

organizzative e procedurali adottate dalle società di revisione in risposta alle carenze riscontrate dalla Consob in esito al primo ciclo di controlli. È stato altresì svolto un esame delle modifiche e delle integrazioni apportate autonomamente dalle società di revisione alle procedure di controllo di qualità rispetto al quadro delineato nel precedente ciclo di controlli, al fine di individuare eventuali carenze, nonché valutarne l'impatto sia sulla configurazione delle singole procedure, sia sul sistema dei controlli nel suo complesso.

In via generale, il modello organizzativo e le procedure per il controllo della qualità applicati dalle società sottoposte a verifica sono risultati sostanzialmente adeguati rispetto alle indicazioni contenute nei principi di riferimento. È stata tuttavia riscontrata la sussistenza di talune carenze rispetto a specifici aspetti procedurali e organizzativi, in relazione alle quali si è resa necessaria l'indicazione di ulteriori interventi volti a rafforzare il sistema dei controlli della qualità in essere presso le società. È stata altresì riscontrata una non sempre puntuale e corretta applicazione da parte delle società delle procedure di controllo adottate.

Con riferimento alle società di piccole/medie dimensioni esaminate, i controlli svolti hanno evidenziato la presenza di alcune aree di miglioramento.

Per quanto riguarda le procedure poste in essere dalle società di revisione per il rispetto delle regole sull'indipendenza, è stata sottolineata l'importanza di garantire un corretto e tempestivo aggiornamento dei *database* aziendali contenenti le informazioni relative alla composizione degli organi sociali e della struttura dei gruppi Pie, utilizzate per la valutazione dell'indipendenza in sede di accettazione e mantenimento di un incarico nonché per il rilascio della conferma di insussistenza di cause di incompatibilità per lo svolgimento degli incarichi su tali tipologie di soggetti, così come un tempestivo avvio e completamento del processo di conferma annuale di indipendenza del personale professionale.

Con riferimento invece alle procedure relative alla preparazione e competenza del personale, è stato rilevato che la determinazione del fabbisogno annuale di personale per lo svolgimento dell'attività professionale non risulta sempre assistita dalla definizione di un piano delle assunzioni in cui siano esplicitati gli interventi da attuare nel corso dell'anno, sia in termini di nuove assunzioni, sia in termini di avanzamenti di qualifica delle risorse in organico, così come una non sempre adeguata partecipazione del personale professionale alle attività di formazione organizzate in ambito societario, anche su tematiche di primaria importanza ai fini del corretto svolgimento dell'attività di revisione, quali, ad esempio, i principi di etica e indipendenza, il manuale di revisione ovvero le funzionalità del *software* utilizzato per la documentazione del lavoro.

Con riferimento all'assegnazione del personale professionale agli incarichi, non sono state valutate sempre adeguate le forme di controllo volte a garantire l'adeguata composizione del *team* di lavoro e si è riscontrato come, nel determinare le risorse da assegnare agli incarichi, non venga propriamente considerato il numero

di ore effettivamente necessario per lo svolgimento degli stessi (in base ai dati consuntivati per gli incarichi già conclusi), basandosi solo sul numero di ore indicato nella proposta di servizi professionali, valore teorico stimato e non sempre rispondente agli effettivi carichi di lavoro necessari. Un ulteriore punto di attenzione ha riguardato la tempistica della designazione dei *partner* responsabili del lavoro agli incarichi, in taluni casi risultata tardiva, tenuto conto del conseguente coinvolgimento degli stessi solo in fasi avanzate dell'attività di revisione.

Inoltre, relativamente agli incarichi più rilevanti/rischiosi, in relazione ai quali è previsto un riesame indipendente sulla correttezza del processo di revisione da parte di un *partner* diverso da quello responsabile dell'incarico, è stato riscontrato che il ruolo di *independent reviewer* è stato assegnato talvolta a personale professionale in precedenza direttamente coinvolto nello svolgimento dell'attività di revisione, in relazione al quale non sussistevano le condizioni di indipendenza e terzietà richieste dai principi di riferimento per il corretto assolvimento di tale ruolo. Sempre in relazione a tale figura rilevante per la salvaguardia della qualità dell'*audit*, sono state incontrate difficoltà nell'apprezzamento dell'effettiva portata dell'intervento, in ragione di una non adeguata rilevazione delle ore effettivamente impiegate per ciascun incarico da tale figura professionale (circostanza che non consente di valutarne l'effettiva attività), nonché di una generalizzata insufficiente documentazione sia delle attività di verifica svolte, sia delle valutazioni formulate sugli aspetti significativi degli incarichi oggetto di riesame.

Con riferimento all'area della direzione e supervisione degli incarichi, sono stati riscontrati profili di miglioramento in relazione ai presidi di controllo introdotti all'interno delle società di revisione, in esito al primo ciclo di verifiche, dedicati ad analizzare gli scostamenti relativi ai tempi pianificati per lo svolgimento degli incarichi di revisione, nonché a verificare l'adeguata partecipazione agli incarichi da parte del personale professionale con responsabilità di direzione, supervisione e riesame del lavoro. In particolare, punti di miglioramento sono risultati necessari rispetto all'analisi delle ore impiegate a consuntivo dai *partner* responsabili dei lavori e dal personale professionale con responsabilità di direzione, supervisione e riesame, anche con riferimento agli incarichi in cui la partecipazione al lavoro si è discostata significativamente dalle previsioni.

Rispetto alle procedure relative all'importante fase dell'accettazione di nuovi clienti e incarichi, è stato poi rilevato come l'assetto organizzativo adottato non sempre garantisca il completamento dell'intero processo di accettazione, con l'attivazione dei diversi livelli autorizzativi, prima dell'emissione della proposta di prestazione di servizi professionali e dell'apertura della relativa commessa. Rispetto a quest'area procedurale sono state altresì riscontrate carenze attinenti al processo valutativo per l'accettazione e il mantenimento degli incarichi. In alcuni casi non è risultata infatti adeguatamente documentata la valutazione del rischio degli incarichi.

Infine, con riferimento al monitoraggio delle procedure, è stata riscontrata l'assenza di disposizioni interne di carattere operativo, in cui siano definiti i principi e i criteri sulla base dei quali pianificare e svolgere tali attività, così come una non

sempre adeguata e completa documentazione dei diversi passaggi procedurali per la nomina dei soggetti chiamati a svolgere la *review* degli incarichi e l'attribuzione di tali ruoli a figure differenti rispetto a quanto previsto dalla relativa procedura, delle attività di monitoraggio svolte da parte del personale professionale incaricato (*reviewer*) e dei relativi esiti (in particolare con riferimento alle *check-list* utilizzate per la documentazione delle attività di verifica e delle valutazioni formulate nel monitoraggio dei singoli incarichi).

Presidi organizzativi e procedurali sono stati altresì richiesti con riferimento al fenomeno della presenza di accordi commerciali tra società di revisione, che prevedano un rilevante utilizzo di personale professionale esterno nello svolgimento di incarichi di revisione legale. L'esame delle concrete modalità di svolgimento di tali lavori di revisione ha evidenziato infatti come le fasi fondamentali del processo di *audit* fossero di fatto rimesse ad una società di revisione diversa da quella incaricata, circostanza comprovata anche dall'utilizzo della metodologia operativa e della manualistica di tale società di revisione (senza alcuna preliminare valutazione circa l'adeguatezza della stessa), dall'assenza di interventi adeguati nell'ambito del processo di accettazione degli incarichi, dall'assegnazione delle risorse agli incarichi attribuita di fatto a tale ultima società, nonché da carenze nel processo di valutazione dell'indipendenza.

Le verifiche svolte hanno riguardato anche l'esame di un campione di incarichi di revisione svolti su bilanci di Pie. Nell'ambito dei controlli di qualità, la *review* degli incarichi ha come obiettivo la verifica della correttezza dell'attività di revisione e della conformità della stessa ai principi di revisione nelle sue fasi fondamentali, quali l'analisi dei rischi e la pianificazione, lo svolgimento delle procedure di revisione sulle voci di bilancio selezionate e la valutazione degli esiti del lavoro. La verifica non è quindi finalizzata ad identificare tutte le carenze presenti nello svolgimento del lavoro di revisione o nel bilancio sottoposto a revisione.

Le risultanze delle verifiche condotte sugli incarichi sono state considerate anche alla luce del complessivo assetto procedurale delle società, valutando la riconducibilità delle stesse ad eventuali debolezze dell'assetto medesimo. Ove riscontrata tale circostanza, sono stati ovviamente individuati specifici interventi procedurali volti a integrare le procedure e rafforzare il sistema dei controlli in essere presso le società.

In esito alla *review* degli incarichi, è stato richiesto di emanare una disposizione interna nella quale illustrare le carenze riscontrate sugli incarichi oggetto dei controlli e attraverso la quale sensibilizzare il personale professionale a prestare particolare attenzione, nello svolgimento e nella documentazione dell'attività di revisione, agli aspetti in relazione ai quali sono state riscontrate carenze. Aspetti che attengono all'attività di pianificazione dei lavori e alle singole fasi di cui essa si compone (valutazione del rischio, conoscenza del cliente, individuazione delle parti correlate, valutazione del *going concern*, rischio frodi, analisi dei sistemi di controllo, anche mediante il ricorso a esperti di *information technology*) e allo

svolgimento delle procedure di conformità e di validità sulle voci di bilancio selezionate, con particolare riferimento all'acquisizione di sufficienti ed appropriati elementi probativi e a un'adeguata analisi delle evidenze acquisite, nonché alla ripercorribilità nelle carte di lavoro delle verifiche svolte, delle valutazioni formulate e della documentazione di supporto acquisita ai fini delle conclusioni espresse dal revisore.

Per quanto riguarda infine gli *enforcement* svolti sulle modalità di esecuzione di incarichi di revisione legale, nel corso del 2013 sono state trasmesse quattro lettere di contestazioni a tre società di revisione, a seguito dell'accertamento di ipotesi di irregolarità nello svolgimento dei lavori di revisione relativi al bilancio di una banca e ai bilanci di tre emittenti quotati.

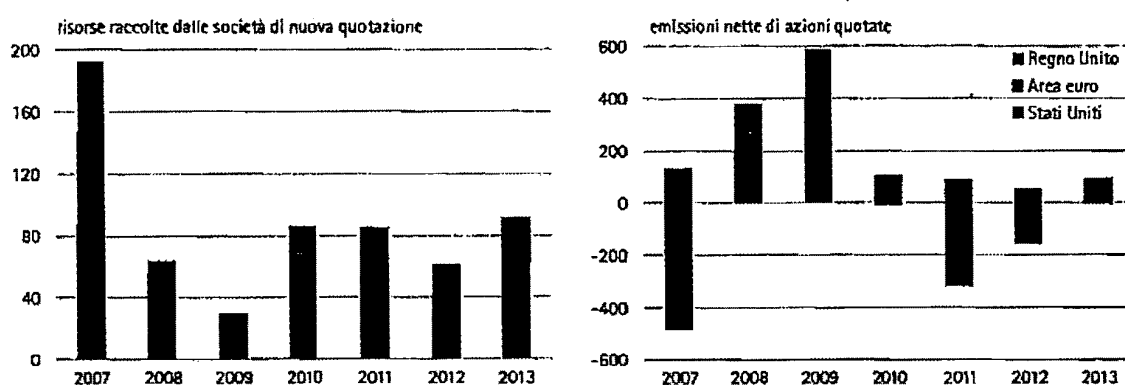
La vigilanza sull'informativa societaria III

1 La raccolta di capitale di rischio e le operazioni di finanza straordinaria

Nel 2013, l'ammontare delle risorse complessivamente raccolte dalle imprese di nuova quotazione sulle principali borse finanziarie delle economie avanzate è risultato più elevato rispetto all'anno precedente del 48,5 per cento, portandosi a 91 miliardi di dollari. Il rinnovato clima di fiducia dei mercati si riflette, peraltro, anche nelle emissioni di azioni quotate, che hanno registrato un saldo netto positivo di quasi 100 miliardi di dollari, a fronte di un equivalente valore negativo nel 2012 (Fig. 102).

In particolare, le risorse raccolte tramite Ipo sui principali mercati dell'Area euro si sono più che triplicate (da 5 miliardi di dollari nel 2012 a quasi 17), mentre sono cresciute del 45 per cento nel Regno Unito (da 12 a 17 miliardi circa) e del 28 per cento negli Stati Uniti (da 44,5 a 57 miliardi circa). Le emissioni nette di azioni quotate sono sensibilmente aumentate nel 2013 raggiungendo 89 miliardi di dollari circa nell'Area euro (56 miliardi nel 2012) e 8 miliardi nel Regno Unito, dove nel biennio precedente si era registrato un flusso negativo di oltre 10 miliardi; negli Stati Uniti il saldo negativo si è ridotto a circa un miliardo (-300 e -150 miliardi, rispettivamente, nel 2011 e nel 2012).

Fig. 102 Risorse raccolte tramite Ipo ed emissioni azionarie nette nelle principali economie avanzate (miliardi di dollari USA)

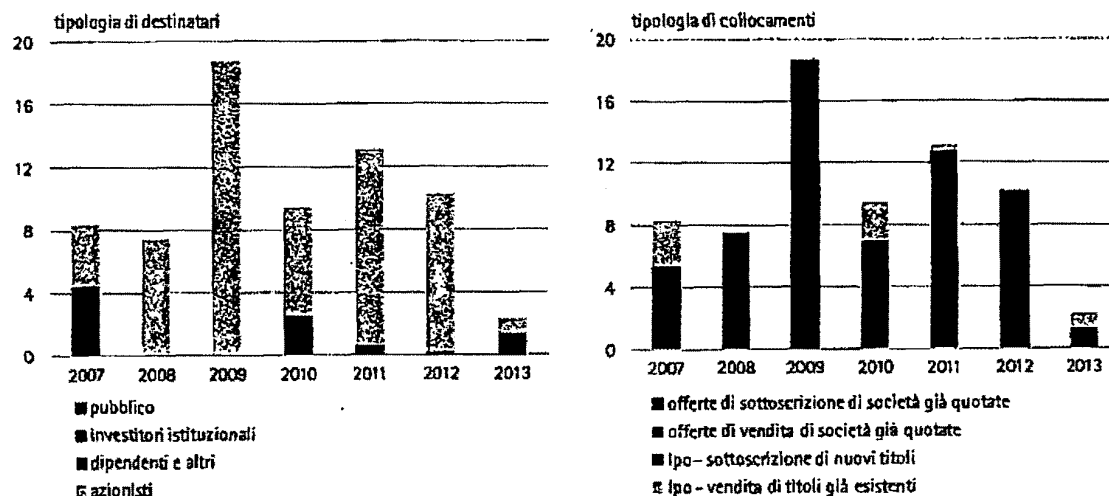


Fonte: elaborazioni su dati Fed, BCE e Bank of England (emissioni nette); World Federation of Exchanges e London Stock Exchange (risorse raccolte). Il dato sulle emissioni statunitensi è destagionalizzato. La raccolta sul mercato statunitense si riferisce ai collocamenti sul Nyse e sul Nasdaq.

Nel 2013 i mercati azionari italiani hanno sperimentato una sensibile contrazione della raccolta complessiva, pari a circa 2,3 miliardi di euro (-77,6 per cento rispetto all'anno precedente). In linea con il dato internazionale, il controvalore delle offerte finalizzate alla quotazione è, invece, aumentato considerevolmente, passando da meno di 200 milioni nel 2012 a quasi 1,4 miliardi nel 2013 (Fig. 103).

Le Ipo realizzate nel 2013, sebbene di ammontare complessivo ancora inferiori ai livelli del 2010, hanno rappresentato il principale canale di raccolta di capitali; la vendita di titoli detenuti dagli azionisti, in particolare, ha costituito il 45 per cento della raccolta totale (un miliardo di euro a fronte di 113 milioni nel 2012). Per contro, gli aumenti di capitale hanno subito una sensibile contrazione rispetto agli anni precedenti, attestandosi su un importo di poco inferiore al miliardo di euro (10 miliardi nel 2012), pari al 41 per cento dell'ammontare totale dei collocamenti.

Fig. 103 Collocamenti complessivi di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate italiane (emissioni di nuovi titoli e vendita di titoli già esistenti; miliardi di euro)



Fonte: Borsa Italiana.

Nel 2013 sono state realizzate 16 offerte di società italiane finalizzate alla quotazione sui mercati azionari gestiti da Borsa Italiana, di cui due sul Mercato telematico azionario (Mta), una sul Mercato telematico degli *investment vehicles* (Miv). Con riferimento alle istruttorie relative all'approvazione dei prospetti di ammissione a quotazione si rimanda al paragrafo successivo.

I segnali di ripresa registrati sull'Mta, dove le ammissioni a quotazione sono cresciute rispetto all'anno precedente, sono emersi anche con riferimento all'*Alternative investment market* (Aim) Italia/Mac, che ha registrato 13 nuove ammissioni (oltre a due relative a emittenti esteri).

Le società che si sono rivolte all'Aim, caratterizzate da dimensioni contenute, hanno potuto effettuare offerte in esenzione dalla pubblicazione del prospetto ai sensi della Direttiva 2003/71/CE, prevedendo la distribuzione delle azioni tra investitori istituzionali, e in taluni casi al pubblico, sotto la soglia di 5 milioni di euro.

Il controvalore complessivo delle offerte e la dimensione delle società risultano sensibilmente più elevati rispetto al 2012, seppure lontani dai livelli registrati nel 2007 (Tav. 29).

Tav. 29 Offerte finalizzate all'ammissione a quotazione di titoli azionari da parte di società italiane¹
(valori monetari in milioni di euro)

	numero società	capitalizzazione ante offerta ²	controvalore offerta		totale	peso sulla capitalizzazione post offerta ³
			sottoscrizione	vendita		
2007	32	9.852	1.428	3.088	4.516	40,1
2008	8	341	147	6	153	31,4
2009	5	342	52	93	145	36,0
2010 ⁴	10	8.354	46	2636	2.682	31,9
2011	8	1.602	61	379	440	26,4
2012	6	602	71	113	184	29,6
2013	16	3.389	314	1.031	1.344	35,8

Fonte: Consob e Borsa Italiana. Confronta Note metodologiche. ¹ Sono incluse le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'Aim Italia/Mac dal 2012 e sui singoli Mtf nei periodi precedenti all'accorpamento (dal 2007 al 2012 sul Mercato alternativo dei capitali; dal 2007 al 2011 sull'Aim Italia). ² Capitalizzazione delle società ammesse a quotazione, calcolata sulla base del prezzo di offerta e del numero di azioni ante offerta. ³ In rapporto alla capitalizzazione post quotazione, misurata al prezzo di offerta. Valori in percentuale, ponderati per l'ammontare delle offerte. I dati non comprendono Eni nel 1995, Enel nel 1999, Snam Rete Gas nel 2001 e Terna nel 2004. ⁴ I dati includono la tranche dell'offerta di Enel Green Power rivolta al pubblico indistinto e ai dipendenti in Spagna (71 milioni di euro circa).

Nel dettaglio, l'ammontare delle Ipo del 2013 si è attestato a circa 1,3 miliardi di euro, pari a quasi 6 volte quello rilevato nel 2012, mentre la capitalizzazione complessiva ante offerta, calcolata al prezzo di offerta, è risultata pari a quasi 3,4 miliardi di euro, a fronte di soli 0,6 miliardi nel 2012.

L'operazione di maggior rilievo nel 2013 è stata l'offerta di Moncler, in termini di controvalore collocato, quasi 800 milioni di euro (58 per cento del totale) e di capitalizzazione ante offerta (oltre 2,5 miliardi, pari al 75 per cento di quella complessiva). L'offerta ha avuto ad oggetto quasi 67 milioni di nuove azioni ordinarie emesse da Moncler e offerte in vendita da 3 azionisti. In considerazione della rilevanza che il Giappone riveste in termini di business per Moncler, nell'ambito del collocamento istituzionale è stato previsto che circa 6,7 milioni di azioni Moncler venissero destinate a una offerta pubblica riservata ai cittadini giapponesi senza che l'offerta fosse finalizzata all'ammissione a quotazione delle stesse sui mercati finanziari del Giappone.

L'offerta globale di vendita e sottoscrizione promossa da Moleskine Spa, per un valore di quasi 270 milioni (un quinto del totale) ha avuto ad oggetto oltre

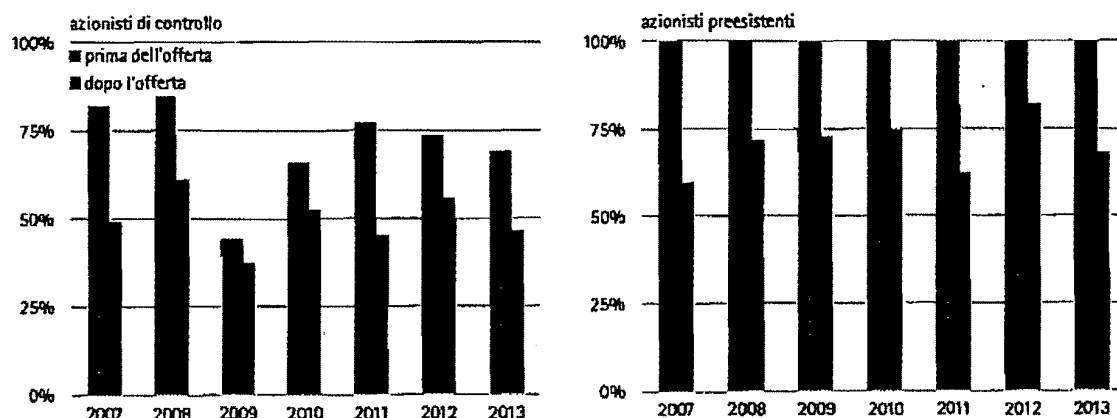
106 milioni di azioni ordinarie, di cui circa 94 posti in vendita dai due azionisti e 12 di nuova emissione.

Le Ipo di Moncler e Moleskine comprovano l'attrattività del mercato finanziario per le società del settore della moda e del lusso, dopo le importanti Ipo di Brunello Cucinelli e di Salvatore Ferragamo degli anni precedenti.

L'analisi della struttura proprietaria delle società che si quotano ne conferma la scarsa contendibilità. Nel 2013, tuttavia, le quote di capitale detenute dagli azionisti di controllo si sono ridotte a seguito della quotazione (in media dal 69 per cento circa al 46,7 per cento del capitale con diritto di voto), riflettendo un sensibile aumento del flottante rispetto all'anno precedente; una dinamica analoga si rileva con riferimento alla quota degli azionisti preesistenti alla quotazione, scesa dopo l'offerta al 68,3 per cento (82 nel 2012; Fig. 104).

Gli assetti proprietari delle società neoquotate negli ultimi anni hanno presentato anche una modesta diminuzione delle partecipazioni di controllo *ante* quotazione; nel 2013 la quota media di controllo è stata di circa il 69 per cento, a fronte di valori superiori all'80 per cento riscontrati fino al 2008.

Fig. 104 Struttura proprietaria delle società italiane di nuova quotazione (quote percentuali del capitale sociale con diritto di voto; valori medi)



Fonte: Consob e Borsa Italiana. Sono incluse le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'Aim Italia/Mac dal 2012 (sull'Aim Italia dal 2009). Confronta Note metodologiche.

Anche nel 2013 gli investitori istituzionali sono risultati i principali destinatari dei collocamenti, a conferma del ruolo crescente rivestito nella realizzazione delle offerte finalizzate alla quotazione. In particolare, la quota a essi complessivamente assegnata si è attestata al 92 per cento del totale (lievemente più elevata del 2012), a fronte del 7,8 per cento destinato al pubblico (in contrazione rispetto all'anno precedente). Il rapporto domanda/offerta, più elevato degli anni precedenti, segnala il crescente interesse per le Ipo da parte degli investitori sia pubblici sia istituzionali (Tav. 30).

Con riferimento all'Ipo di Moncler, in particolare, il rapporto fra domanda e collocamento è stato pari a 14,5 per l'offerta pubblica e a 28,4 per l'offerta istituzionale.

Tav. 30 Società italiane ammesse a quotazione: esiti delle offerte¹

	quota assegnata ²				rapporto domanda/offerta ³	
	pubblico	investitori istituzionali italiani	investitori istituzionali esteri	altri soggetti ⁴	offerta pubblica	offerta istituzionale
2007	16,4	24,4	57,7	1,5	2,8	4,0
2008	10,4	46,0	28,0	15,6	1,0	1,1
2009	6,9	31,6	56,7	4,7	1,0	4,0
2010 ⁵	75,6	12,7	11,7	—	1,0	1,4
2011	6,8	25,4	67,4	0,3	1,0	1,9
2012	10,0	30,0	60,0	—	6,2	16,5
2013	7,8	26,2	66,0	—	11,0	21,3

Fonte: Consob e Borsa Italiana. Confronta Note metodologiche. ¹ Medie ponderate per il valore delle offerte; valori in percentuale. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. Sono incluse le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'Aim Italia/Mac dal 2012 e sui singoli Mtf nei periodi precedenti all'accorpamento (dal 2007 al 2012 sul Mercato alternativo dei capitali; dal 2007 al 2011 sull'Aim Italia). ² Relativamente all'assegnazione agli investitori istituzionali, nei casi in cui la ripartizione tra italiani ed esteri non è nota, il dato riportato rappresenta una stima. ³ Le medie del rapporto domanda/offerta sono calcolate con riferimento alle sole offerte in cui sono noti sia i dati della parte pubblica che quelli della parte istituzionale. ⁴ Si tratta di soggetti nominativamente indicati ai quali viene riservato un certo ammontare di azioni anche in virtù di accordi precedenti alla quotazione. ⁵ I dati includono la *tranche* dell'offerta di Enel Green Power rivolta al pubblico indistinto e ai dipendenti in Spagna.

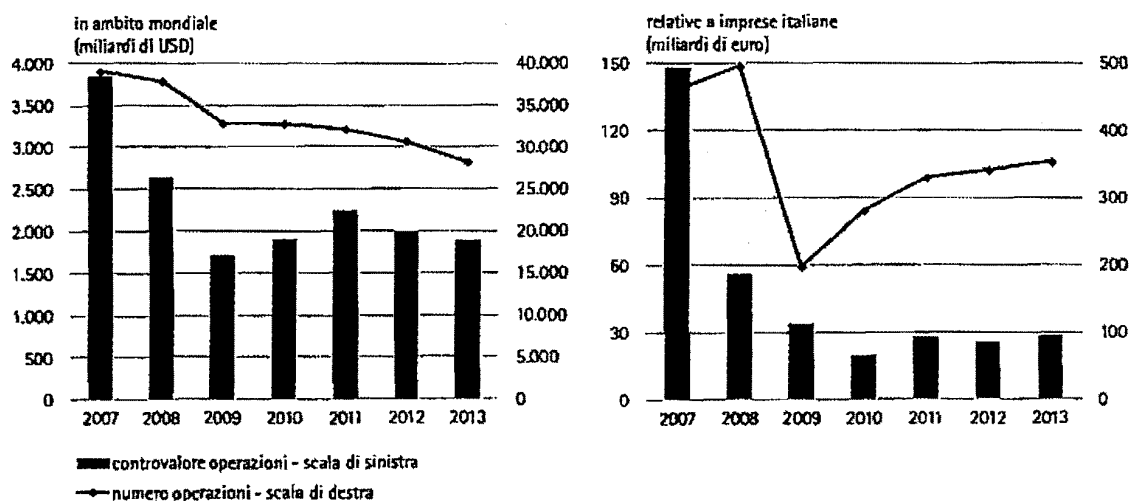
In merito alle operazioni internazionali di fusione e acquisizione (M&A), nel 2013 è proseguita la flessione avviatasi, seppure in maniera discontinua, dal 2009. In particolare, il controvalore delle operazioni completate ha segnato un calo di quasi 100 miliardi di dollari (-5 per cento circa) rispetto al 2012, a fronte di una riduzione dei volumi dell'8 per cento circa. Il comparto italiano evidenzia, tuttavia, segnali di ripresa con un aumento sia del numero di operazioni concluse nell'anno (352 operazioni contro 340 nel 2012) sia del controvalore delle transazioni prossimo al 12 per cento (28,7 miliardi di euro contro 25,7 nel 2012; Fig. 105).

Nonostante sia ancora lontano dai livelli del 2007, il controvalore delle operazioni relative a imprese italiane è risultato lievemente superiore ai valori registrati negli ultimi quattro anni.

Delle oltre 350 operazioni concluse nel 2013, nove hanno superato il miliardo di euro (i cosiddetti *big deals*). Rispetto al 2012, è cresciuta sensibilmente, inoltre, la quota delle acquisizioni di aziende italiane da parte di investitori esteri (da 7,3 a 12,8 miliardi di euro circa; +75 per cento); anche gli investimenti italiani in aziende estere hanno mostrato un significativo incremento (da 1,8 a 4,2 miliardi; +133 per cento). Le operazioni domestiche hanno invece registrato una riduzione, passando dai 16,5 miliardi di euro (pari al 64 per cento del controvalore totale) nel 2012 a 12 miliardi circa nel 2013. Si conferma, infine, la caratteristica dimensionale del mercato italiano, con l'80 per cento dell'ammontare delle transazioni riconducibile alle prime 20 operazioni.

Con riferimento alle offerte realizzate in occasione di operazioni di finanza straordinaria, si rimanda al paragrafo successivo per l'illustrazione dei giudizi di equivalenza espressi dalla Consob.

Fig. 105 Operazioni di acquisizione e fusione



Fonte: Thomson Reuters e KPMG Corporate Finance.

2 La vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni

Nel corso del 2013 la Commissione ha rilasciato il provvedimento di approvazione di 1.132 prospetti informativi, di cui 517 riconducibili a prestiti obbligazionari e 478 relativi a Oicr (Tav. 31).

Con riferimento alle operazioni di ammissione a quotazione sul Mercato Telematico Azionario (Mta), la Consob ha approvato la pubblicazione di tre prospetti. Le offerte pubbliche sono andate a buon fine nel caso di Moncler e Moleskine, mentre Savino del Bene, dopo aver ottenuto la proroga dell'offerta e abbassato la forchetta di prezzo, ha deciso di revocare l'offerta in quanto le adesioni ricevute sono risultate insufficienti.

In merito agli aspetti prettamente operativi del processo istruttorio, nel corso del 2013 si è confermata la tendenza da parte degli emittenti di richiedere l'approvazione di prospetti tripartiti, sfruttando la possibilità concessa dalla normativa comunitaria e nazionale di articolare il prospetto in tre diversi documenti (documento di registrazione, nota informativa sugli strumenti offerti e nota di sintesi) sottoposti all'attenzione dell'autorità di vigilanza in momenti distinti.

Tav. 31 Vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni
(numero prospetti informativi)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ammissione a quotazione di titoli azionari ¹	38	17	6	7	7	2	5
di cui: tramite offerta	27	9	1	2	5	2	3
giudizi di equivalenza	—	6	2	4	6	7	6
aumenti di capitale in opzione ai soci ²	14	16	23	16	23	7	11
altre offerte ³	—	—	—	—	—	1	1
offerte di titoli non quotati di emittenti italiani ⁴	18	23	28	29	31	24	10
prestiti obbligazionari	1.163	986	748	655	777	535	517
di cui: prospetti base	870	639	472	405	416	286	196
prospetti informativi	115	45	36	24	14	7	3
documenti di registrazione e supplementi	178	302	240	226	347	242	327
covered warrant ⁵ e certificates	109	99	102	27	65	52	104
ammissione a quotazione di warrant	3	2	10	—	—	—	—
Oicr ⁶	422	428	337	380	330	415	478
totale	1.767	1.571	1.254	1.114	1.234	1.043	1.132

Fonte: Consob. ¹ 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. ² Aumenti di capitale di società quotate (inclusi quelli con abbinati warrant e obbligazioni convertibili). ³ Il dato riguarda offerte di vendita, pubbliche o private, o di sottoscrizione, non finalizzate all'ammissione a quotazione e include anche i piani di stock options riservati ai dipendenti, mentre non comprende le offerte che hanno comportato il riconoscimento di prospetti esteri. ⁴ Sono inclusi i prospetti relativi a emittenti diffusi, a emittenti azioni non diffuse e a costituende banche; sono esclusi, invece, i prestiti obbligazionari, i covered warrant e certificates e le offerte riservate ai dipendenti. ⁵ Numero di prospetti approvati nel corso dell'anno, ognuno dei quali normalmente riguarda l'emissione di più 'serie' di covered warrant. Il totale include 34 prospetti di base, 5 documenti di registrazione e 65 supplementi. ⁶ 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. Il dato include anche le commercializzazioni di nuovi comparti di Oicr esteri armonizzati. Si segnala che: i) a partire dal 1° luglio 2009 la pubblicazione di prospetti di Oicr italiani aperti non è più soggetta ad autorizzazione preventiva; ii) dal 1° luglio 2011 è entrata in vigore la nuova procedura di notifica tra l'autorità dello Stato membro d'origine e la Consob stabilita dall'art. 93 della Direttiva 2009/65/CE e dal Regolamento UE 584/2010. Per gli anni fino al 2008 il dato comprende anche le offerte di adesione a fondi pensione che dal 2007 non rientrano più negli ambiti di vigilanza della Consob.

L'approvazione del documento di registrazione è accompagnata da un giudizio di ammissibilità alla quotazione da parte di Borsa Italiana che rende più rapido il rilascio del provvedimento di ammissione a quotazione nel momento in cui si richiede l'approvazione della nota informativa e della nota di sintesi. Tale modalità operativa, pur richiedendo maggiore impegno per l'autorità di vigilanza in termini di risorse impiegate, rende più flessibili le tempistiche e consente agli emittenti di meglio sfruttare le finestre positive di mercato.

Sia Moleskine sia Savino del Bene hanno richiesto, in prima istanza, l'approvazione del documento di registrazione (nel quale sono concentrate tutte le informazioni riguardanti l'emittente) e, successivamente, il provvedimento di autorizzazione alla pubblicazione della nota informativa (relativa agli strumenti finanziari) e della nota di sintesi.

Delle cinque ammissioni a quotazione indicate, le restanti due sono riconducibili rispettivamente a un'operazione realizzata sul Miv e all'ammissione sull'Mta di Sesa Spa avvenuta tramite passaggio dall'Aim.

Con riferimento alla prima, la Commissione ha autorizzato la pubblicazione di un prospetto informativo relativo all'ammissione a quotazione sul Miv delle azioni ordinarie e dei *market warrant* emessi da Space Spa.

Space è una *Special Purpose Acquisition Company* (Spac) costituita al fine di reperire, mediante un collocamento istituzionale, risorse finanziarie per un ammontare massimo di 150 milioni di euro al fine di procedere, entro due anni dall'inizio delle negoziazioni, alla realizzazione di un'operazione rilevante. In caso di mancata realizzazione dell'operazione rilevante (cosiddetto *business combination*) entro il termine massimo di due anni, l'emittente sarà posto in stato di liquidazione. Il collocamento ha avuto ad oggetto complessivamente 13 milioni di azioni ordinarie, al prezzo unitario di sottoscrizione di 10 euro, per un controvalore complessivo di 130 milioni di euro.

Una delle peculiarità di tale operazione è consistita nell'attribuzione agli azionisti dell'emittente non favorevoli alla proposta di acquisizione societaria formulata dal consiglio di amministrazione all'assemblea dei soci di una duplice facoltà di uscita dall'investimento. In particolare, oltre all'istituto del recesso riconosciuto *ex lege*, è stato previsto che ciascun socio dissenziente potesse esercitare un'opzione di vendita nei confronti della società, nei venti giorni successivi alla convocazione dell'assemblea dei soci, chiamata ad approvare l'operazione rilevante. Tale meccanismo è stato strutturato dall'emittente attraverso un'operazione di acquisto di azioni proprie da parte di Space, mediante l'attribuzione ai soci di una opzione di vendita. Tale fattispecie è disciplinata dall'art. 144-bis, lett. d) del Regolamento Emittenti.

Nel 2013 sei società quotate hanno usufruito dell'esenzione dalla pubblicazione del prospetto di quotazione prevista dall'art. 57, comma 1, lettera d) del Regolamento Emittenti, mettendo a disposizione del pubblico documenti giudicati dalla Consob equivalenti al prospetto informativo.

Molto complessa è risultata, in particolare, l'istruttoria relativa alla fusione transfrontaliera fra Fiat Industrial Spa e CNH Global NV, operazione che ha condotto alla costituzione di una società di diritto olandese, CNH Industrial NV, con azioni quotate in Italia e sul *New York Stock Exchange*, e che, tra l'altro, ha reso necessario, secondo l'interpretazione fornita dall'ESMA in materia, l'attivazione di un processo di collaborazione con l'*Autoriteit Financiële Markten* (Autorità di vigilanza del mercato finanziario dei Paesi Bassi).

La fusione transfrontaliera fra Fiat Industrial e CNH Global NV si inseriva in un progetto di riorganizzazione del Gruppo Fiat Industrial finalizzato alla costituzione di una società capogruppo, CNH Industrial NV, con sede legale nei Paesi Bassi e con sede operativa nel Regno Unito. L'operazione è stata caratterizzata dall'emissione delle cosiddette 'azioni a voto speciale', strumenti non ammessi a quotazione su mercati finanziari che attribuiscono un diritto di voto nelle assemblee aggiuntivo rispetto a quello riconosciuto dalla corrispondente azione ordinaria, e 'diritti

patrimoniali limitati' (quali il diritto a un dividendo accantonato in una speciale riserva che può essere distribuita esclusivamente previa proposta del consiglio di amministrazione e successiva approvazione dell'assemblea generale dei titolari di azioni a voto speciale). Tali azioni sono state assegnate agli azionisti che ne hanno fatto richiesta nell'ambito della fusione ovvero in ogni momento successivo al perfezionamento della fusione, purché l'azionista avesse posseduto azioni ordinarie per un periodo ininterrotto di tre anni. Il documento informativo, integrato secondo le richieste della Consob, ha dunque posto in evidenza i profili di rischio connessi alla circostanza che gli ex azionisti di Fiat Industrial avrebbero ricevuto, ad esito della fusione, azioni di una società non avente più sede legale né operativa in Italia, con l'indicazione sintetica delle principali differenze fra i diritti spettanti alle azioni di CNH Industrial e quelli spettanti alle azioni di Fiat Industrial e di CNH Global, e le principali conseguenze per gli azionisti connesse al diverso regime fiscale applicabile. Inoltre, è stata fornita una compiuta descrizione del meccanismo di voto basato sulle azioni a voto speciale, dei diritti amministrativi e patrimoniali a esse attribuiti e del regime giuridico applicabile. Il documento informativo ha, infine, illustrato le informazioni relative alle previsioni di risultato per l'anno 2013 per il Gruppo Fiat Industrial e i presupposti su cui le stesse sono basate.

Un altro giudizio di equivalenza su cui si è pronunciata la Consob ha riguardato la fusione per incorporazione di Gemina Spa in Atlantia Spa, entrambi emittenti quotati sull'Mta (in merito a tale operazione si veda anche il precedente Capitolo).

Il documento informativo riconosciuto equivalente dalla Consob ha messo in evidenza principalmente: i) i rischi derivanti dall'operatività dei gruppi Atlantia e Gemina in settori fortemente regolamentati, caratterizzati da vincoli e impegni di investimento a carico delle società concessionarie; ii) il significativo indebitamento finanziario netto del gruppo Atlantia (pari a 11,9 milioni al 30 settembre 2013) e del gruppo Gemina (pari a 878 milioni di euro); iii) le ripercussioni sul gruppo post fusione delle difficoltà finanziarie di Alitalia, principale vettore attivo sugli aeroporti gestiti dalla controllata ADR; iv) le difficoltà di valorizzazione e i rischi legati alle particolarità degli strumenti Diritti di Assegnazione Condizionati emessi da Atlantia a favore degli azionisti Gemina nell'ambito del conambio.

Nel 2013, sempre nell'ambito di un giudizio di equivalenza al prospetto, la Consob ha esaminato la fusione per incorporazione di Premafin Finanziaria Spa, Milano Assicurazioni Spa e Unipol Assicurazioni Spa in Fondiaria-Sai Spa, società che, ad esito della fusione, ha assunto la denominazione di UnipolSai Assicurazioni Spa. Tale operazione porta a compimento il più ampio e complesso progetto di integrazione fra Unipol Gruppo Finanziario Spa (UGF) e Fondiaria-Sai Spa avviato nel 2012 (in merito a tale operazione si veda anche il precedente Capitolo).

Il documento informativo descrive termini e condizioni del progetto di integrazione per fusione e del piano di risanamento ex art. 67, comma 3, lett. d) della Legge Fallimentare, predisposto da Premafin per far fronte alla propria esposizione debitoria, in esecuzione dell'accordo di investimento stipulato tra UGF e Premafin nel

gennaio 2012 con l'obiettivo di salvaguardare la solvibilità di Premafin e Fonsai. Il piano di risanamento, in particolare, ridefinisce le condizioni dell'indebitamento finanziario di Premafin con le banche creditrici, prevedendo due fasi successive. La prima (cosiddetta Fase 1) è legata sostanzialmente all'esecuzione dell'aumento di capitale Premafin - avvenuto il 19 luglio 2012 - e la seconda (cosiddetta Fase 2) è connessa al perfezionamento della fusione. La Fase 2, descritta nel documento e avviatasi al realizzarsi della condizione sospensiva dell'efficacia della fusione, ha dato luogo all'efficacia del contratto di finanziamento di importo pari a 330 milioni di euro, modificativo di quello in vigore all'esito della Fase 1, e dei piani di rimborso in esso pattuiti, nonché all'emissione da parte della società risultante dalla fusione di un prestito obbligazionario convertendo di 201,8 milioni di euro, con scadenza al 31 dicembre 2015, che sarà sottoscritto dalle banche finanziatrici e da UGF. A seguito delle richieste istruttorie effettuate dalla Consob nell'ambito degli approfondimenti relativi alla correttezza dell'informativa contabile degli emittenti interessati all'operazione, con la collaborazione, per i profili di competenza, della Banca d'Italia e dell'Ivass, il documento informativo messo a disposizione del pubblico contiene informazioni in ordine a: i) i rischi relativi al mancato raggiungimento delle sinergie previste dalla fusione; ii) il controllo diretto che UGF avrebbe assunto ad esito della fusione (detenendo il 63 per cento del capitale ordinario di UnipolSai); iii) i profili di rischio connessi alle partecipazioni e al portafoglio titoli delle società coinvolte nella fusione, dando particolare evidenza alle metodologie di *pricing* utilizzate dal Gruppo UGF per i titoli strutturati; iv) gli adempimenti richiesti a UGF dall'Autorità Garante per la Concorrenza e il Mercato - in conseguenza dell'acquisizione del controllo da parte di UGF sul gruppo Premafin - concernenti, tra l'altro, la riduzione delle quote di mercato del Gruppo e la riduzione dei legami partecipativi e dell'indebitamento verso Mediobanca Spa, e il relativo rischio di sanzioni pecuniarie, con conseguenti effetti sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria di UnipolSai, in caso di mancata ottemperanza; v) gli obiettivi e i presupposti del piano industriale del gruppo UnipolSai per il triennio 2013-2015, relativi essenzialmente al conseguimento di un utile netto di 814 milioni di euro e di un indice di solvibilità corretta nel 2015 stimato per un valore superiore al 180 per cento, nonché i profili di rischio connessi al parziale o mancato raggiungimento degli obiettivi posti dal Piano; v) i profili di rischio connessi alle azioni di responsabilità nei confronti degli ex amministratori di Fonsai e Milano Assicurazioni e all'eventuale responsabilità solidale di UnipolSai quale società risultante dalla fusione, al procedimento penale in corso presso la Procura della Repubblica di Torino, anche in termini di misure ex d.lgs. 231/2001, e alle denunce ex art. 2408 del c.c. al collegio sindacale di Fonsai da parte del socio Finleonardo in merito alle procedure di riservazione; vi) i profili di rischio relativi ai business *non core* con riferimento al comparto bancario.

Nel corso del 2013 la Commissione si è anche pronunciata su tre quesiti rivolti da soggetti vigilati. Di questi, due si riferivano all'interpretazione dei casi di esenzione della disciplina del Tuf in materia di offerta al pubblico e quotazione, come specificata negli artt. 34-ter e 57 del Regolamento Emittenti, mentre il terzo concerneva l'ammissione a quotazione di un particolare strumento finanziario.

Nel primo caso, un emittente chiedeva alla Consob se nel computo della soglia di esenzione dalla disciplina dell'offerta prevista dall'art. 34-ter, comma 1, lett. c) del Regolamento Emittenti, riguardante i prodotti finanziari inclusi in un'offerta il cui corrispettivo totale, calcolato all'interno dell'Unione Europea e in un arco temporale di 12 mesi, sia inferiore a 5 milioni di euro, occorra considerare congiuntamente l'emissione di azioni e di obbligazioni convertibili in azioni, avvenute contestualmente nel predetto arco temporale. La Commissione ha precisato che, ai fini della definizione di titoli di capitale contenuta nell'art. 2, par. 1, lett. b) della Direttiva 2003/71/CE, così come interpretata anche dall'ESMA, le obbligazioni convertibili sono equivalenti alle azioni e, pertanto, l'emittente, per valersi dell'esenzione prevista dal Regolamento Emittenti, dovrà considerare congiuntamente l'importo di azioni e obbligazioni convertibili emesse.

Nel secondo caso, una società di diritto statunitense, quotata sul Nasdaq e sul NYSE, illustrava alla Commissione un'operazione di compravendita azionaria intercorsa con un'altra società, di diritto inglese e quotata sul *London Stock Exchange*, che prevedeva il pagamento del corrispettivo in parte in denaro e in parte in azioni di nuova emissione della società acquirente, con l'assegnazione di queste ultime, a titolo gratuito, direttamente agli azionisti della società venditrice. La società acquirente, tenuto conto del numero di azionisti della società venditrice residenti in Italia destinatari dell'assegnazione gratuita di azioni, chiedeva alla Commissione se detta distribuzione potesse integrare i requisiti previsti dalla disciplina del Tuf in materia di offerta al pubblico. La Commissione, al riguardo, ha posto in rilievo che la vigente definizione di offerta al pubblico di strumenti finanziari presuppone che il singolo investitore sia chiamato ad assumere un'autonoma decisione di investimento e, di conseguenza, escludeva che nel caso di specie potesse ravvisarsi un'ipotesi di offerta al pubblico: l'operazione rappresentata, infatti, non consente al sottoscrittore di accettare individualmente una proposta, in quanto il perfezionamento della stessa avviene con l'approvazione assembleare da parte dei destinatari e, nel caso di raggiungimento di determinate maggioranze, essa diviene vincolante per tutti i soggetti destinatari della proposta stessa, ancorché assenti o dissenzienti; inoltre, l'elemento di gratuità che caratterizza la distribuzione delle azioni della società acquirente porta a escludere ulteriormente la possibilità di ravvisare l'elemento del corrispettivo, che invece avrebbe dato luogo a un'operazione di reinvestimento da parte degli azionisti della società che ha distribuito dividendi sotto forma di azioni e, quindi, a un'offerta al pubblico di sottoscrizione o vendita.

La Commissione, infine, si è pronunciata sull'impossibilità di ammettere a quotazione un particolare strumento finanziario, emesso da Atlantia Spa nel contesto della fusione fra Atlantia Spa e Gemina Spa. Tale strumento avrebbe conferito ai possessori il diritto all'attribuzione di azioni ordinarie della società emittente a seconda degli esiti di un procedimento penale in cui era coinvolta la società controllata Autostrade per l'Italia Spa. Secondo gli emittenti, l'ammissione a quotazione su un mercato regolamentato di tale strumento avrebbe consentito agli investitori *retail* di monetizzare i diritti, e agli investitori istituzionali esteri di fruire di un regime tributario neutro, contemperando gli interessi di entrambe le categorie di azionisti. Dopo aver escluso che fra le proprie competenze rientri la decisione di

ammettere a quotazione uno strumento finanziario in un mercato regolamentato, la Commissione ha messo in evidenza l'esistenza di dubbi significativi sull'effettiva possibilità per Atlantia di procedere a una compiuta e tempestiva *disclosure* di tutte le informazioni necessarie agli investitori per pervenire a un fondato giudizio sull'investimento proposto, così come richiesto dall'art. 94, comma 2, primo periodo, del Tuf, possibilità che deve accompagnare lo strumento per tutto il periodo in cui lo stesso resta ammesso alle negoziazioni. La controversia in relazione alla quale sarebbero stati emessi i diritti in esame, infatti, verteva su materia particolarmente complessa e caratterizzata da una rilevante situazione di incertezza in tutta la fase del giudizio penale antecedente la sentenza di primo grado; inoltre, la *disclosure* sarebbe stata fortemente condizionata dalla necessità di evitare un conflitto con le strategie processuali che Autostrade per l'Italia intendeva assumere e, in definitiva, con l'esercizio del diritto alla difesa in giudizio.

Nel 2013 la Commissione ha esaminato le operazioni di ricapitalizzazione di undici società quotate nell'ambito delle istruttorie di approvazione del prospetto informativo. Alcune di queste operazioni sono particolarmente degne di nota poiché i relativi aumenti di capitale hanno costituito parte integrante di più ampi progetti di riequilibrio finanziario e di rafforzamento patrimoniale, e risultano strettamente connessi alla contestuale rinegoziazione dei finanziamenti bancari in essere, all'assunzione di impegni di sottoscrizione da parte dei soci prima dell'avvio dell'offerta, alla costituzione di consorzi di garanzia e all'implementazione di nuovi piani industriali. Data la complessità di tali operazioni, la Commissione ha valutato con particolare attenzione l'adeguatezza dell'informativa contenuta nel prospetto ai fini del 'fondato giudizio' di cui all'art. 94, comma 2, del Tuf.

L'aumento di capitale deliberato da RCS (400 milioni di euro in azioni ordinarie e 100 milioni di euro in azioni di risparmio) era parte integrante di un progetto di riequilibrio finanziario e rafforzamento della struttura patrimoniale del Gruppo RCS, comprensivo dell'operazione di rifinanziamento dell'indebitamento finanziario esistente (pari a 600 milioni di euro del debito in scadenza nel secondo semestre 2013 e nei primi mesi del 2014) e dell'implementazione di un piano di sviluppo per gli anni 2013-2015. Il buon esito dell'aumento di capitale e dell'operazione di rifinanziamento del debito bancario dipendeva dall'efficacia di impegni e accordi contrattuali che, seppur giuridicamente autonomi, risultavano tra loro reciprocamente collegati e condizionati: gli impegni di sottoscrizione di alcuni soci di RCS (per almeno 200 milioni di euro); gli impegni di sottoscrizione delle banche garanti (per 182,5 milioni di euro); l'accordo fra RCS e le banche creditrici per il rifinanziamento del gruppo RCS (per 600 milioni di euro). Il prospetto, integrato con le richieste della Commissione, pertanto, riportava informazioni riguardanti: i) i profili di rischio connessi al mancato buon esito dell'aumento di capitale, con specifico riferimento alla prospettiva di continuità aziendale del Gruppo RCS; ii) le esigenze di finanziamento del piano di sviluppo 2013-2015 e i profili di rischio connessi all'eventuale mancata implementazione o all'eventuale implementazione parziale dello stesso; iii) i profili di rischio connessi alle interazioni tra l'efficacia dell'accordo di garanzia sull'aumento di capitale e l'efficacia dell'accordo di rifinanziamento con