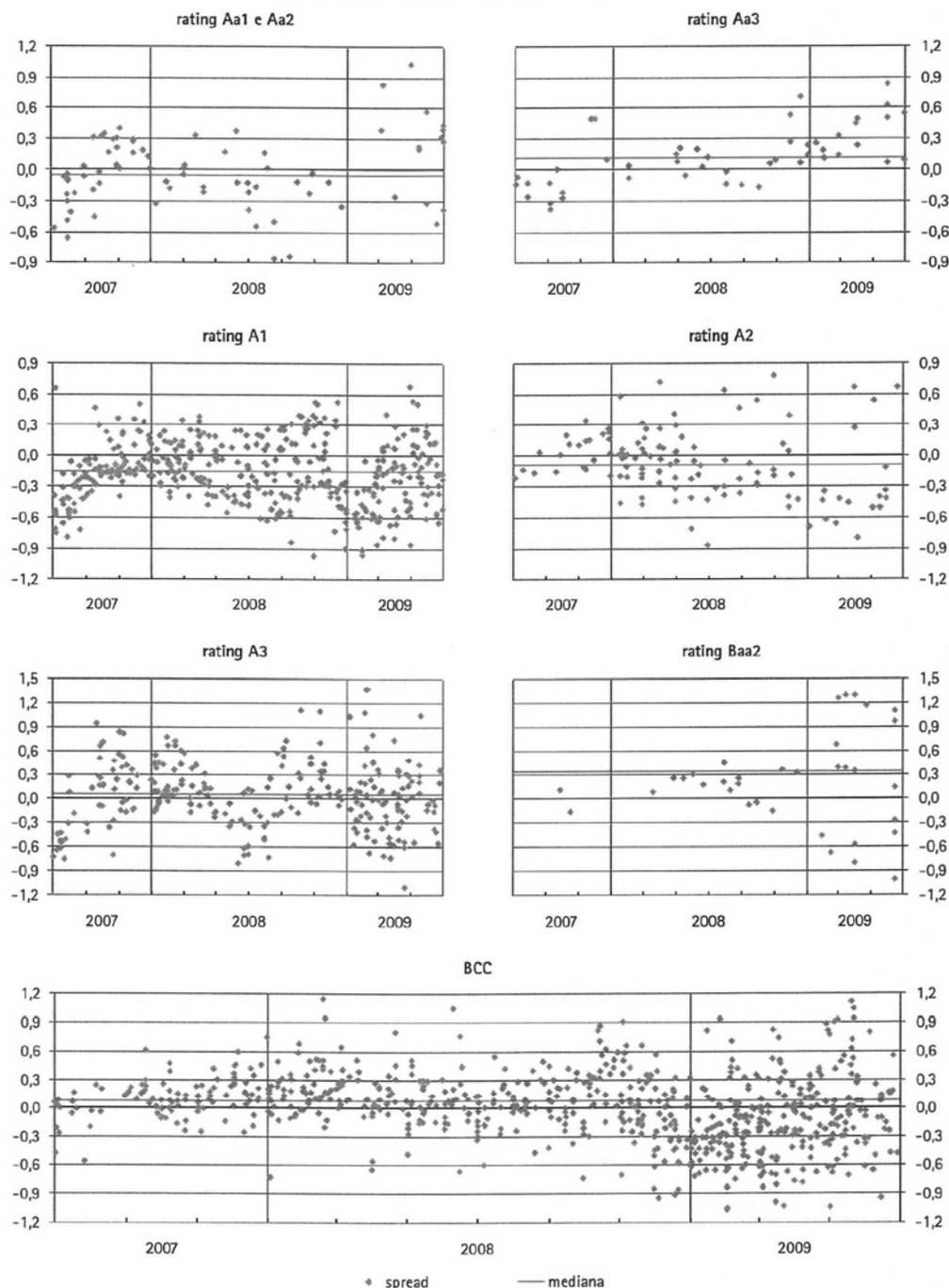
Le 2 tabelle sono caratterizzate da una coerenza intrinseca resa dalla circostanza che il valore teorico riportato nella tabella dell'investimento finanziario viene determinato come media della distribuzione di probabilità dei possibili valori riportati sinteticamente nella seconda tabella, opportunamente scontati per tener conto del valore finanziario del tempo. Tale tabelle consentono un'agevole e sintetica rappresentazione sia dei rischi di mercato che del rischio emittente di prodotti particolarmente complessi e sofisticati.

Questo approccio è stato utilizzato anche in occasione di offerte pubbliche di scambio e offerte pubbliche di acquisto che coinvolgevano strumenti finanziari caratterizzati da articolate forme di ingegneria finanziaria. In tali casi, in cui all'investitore viene offerta la possibilità di sostituire un titolo precedentemente acquistato con un nuovo strumento finanziario, la documentazione d'offerta è stata integrata, tra l'altro, con una tabella rappresentativa degli scenari probabilistici rivenienti dal confronto tra i rendimenti potenziali offerti dallo strumento di nuova costituzione e quelli associati al titolo correntemente detenuto dall'investitore. Infine, gli offerenti hanno opportunamente esteso tale l'approccio anche al caso delle offerte pubbliche di acquisto, per rappresentare il confronto tra i possibili esiti dell'adesione con i possibili esiti della mancata adesione all'offerta.

L'analisi dei prospetti e delle condizioni definitive delle obbligazioni bancarie più semplici e maggiormente diffuse fra gli investitori non professionali – quali le obbligazioni ordinarie a tasso fisso e quelle a tasso variabile – evidenzia come i rendimenti di tali strumenti siano spesso inferiori ai tassi dei titoli di Stato o al tasso interbancario a breve scadenza (Euribor). In particolare, i dati sulle obbligazioni emesse nel periodo 1/7/2007-30/6/2009 dai primi 15 gruppi bancari (per controvalore complessivo di obbligazioni collocate nel periodo stesso) e dalle banche di credito cooperativo (Bcc) evidenziano che i rendimenti dei titoli collocati presso la clientela *retail* sono in media allineati a quelli dei Btp o dell'Euribor e poco correlati con il rischio emittente misurato sulla base del rating (Fig. 72 e Fig. 73).

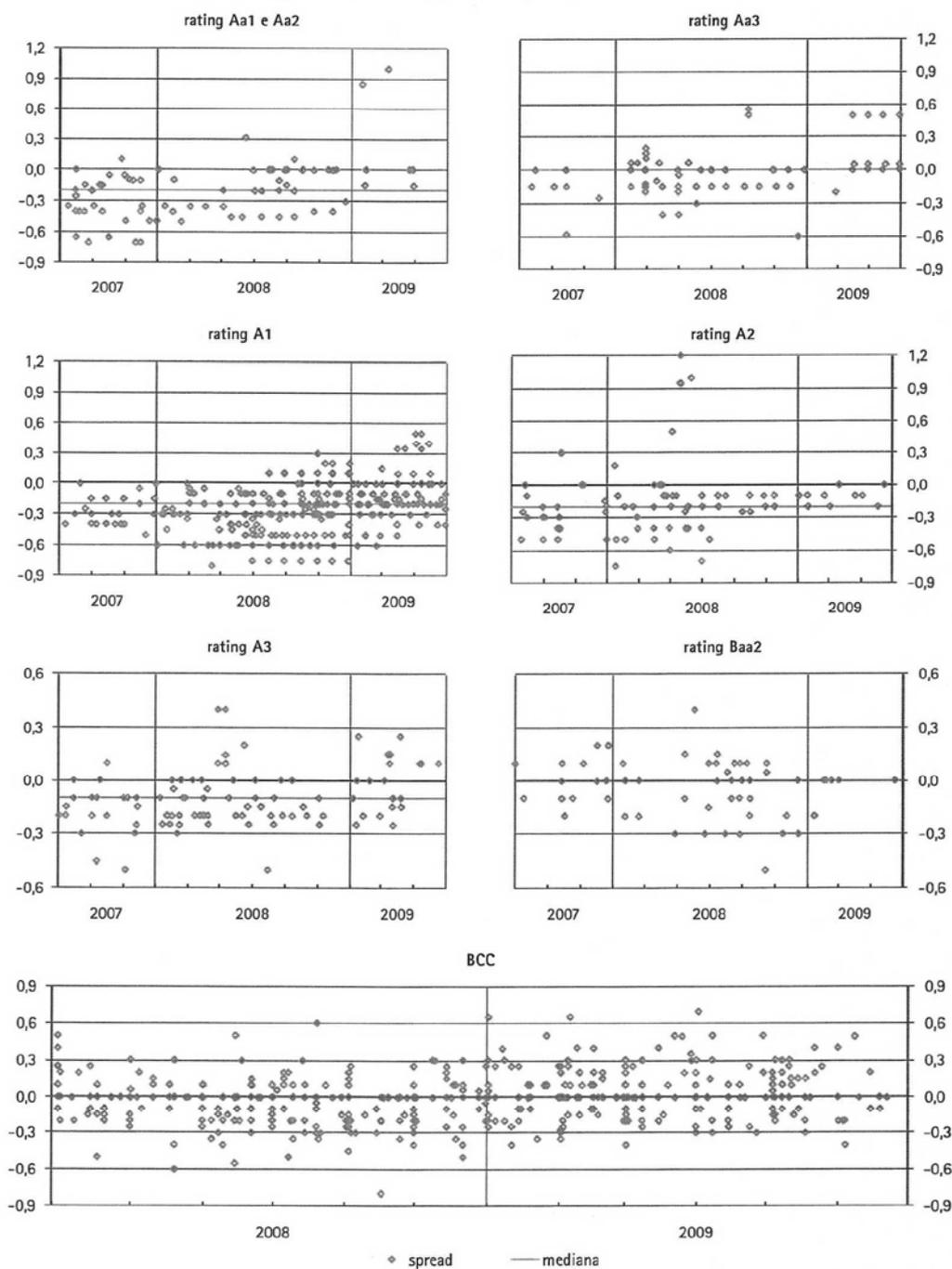
Le obbligazioni ordinarie a tasso fisso di banche con rating Moody's Aa1 e Aa2 (cioè con merito di credito superiore o pari a quello della Repubblica Italiana, il cui rating Moody's è Aa2) hanno uno *spread* mediano rispetto ai Btp leggermente inferiore allo zero; tale *spread* si attesta, invece, attorno a 10 punti base per le obbligazioni di banche con rating Aa3; risulta negativo per circa 15 punti base per le banche con rating A1 e torna su valori vicini allo zero per le banche con rating A2 e A3. Quest'ultimo dato vale in larga misura anche per le emissioni delle Bcc. Solo per le banche con rating Baa2 lo *spread* mediano rispetto ai Btp è sensibilmente superiore allo zero (circa 30 punti base).

Fig. 72 Spread fra i rendimenti a scadenza delle obbligazioni ordinarie con cedole pre-determinate (ordinarie a tasso fisso e *step up e down*) e quelli dei Btp con vita residua simile in funzione del rischio emittente (emissioni domestiche destinate al *retail* nel periodo 1/7/07 – 30/6/09 – valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su prospetti informativi e condizioni definitive. Dati relativi alle obbligazioni emesse nel periodo 1/7/2007-30/6/2009 dai primi 15 gruppi bancari per controvalore di obbligazioni collocate nel periodo stesso e delle banche di credito cooperativo (BCC).

Fig. 73 *Spread* sull'Euribor delle obbligazioni ordinarie a tasso variabile in funzione del rischio emittente (emissioni domestiche destinate al retail nel periodo 1/7/07 – 30/6/09 – valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su prospetti informativi e condizioni definitive. Dati relativi alle obbligazioni emesse nel periodo 1/7/2007-30/6/2009 dai primi 15 gruppi bancari per controvalore di obbligazioni collocate nel periodo stesso e delle banche di credito cooperativo (BCC).

Per le obbligazioni ordinarie a tasso variabile con merito di credito simile o superiore a quello della Repubblica Italiana (Aa1 e Aa2) lo *spread* mediano rispetto all'Euribor è negativo per circa 20 punti base, mentre è pari a zero per le obbligazioni con rating Aa3; per le obbligazioni con rating inferiore (A1 e A2) tale *spread* si colloca su un valore negativo di circa 20 punti base, mentre per quelle con rating A3 risulta negativo per circa 10 punti base; per i titoli con rating Baa2 e quelli emessi dalle Bcc lo *spread* si attesta a valori vicini allo zero.

3 Gli assetti proprietari e le offerte pubbliche di acquisto

Alcune novità negli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti detenute nel capitale degli emittenti azioni quotate – introdotte a partire dal 1° aprile 2009 con la disciplina secondaria di attuazione delle norme di recepimento della Direttiva 2004/109/CE (*Transparency*) contenute nel Regolamento Emittenti (si veda anche il successivo Capitolo V "*L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali*") – hanno comportato la necessità di alcuni interventi operativi in sede di prima applicazione.

In particolare, le novità di maggiore rilievo riguardano l'introduzione della nuova soglia di rilevanza del 66,6 per cento; l'eliminazione dell'obbligo, in capo al soggetto controllante l'emittente quotato, di comunicazione delle operazioni aventi ad oggetto azioni proprie poste in essere dall'emittente medesimo ovvero da sue controllate; la separazione della trasparenza degli obblighi di comunicazione relativi alle partecipazioni potenziali rispetto a quelle "effettive", con conseguente eliminazione dell'obbligo di aggregazione ai fini del calcolo delle soglie rilevanti.

Le nuove norme regolamentari hanno comportato l'esigenza di calcolare nuovamente le partecipazioni detenute sulla base dei criteri introdotti *ex novo* e l'emersione di partecipazioni potenziali detenute che, secondo i criteri preesistenti, non risultavano rilevanti. Avendo riguardo alle partecipazioni già comunicate, e che sulla base delle nuove norme subivano (o avrebbero potuto subire) variazioni, la Consob, oltre a interagire con i soggetti tenuti agli obblighi, ha provveduto a inviare ai soggetti dichiaranti apposite comunicazioni con le quali si è rammentato l'adempimento degli obblighi informativi connessi con la nuova disciplina. Inoltre si è provveduto, con riferimento ai dubbi applicativi di carattere tecnico, alla pubblicazione sul sito internet dell'Istituto di un'apposita sezione dedicata alle FAQ (domande più frequenti) ricevute in materia di comunicazione delle partecipazioni rilevanti.

Nel corso del 2009 la Commissione ha autorizzato la pubblicazione di 24 documenti di offerta (ascrivibili, rispettivamente, a 18 offerte pubbliche di acquisto, 4 offerte pubbliche di scambio e 2 offerte di acquisto e scambio) di cui 14 relativi ad azioni quotate e 10 a obbligazioni e azioni non quotate (Tav. 21).

Le offerte pubbliche di acquisto, sia obbligatorie che volontarie, sono state tutte finalizzate al *delisting* dei titoli oggetto delle offerte stesse, come espressamente dichiarato dai soggetti offerenti, con ciò confermando il trend già emerso nel 2008. In quasi tutti i casi il *delisting* è stato completato, ovvero risultava in corso a fine 2009 la procedura prevista dagli artt. 108, commi 1 e 2, e 111, comma 1, del Tuf, o la deliberazione di fusione finalizzata al medesimo risultato. Di particolare rilievo è stato il caso di Ipi Spa, oggetto di 2 offerte pubbliche di acquisto obbligatorie, la prima delle quali è stata promossa dalla Bim, Banca Intermobiliare di investimenti e Gestioni Spa, e la seconda da Ipi Domani Spa. A esito di tale ultima offerta gli strumenti finanziari sono stati revocati dalla quotazione.

Tav. 21 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 2009

	Su azioni quotate			Su obbligazioni e warrant	Su azioni non quotate	Totale
	Ordinarie	Risparmio	Privilegiate			
Volontarie	--	--	--	8	2	10
Preventive	9	--	--	--	--	9
Successive	5	--	--	--	--	5
Procedura di <i>sell-out</i>	--	--	--	--	--	--
Su azioni proprie	--	--	--	--	--	--
Totale	14	--	--	8	2	24
Obbligo/Diritto di acquisto ¹	7	--	--	--	--	7

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

Nelle more dell'emanazione delle disposizioni di attuazione dell'art. 108 del Tuf (e conseguentemente dell'art. 111), la Commissione ha deliberato in 7 casi procedure volte all'adempimento dell'obbligo di *sell-out* e diritto di *squeeze-out*, differenziando gli obblighi informativi a seconda che il prezzo dell'obbligo/diritto fosse determinato dalla Consob ovvero uguale al prezzo della precedente offerta totalitaria.

Nel corso dell'anno sono stati inoltre esaminati numerosi quesiti relativi all'applicabilità delle esenzioni dall'obbligo di Opa previste dall'art. 106, comma 5, del Tuf. I quesiti hanno riguardato prevalentemente l'esenzione per operazioni di salvataggio di società quotate in crisi. Sono stati inoltre rilasciati 2 pareri concernenti, rispettivamente, gli acquisti infragruppo e gli acquisti "involontari".

Nell'ambito delle risposte ai quesiti aventi ad oggetto l'esenzione in caso di salvataggio, la Consob ha avuto modo di precisare il contenuto di 2 presupposti necessari per la sussistenza dell'esenzione, ossia la presenza di un piano di ristrutturazione del debito e il superamento della soglia Opa tramite aumento di capitale.

Sotto il primo profilo, diversamente da orientamenti assunti in passato, la Commissione ha ritenuto presente il requisito della ristrutturazione del debito anche in ipotesi in cui il salvataggio non è realizzato prevalentemente attraverso accordi con la maggioranza dei creditori che implicano un parziale rinuncia alle pretese creditorie, in quanto, in uno dei casi esaminati avente ad oggetto un intermediario bancario, si è preso atto delle particolarità legate alla composizione del passivo che non consentono di ritenere "ristrutturabili" i crediti vantati dalla banca nei confronti dei propri clienti. In un altro caso, pur in assenza di significative modifiche in senso migliorativo delle condizioni creditorie, si è dato rilievo, sulla scia dell'ampia nozione di ristrutturazione del debito fatta propria dalla riforma della Legge Fallimentare (si vedano, in particolare, gli artt. 67, comma 3, lett. d), 160 e 182-bis della suddetta legge), alla idoneità del piano di salvataggio a determinare comunque un significativo riequilibrio patrimoniale della società attraverso vari interventi (ricapitalizzazione, pagamento di debiti, vendita di assets e riacquisto dei bond). Un terzo caso di esenzione ha formato oggetto di una delibera ai sensi comma 6 dell'art. 106 del Tuf (per la descrizione della fattispecie si veda il successivo paragrafo).

Sotto il secondo profilo sopra richiamato, la Consob ha ribadito in 2 casi, sulla scia di un precedente pronunciamento, che il presupposto del superamento della soglia rilevante tramite sottoscrizione di un aumento di capitale non è inficiato dalla circostanza che il nuovo azionista della società acquisisca a titolo oneroso dal socio di maggioranza uscente i diritti di opzione per sottoscrivere l'aumento di capitale. Ciò in quanto l'acquisto dei diritti si può porre quale condizione essenziale per garantire a terzi investitori l'ingresso nel capitale della società e dunque in ultima analisi la fattibilità dell'operazione di salvataggio. Inoltre, la previsione di un corrispettivo per la cessione dei diritti si pone frequentemente come una condizione necessaria per non pregiudicare le aspettative dei creditori del socio di maggioranza uscente. Allo stesso modo, sempre sotto questo profilo, è stata riconosciuta al nuovo socio di maggioranza la possibilità di effettuare limitati acquisti di azioni dell'emittente dal socio di maggioranza uscente, purché il superamento della soglia rilevante nel capitale dell'emittente avvenga per effetto dell'acquisto delle azioni rivenienti dall'aumento di capitale.

Per ciò che riguarda le esenzioni per operazioni infragruppo, un quesito di particolare rilievo ha riguardato la riorganizzazione dell'azionariato di una società quotata e, in particolare, un'ipotesi di trasferimento delle azioni detenute dagli aderenti al patto parasociale di controllo in una società veicolo dagli stessi partecipata in eguale misura (cosiddetta "societarizzazione" del patto). In merito, la Consob ha riconosciuto l'insussistenza dell'esenzione dall'obbligo di Opa prevista dall'art. 106, comma 5, lett. b), del Tuf e 49, comma 1, lett. c), del Regolamento Emittenti (esenzione per operazioni infragruppo) in quanto la frapposizione di un veicolo societario ai fini dell'esercizio del controllo da parte di più soggetti aderenti a un patto parasociale non risulta neutra sotto il profilo degli assetti proprietari della società quotata nella misura in cui rafforza il vincolo tra i soci e riduce la contendibilità (rendendo non operativo il meccanismo di recesso dal patto in caso di Opa previsto dall'art. 123 del Tuf). Ciò anche qualora lo statuto della società veicolo preveda la messa in liquidazione automatica in caso di Opa promossa da terzi, posto

che i tempi necessari per la liquidazione risultano incompatibili con gli stretti tempi previsti per il perfezionamento di un'Opa.

Con riferimento alle esenzioni per acquisti involontari, rispondendo a un quesito interpretativo relativo all'esenzione prevista dagli articoli 106, comma 5, lett. c), Tuf e 49, comma 1, lettera d), Regolamento Emittenti, la Consob ha affermato che possono considerarsi come "originariamente spettanti" anche i diritti di sottoscrizione di un aumento di capitale relativi a partecipazioni che siano acquistate successivamente alla delibera di aumento e prima dell'esecuzione della medesima. Ciò in quanto, anche in questo caso, l'eventuale superamento della soglia rilevante ai fini Opa è determinato dalla non integrale sottoscrizione da parte del mercato dell'aumento di capitale e quindi da un evento che è comunque indipendente dalla volontà dell'acquirente. Resta ferma in tal caso la verifica circa l'insussistenza di *intenti elusivi dell'obbligo di offerta pubblica ossia di profili dell'operazione, valutabili anche ex post*, che facciano ritenere non del tutto involontaria la mancata integrale sottoscrizione dell'aumento di capitale da parte del mercato.

Sempre in materia di esenzioni da Opa, nel corso del 2009 per la prima volta è stata applicata la norma di cui all'art. 106, comma 6, Tuf che attribuisce alla Consob il potere di disporre, con provvedimento motivato, l'esonero dall'obbligo di Opa con riguardo a ipotesi riconducibili alle esenzioni indicate dalla legge, ma non espressamente previste nelle disposizioni regolamentari di attuazione.

In uno dei casi esaminati, l'istanza di esonero era stata presentata con riferimento alla possibilità che, in adempimento dell'impegno a garantire il buon esito di un'operazione di aumento di capitale, l'intermediario garante potesse acquisire, a seguito della sottoscrizione dell'inoptato, una partecipazione superiore al 30 per cento in un emittente quotato. Al riguardo, è stato preliminarmente considerato che l'eventuale acquisizione di tale partecipazione da parte dell'intermediario garante sarebbe avvenuta in un contesto del tutto peculiare, caratterizzato tra l'altro da una situazione di profonda crisi del mercato, e con motivazioni sostanzialmente estranee a quelle poste alla base dell'obbligo di Opa stabilito dall'art. 106, comma 1, del Tuf. Si è poi tenuto conto del fatto che l'ipotetico ingresso nell'azionariato dell'emittente non avrebbe comportato un mutamento negli assetti di controllo di quest'ultimo, anche in ragione dell'esistenza di un gruppo di soci uniti da un patto parasociale cui avrebbe continuato a far capo il controllo di fatto sulla società, né sarebbe stato finalizzato a influire sulla *governance* della stessa, ma avrebbe rappresentato soltanto lo strumento tecnico individuato dalle parti per l'adempimento dell'obbligo di garantire il successo dell'operazione. In questo ambito, la partecipazione acquisita in conseguenza del suddetto obbligo, da una parte avrebbe risposto alle finalità proprie dell'attività di garante svolta dall'intermediario, nel presupposto che il prezzo dell'aumento di capitale fosse determinato sulla base dei valori di mercato; dall'altra non avrebbe assunto un carattere di stabilità, posto che sarebbe stato piuttosto nell'interesse dell'intermediario medesimo, proprio in virtù dell'accidentalità dell'acquisto, procedere alla dismissione delle azioni sottoscritte nel più breve tempo possibile. Alla luce delle suddette considerazioni la Commissione ha ravvisato

nell'operazione prospettata le caratteristiche strutturali dell'acquisto temporaneo e pertanto ha ritenuto che, nel caso specifico, potesse trovare applicazione l'esenzione per operazioni di carattere temporaneo di cui all'art. 106, comma 5, lett. *d*), del Tuf anche nell'ipotesi in cui la partecipazione acquisita avesse superato la soglia del 30 per cento per più del 3 per cento, a condizione, al fine di assicurare l'effettiva temporaneità dell'acquisto, che l'intermediario garante si assumesse l'impegno a cedere, entro 12 mesi, le azioni in eccedenza rispetto al 30 per cento e a non esercitare i relativi diritti di voto.

In un secondo caso ci si è avvalsi della potestà riconosciuta dal comma 6 dell'art. 106 del Tuf, in relazione all'esenzione prevista per le operazioni di salvataggio di società quotate in crisi, valutando che, pur in assenza di un vero e proprio piano di ristrutturazione del debito (gli interventi sul debito già realizzati non risultavano collegati all'acquisto di una partecipazione eccedente il 30 per cento e non erano, secondo gli stessi amministratori, sufficienti a garantire la continuità aziendale della società), l'aumento di capitale previsto dal piano di risanamento fosse un presupposto necessario per avviare il salvataggio della società. Si è ritenuto dunque che l'operazione potesse rientrare nella *ratio* dell'art. 106, comma 5, lett. *a*), del Tuf a condizione di perfezionare prima del superamento della soglia rilevante le ristrutturazioni debitorie necessarie a garantire il riequilibrio finanziario dell'emittente.

4 L'informativa in sede assembleare

Nel corso del 2009 la Consob è intervenuta in diverse occasioni con richieste di diffusione di informazioni da rendere in sede assembleare.

Un'attenzione particolare è stata rivolta alle assemblee ordinarie delle società quotate chiamate ad approvare i bilanci al 31 dicembre 2008.

Nel contesto di grave crisi economica e finanziaria che ha caratterizzato il 2009, hanno assunto particolare rilevanza per la redazione dei bilanci e la relativa attività di revisione contabile le questioni attinenti al presupposto della continuità aziendale e l'applicazione di quei principi contabili internazionali che più tengono conto della volatilità dei mercati e del peggioramento delle prospettive economiche. Come dettagliatamente illustrato nel successivo §5, la Consob, congiuntamente a Banca d'Italia e Isvap, ha emanato, nel mese di febbraio 2009, una raccomandazione sul tema (e successivamente è intervenuta con richieste in sede assembleare al fine di integrare le informazioni rese da diverse società i cui revisori si erano espressi con giudizi negativi, con l'impossibilità di esprimere un giudizio o con giudizi positivi ma con richiami di informativa connessi a problematiche di continuità aziendale. In particolare, è stato richiesto agli amministratori di fornire le proprie considerazioni in merito alle valutazioni effettuate dai revisori e ogni altro elemento utile a comprendere l'effettiva situazione economico-patrimoniale e le azioni intraprese o da intraprendere per far fronte a eventuali tensioni finanziarie.

È stata inoltre svolta l'analisi dell'informativa resa dagli organi di controllo degli emittenti quotati in occasione delle assemblee convocate per l'approvazione dei bilanci d'esercizio al 31 dicembre 2008. A seguito di tale analisi, si è proceduto a richiedere ad alcuni organi di controllo un'integrazione delle relazioni redatte ai sensi dell'art. 153, comma 1, del Tuf, in relazione all'esistenza di vicende societarie che richiedevano di fornire al pubblico un'informativa più ampia e adeguata.

La Commissione è intervenuta con richieste informative in occasione delle assemblee straordinarie convocate il 28 aprile del 2009 per deliberare la fusione per incorporazione di Enia in Iride, le 2 *multiutilities* partecipate dai Comuni di Torino e Genova. Il procedimento di fusione in esame è stato particolarmente lungo, tenuto conto che le linee guida della fusione erano state approvate il 16 ottobre 2008 e il progetto di fusione il 27 ottobre 2008, mentre soltanto nel corso del 2009 si era proceduto alla convocazione delle assemblee delle rispettive società. A tal fine, le società avevano pubblicato il documento informativo previsto per le fusioni significative dall'art. 70 del Regolamento Emittenti. L'attenzione della Commissione si è focalizzata, quindi, sulla completezza dell'informativa fornita dalle società in tale documento. Tra l'altro, è stato richiesto di evidenziare i possibili profili di criticità connessi alla circostanza che la società di revisione aveva espresso il proprio parere sulla congruità del rapporto di cambio con riferimento alla data del progetto di fusione (27 ottobre 2008) e non a quella di emissione del parere stesso (28 marzo 2009), a causa dell'impossibilità di concludere le analisi ritenute necessarie in merito agli aggiornamenti di informativa forniti dai 2 consigli di amministrazione, ivi inclusi i bilanci d'esercizio e consolidato al 31.12.2008 di Iride ed Enia. Inoltre, sono state richieste ulteriori informazioni in merito: i) alle operazioni di riorganizzazione societaria e industriale che, in base all'accordo fra le società, dovevano essere effettuate prima della fusione per pervenire alla stipula dell'atto di fusione; ii) ai valori dei parametri utilizzati da una delle 2 società con la metodologia del *discounted cash flow*; iii) ai rischi relativi alla non contendibilità della società incorporante *post-fusione*, derivanti dalle iniziative intraprese dai Comuni azionisti delle società volte a introdurre esplicitamente il vincolo del 51 per cento del capitale sociale in mano agli enti pubblici nello statuto della società incorporante; iv) al trattamento contabile della fusione; v) ai rischi connessi ai procedimenti giudiziari pendenti.

5 L'informativa contabile

Modifiche del quadro normativo collegate al recepimento della Direttiva *Transparency* hanno attribuito alla Consob poteri ulteriori – tendenzialmente più incisivi e tempestivi – per garantire l'integrità dell'informativa finanziaria rispetto a quelli connessi all'impugnativa dei bilanci annuali (ex art. 157, comma 2, del Tuf). Nel caso in cui accerti la non conformità delle relazioni finanziarie annuali e semestrali alle norme che ne disciplinano la redazione, la Commissione ha il potere di richiedere agli emittenti di rendere nota tale circostanza al mercato e di fornire

un'informazione supplementare idonea a ripristinare una corretta informazione (art. 154-ter del Tuf).

La Commissione ha approvato linee guida per definire i criteri di attivazione e di modulazione di tali strumenti di intervento – *disclosure* e diffusione al mercato di informazioni supplementari ovvero impugnativa di bilancio – nei casi in cui accerti che le relazioni finanziarie annuali o semestrali risultino non conformi alle norme che ne disciplinano la redazione. In generale, si è ritenuto di fare ricorso in via ordinaria al primo strumento di intervento, riservando l'esercizio dei poteri di impugnativa a casi residuali, ossia quando le grandezze numeriche esposte in bilancio risultino nel loro complesso inattendibili per la generale inaffidabilità del sistema contabile ovvero gli errori siano tali da configurare, in caso di loro correzione, una situazione di deficit patrimoniale riconducibile alle previsioni degli art. 2446 e 2447 c.c.; il potere di impugnativa, se ritenuto necessario, sarà altresì attivato qualora l'emittente non si sia conformato alle richieste ai sensi dell'art. 154-ter, comma 7, ovvero ripeta, nel bilancio successivo, l'errore rilevato nella precedente rendicontazione annuale o semestrale.

La Commissione ha esercitato i poteri di cui all'art. 154-ter, comma 7, del Tuf nei confronti di 2 emittenti con azioni ammesse a negoziazione sul mercato Mta gestito da Borsa Italiana Spa.

Il primo caso ha riguardato Eutelia Spa, per la quale è stata accertata la non conformità del bilancio semestrale alle norme che ne disciplinano la redazione, con specifico riferimento alle modalità di contabilizzazione di un'operazione di cessione di ramo d'azienda. In particolare, dagli approfondimenti svolti è emerso che gli amministratori di Eutelia Spa hanno effettuato la cancellazione contabile degli elementi attivi e passivi ricompresi nel ramo ceduto in assenza di adeguati elementi probativi ed evidenze a supporto dell'effettivo trasferimento al cessionario dei rischi e benefici connessi alla proprietà del ramo e, pertanto, in assenza dei presupposti richiesti dai principi contabili internazionali di riferimento. Gli errori riscontrati hanno indotto la Commissione a deliberare, il 10 febbraio 2010, l'attivazione dei citati poteri previsti dall'art. 154-ter, comma 7, del Tuf e a richiedere alla società la pubblicazione delle informazioni supplementari necessarie a ripristinare un corretto quadro informativo per il mercato. Il seguente 17 febbraio la società ha pubblicato un comunicato stampa contenente le informazioni richieste dalla Consob, illustrando, in un apposito prospetto contabile *pro-forma*, gli effetti della contabilizzazione dell'operazione di cessione conformemente alle regole richiamate.

Il secondo caso ha riguardato la società Socotherm Spa, rispetto alla quale sono stati rilevati numerosi profili di non conformità del bilancio consolidato e del bilancio d'esercizio al 31.12.2008 nonché del bilancio semestrale abbreviato contenuto nella relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2009 alle norme che ne disciplinano la redazione. In particolare, le anomalie riscontrate nella redazione dei suddetti documenti contabili riguardavano le modalità di valutazione delle attività immateriali e materiali, delle attività finanziarie e delle partecipazioni nonché l'informativa fornita in merito ai contenziosi e ai rischi finanziari conseguenti al