

le banche; iv) la situazione di conflitto di interessi in capo al *pool* di banche finanziatrici (e/o garanti dell'operazione di aumento di capitale), che rivestivano la posizione di socio o comunque di parte correlata di RCS.

Anche la successiva operazione di aumento di capitale eseguita da Maire Tecnimont Spa, nel giugno 2013, si è svolta nell'ambito di una più complessa manovra di riorganizzazione finanziaria, così come quella effettuata da Prelios Spa nel mese di luglio 2013. In entrambe possono rinvenirsi analoghi profili di rischio. L'operazione complessiva realizzata da Maire Tecnimont, in particolare, prevedeva un aumento di capitale in opzione e un aumento di capitale riservato, a favore di un partner industriale, da versarsi in denaro per un ammontare complessivo di 150 milioni di euro; la ristrutturazione del debito per complessivi 307 milioni di euro e la concessione di una nuova linea di finanziamento per 50 milioni di euro; un piano di dismissione di *assets* ritenuti non più strategici per un controvalore stimato in complessivi 300 milioni di euro. La ristrutturazione del debito, la concessione della nuova linea di finanziamento e l'operazione di aumento del capitale di Maire Tecnimont risultavano inscindibilmente collegati tra loro, al fine di conseguire il risanamento aziendale e realizzare le previsioni del piano industriale, caratterizzato, tra l'altro, dai rilevanti elementi di incertezza connessi all'effettuazione di dismissioni.

Il progetto di riequilibrio finanziario di Prelios Spa comprendeva, invece, un aumento di capitale riservato e un'operazione di rimodulazione dell'indebitamento finanziario dell'emittente definita sulla base di un piano di risanamento asseverato, ex art. 67, comma 3, lett. d), della Legge Fallimentare, relativo agli anni 2013-2016. L'operazione di aumento di capitale, dell'importo complessivo di 185 milioni di euro, prevedeva una quota da offrire in opzione ai soci, pari a 115 milioni di euro, garantita, in parte, da impegni di sottoscrizione assunti dai soci aderenti al previgente patto di sindacato e, in parte, da impegni di garanzia assunti da alcune banche finanziatrici; una quota, pari a 70 milioni di euro, inscindibile, riservata a una società di nuova costituzione riconducibile ad alcuni soci e ad alcune banche finanziatrici. Il prospetto conteneva informazioni in relazione alla contestuale rimodulazione e conversione di parte del debito di Prelios verso i principali creditori (fino a complessivi 519 milioni di euro) in obbligazioni a conversione obbligatoria a scadenza (31 dicembre 2019), e in azioni ordinarie e di categoria B di Prelios. Fra le condizioni della complessiva operazione vi era anche il rispetto della delibera della Commissione del 31 maggio 2013 e della successiva delibera del 9 luglio 2013, nelle quali la Consob ha riconosciuto che l'eventuale superamento, nel capitale di Prelios, delle soglie di partecipazione indicate nell'art. 106, comma 1, e comma 3, lettera b), del Tuf, non avrebbe comportato l'obbligo di offerta pubblica di acquisto in capo ai soggetti che avessero superato le soglie rilevanti per effetto della sottoscrizione dell'aumento di capitale o della conversione dei richiamati strumenti convertendi, potendosi ricondurre tale fattispecie all'ipotesi di esenzione per 'operazioni dirette al salvataggio di società in crisi' di cui all'art. 106, comma 5, lett. a), del Tuf (per maggiori dettagli si rimanda al precedente Capitolo). Nel prospetto, pertanto, si evidenziava che il perfezionamento e l'esecuzione dell'operazione complessiva rappresentavano la condizione necessaria per consentire al Gruppo Prelios di proseguire la propria attività mantenendo il presupposto della continuità aziendale.

Tra le offerte di titoli non quotati di emittenti italiani, nel corso del 2013 sono state realizzate 6 offerte per le quali è stato richiesto all'Autorità l'approvazione di un prospetto (Cassa di Risparmio di Asti – Banca della Provincia di Macerata – Banca Popolare di Vicenza – Banca Popolare Etica – Banca Popolare Sant'Angelo – BCC di Roma).

La peculiarità del tessuto industriale italiano, caratterizzato in modo significativo da piccole e medie imprese, ha mantenuto viva l'aspirazione delle realtà locali a puntare alla costituzione di banche di credito cooperativo o di banche popolari dedicate allo sviluppo del territorio di riferimento. Nel 2013 sono stati presentati alla Consob tre prospetti informativi finalizzati alla offerta pubblica di sottoscrizione di azioni di costituende banche.

In materia, la Consob ha rafforzato l'attività di vigilanza, soprattutto al fine di ridurre i rischi di frode, dal momento che gli investitori sono chiamati a investire in un'entità non ancora costituita e soggetta a un iter costitutivo e autorizzativo lungo e complesso. In particolare, l'attività di vigilanza è stata focalizzata, oltre che sull'informativa resa nel prospetto, anche sulla verifica dei requisiti di stabile organizzazione e autonomia decisionale delle sedi secondarie dei comitati promotori in cui è possibile aderire all'offerta pubblica, sulla trasparenza e sulla corretta previsione del riconoscimento di benefici e dell'assunzione degli oneri da parte dei promotori che hanno sottoscritto il programma dell'attività, ex art. 2337 del c.c., per lo sviluppo dell'iniziativa.

In un caso si è proceduto a rigettare la richiesta di pubblicazione del prospetto informativo. Nella fattispecie in esame, un comitato promotore aveva elaborato una struttura di collocamento dei prodotti finanziari offerti particolarmente articolata su tutto il territorio nazionale, con il coinvolgimento di alcune associazioni sindacali di professionisti. Tuttavia, il programma di attività non risultava sottoscritto né dalle suddette associazioni, né dai professionisti aderenti alle associazioni stesse, presso i cui studi professionali si intendeva stabilire alcune sedi secondarie del comitato. La Consob ha ritenuto detta struttura di collocamento non conforme, poiché il collocamento di prodotti finanziari rappresenta un'attività riservata a soggetti che la prestano professionalmente, previa autorizzazione e sotto la vigilanza della Consob. Gli emittenti, e quindi anche i promotori, possono eccezionalmente svolgere attività di collocamento degli strumenti finanziari dagli stessi emessi, ma di tale deroga possono beneficiare i soli promotori, e non anche associazioni con le quali i promotori abbiano stipulato accordi di collaborazione o *sponsorship*, o i professionisti soci di dette associazioni che non siano anche sottoscrittori del programma di attività ai sensi dell'art. 2337 c.c..

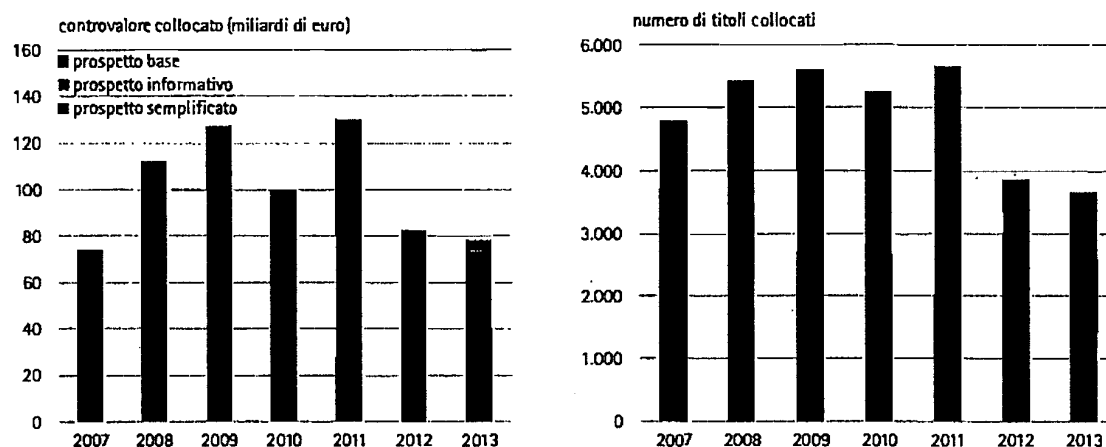
Con riferimento alle offerte al pubblico e/o alle ammissioni alle negoziazioni di strumenti finanziari comunitari *non-equity*, 515 prospetti approvati nel corso del 2013 sono riconducibili a prestiti obbligazionari di emittenti bancari sia italiani sia esteri, mentre 104 si riferiscono a *covered warrant* e *certificates*.

Al riguardo, la perdurante diminuzione della numerosità dei soggetti istanti nonché dei prospetti base approvati, già riscontrata nel corso del 2012, è ascrivibile alle modifiche regolamentari riguardanti l'innalzamento della soglia rilevante per l'adozione del regime semplificato di cui all'art. 34-ter, comma 4 del Regolamento Emittenti.

Dall'analisi delle segnalazioni di vigilanza inviate alla Consob con cadenza trimestrale dagli emittenti bancari, si riscontra una sostanziale stabilità dei volumi collocati nel corso del 2013, pari a circa 78,5 miliardi di euro (circa 83 miliardi nel 2012), a fronte di una lieve riduzione nel numero di titoli collocati, pari a circa 3700 (in flessione del 5 per cento rispetto al 2012; Fig. 106).

In particolare, gli emittenti hanno segnalato circa 2300 emissioni effettuate a valere su prospetti approvati da Consob (circa 2.850 nel 2012) e quasi 1.400 emissioni tramite prospetti semplificati (poco più di 1.000 nel 2012). Il dato evidenzia l'incremento del peso percentuale delle offerte effettuate con il ricorso a prospetti semplificati, rispetto al totale delle operazioni segnalate.

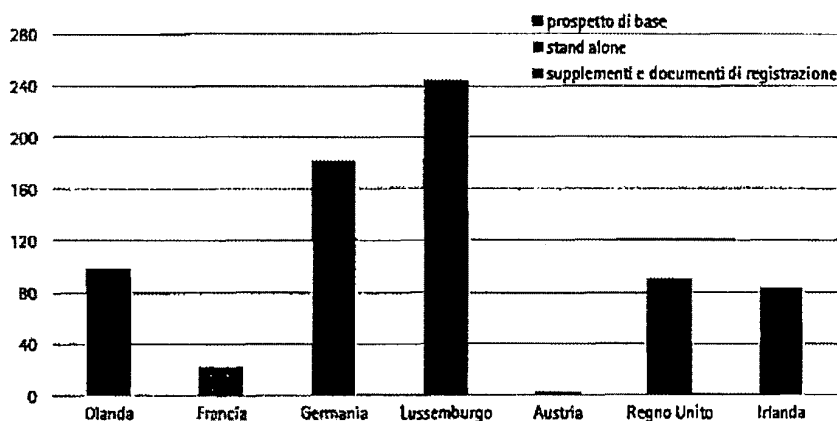
Fig. 106 Offerte di obbligazioni, *certificates* e *covered warrant* di banche italiane



Fonte: Consob.

Con riferimento ai prospetti cosiddetti passaportati relativi a prodotti *non equity* di società finanziarie, ossia prospetti notificati alla Consob da autorità dell'Unione Europea ai sensi della Direttiva 71/2003/CE, nel corso del 2013 la Commissione ha verificato la completezza documentale e la regolarità del certificato di approvazione di 727 documenti, ai sensi della Direttiva 71/2003/CE (872 nel 2012). Detti documenti sono riconducibili per il 16 per cento a prospetti di base, per il 5 per cento a prospetti *stand alone* e per il 79 per cento a supplementi (Fig. 107).

Fig. 107 Offerta al pubblico e/o ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari non equity – documenti 'passaportati'



Fonte: Consob.

Nel 2013 sono stati, inoltre, trasmessi alla Consob 1280 *final terms* a valere su prospetti di base passaportati (981 nel 2012) stante l'obbligo, in capo agli emittenti, di trasmettere tale documentazione anche alle autorità competenti degli Stati membri ospitanti.

Nel corso dell'anno, infine, 10 soggetti (46 nel 2012) sono stati autorizzati a procedere con 14 emissioni di 'Titoli di Risparmio dell'Economia Meridionale' (64 nel 2012), per un importo complessivo pari a 221,5 milioni di euro (circa 970 milioni nel 2012). A fronte di tali richieste, alla data del 16 febbraio 2014 il controvalore collocato risultava pari a circa 197 milioni di euro.

A tal proposito, si ricorda che dal 2012 è stato attribuito alla Consob il compito di rilasciare il nulla-osta, previa verifica della sussistenza dei presupposti fissati dalla normativa, all'emissione dei cosiddetti 'Titoli di Risparmio per l'Economia Meridionale', di cui al Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze, attuativo dell'art. 8 comma 4 del d.l. 70/2011, convertito nella legge 106/2011. Tali strumenti, ideati al fine di sostenere lo sviluppo di lungo termine delle piccole e medie imprese del mezzogiorno, sono oggetto di una disciplina puntuale, per effetto della quale la Consob è tenuta a pubblicare sul proprio sito internet l'elenco dei nominativi degli emittenti e dei controvalori emessi per ciascun anno solare.

Nel corso del 2013 sono stati depositati presso la Consob 410 prospetti (545 nel 2012) relativi a prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione, di cui 202 con potenziali criticità informative (Tav. 32).

Tali criticità sono riconducibili all'informativa resa in merito alla struttura finanziaria e al profilo di rischio della proposta d'investimento, al grado di rischio e all'orizzonte temporale a essa connessi, agli scenari probabilistici, ai rendimenti potenziali offerti dall'investimento.

Le imprese di assicurazione, nei casi in cui è risultato necessario, hanno tempestivamente aggiornato l'informativa agli investitori al fine di ripristinare la completezza e la coerenza, dandone opportuna evidenza, nei casi più rilevanti, attraverso appositi avvertimenti sui siti internet.

Tav. 32 Interventi di *enforcement* sui prodotti assicurativi svolti nel 2013

tipologia di contratto	prospetti depositati	prospetti oggetto di monitoraggio	Interventi di vigilanza distinti per area					totale
			unbundling dell'investimento	struttura finanziaria e rischio	meccanismi di rivalutazione	scenari di rendimento	altro	
unit linked	325	198	—	198	—	71	102	371
index linked	6	3	—	3	—	3	2	8
capitalizzazione	79	1	—	1	—	—	1	2
<i>totale</i>	410	202	—	202	—	74	105	381

Fonte: Consob.

Sempre con riferimento all'offerta dei prodotti assicurativi a contenuto finanziario, nel corso del 2013 sono stati esaminati circa 80 prospetti (60 relativi a prodotti *unit linked* e 21 relativi a *index linked*), nonché 37 messaggi pubblicitari reperiti sui siti internet, al fine di individuare eventuali aree di miglioramento della rappresentazione delle caratteristiche dei prodotti.

L'estrazione del campione è stata effettuata sulla base dei volumi relativi ai premi lordi contabilizzati nel corso del 2012 per i prodotti di ramo III e tiene conto, pertanto, della maggiore diffusione tra i risparmiatori *retail* dei prodotti *unit linked*. Dalle analisi svolte sono emerse diverse criticità: in primo luogo, il rischio di ottenere, al momento del disinvestimento, un ammontare inferiore a quanto versato non è risultato sempre rappresentato con la dovuta attenzione; in secondo luogo, la rappresentazione del profilo relativo all'onerosità del prodotto è talvolta di non immediata comprensibilità a causa di meccanismi articolati di commisurazione delle componenti di costo. Tali aspetti sono stati discussi con le singole imprese di assicurazione interessate nel corso di incontri dedicati nei primi mesi del 2014.

Peraltro, anche alla luce delle evidenze delle suddette analisi, nel quadro della più ampia rivisitazione della disciplina Consob dei messaggi pubblicitari, verranno meglio specificati i principi cui devono uniformarsi le imprese di assicurazione che offrono prodotti assicurativi a contenuto finanziario.

3 Le offerte al pubblico di acquisto e scambio

Nel corso del 2013 la Commissione ha approvato la pubblicazione di otto documenti di offerta (13 nel 2012) relativi a cinque offerte di acquisto e tre offerte di scambio, aventi ad oggetto in sette casi titoli quotati nei mercati regolamentati. In cinque casi le offerte promosse sono state volontarie, mentre nei restanti tre casi si è trattato di offerte obbligatorie (Tav. 33).

Le offerte pubbliche di acquisto hanno riguardato azioni ordinarie delle società Impregilo, Meridiana Fly, Saras-Raffinerie Sarde, Camfin e Dada. Le offerte di scambio sono state promosse da Hera su azioni Acegas-Aps; da Mittel su azioni proprie, con corrispettivo in obbligazioni di nuova emissione; da Cassa di Risparmio di Bolzano su quote del fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso 'Dolomit', gestito da Castello Sgr.

Nell'ambito delle offerte pubbliche di acquisto, due sono state obbligatorie: si tratta dell'offerta avente ad oggetto azioni ordinarie Dada, promossa a seguito del passaggio della quota di controllo, e dell'offerta su azioni ordinarie Camfin, promossa in esito alla ridefinizione degli assetti proprietari dell'emittente. Tra le offerte di scambio, è stata promossa un'offerta obbligatoria su azioni Acegas-Aps da parte di un soggetto che, a seguito di un'operazione di fusione, era entrato in possesso di circa il 62 per cento del capitale dell'emittente.

A due offerte relative a titoli quotati (una volontaria e una obbligatoria) è conseguita la revoca dei titoli dalla quotazione (Meridiana Fly e Acegas-Aps).

Tav. 33 Strumenti finanziari oggetto di offerte pubbliche di acquisto e/o scambio per i quali è stata autorizzata la pubblicazione del documento d'offerta nel 2013

	su azioni quotate	su azioni non quotate ¹	totale
volontarie	3	1	4
preventive			
successive/obbligatorie	3		3
su azioni proprie	1		1
<i>totale</i>	<i>7</i>	<i>1</i>	<i>8</i>
<i>obbligodiritto di acquisto²</i>	<i>3</i>		

Fonte: Consob. ¹ L'offerta ha avuto ad oggetto quote di un fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso. ² Nei casi di obbligodiritto di acquisto non è stato redatto alcun documento di offerta in quanto l'informativa è stata diffusa al mercato tramite apposito avviso/comunicato stampa.

Sei offerte sono state promosse dai soggetti indicati all'art. 39-bis del Regolamento Emittenti. Pertanto, è stato predisposto dagli amministratori indipendenti dell'emittente, ai sensi del predetto articolo, un parere motivato contenente le valutazioni sull'offerta e sulla congruità del corrispettivo offerto. È risultato, inoltre, applicabile l'art. 40-bis del Regolamento Emittenti concernente la riapertura dei termini dell'offerta.

In tutti i casi menzionati gli amministratori indipendenti che hanno rilasciato il parere hanno espresso una valutazione positiva in merito alla congruità del prezzo offerto.

Nel corso dell'anno la Commissione ha determinato, ai sensi dell'art. 108, comma 4, del Tuf, il corrispettivo per l'adempimento dell'obbligo di acquisto di cui all'art. 108, comma 2, del medesimo decreto, delle azioni ordinarie Ref Group da parte di Treemee Srl ad esito della relativa offerta.

È stato, inoltre, fissato ai sensi degli artt. 108, comma 4, e 111, comma 2, del Tuf, il corrispettivo per l'adempimento dell'obbligo di acquisto di cui all'art. 108 comma 1, del Tuf con contestuale esercizio del diritto di acquisto ex art. 111, comma 1 del medesimo decreto, avente ad oggetto le azioni ordinarie Meridiana Fly Spa da parte di Meridiana Spa.

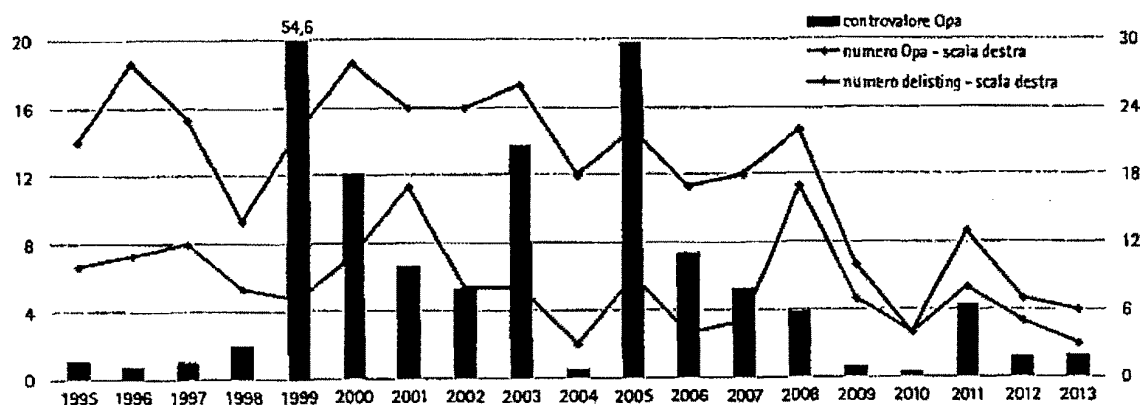
Nel 2013 le offerte pubbliche di acquisto e/o scambio su titoli di società quotate (Opa) sono risultate in linea con le operazioni dell'anno precedente, sia in termini di controvalore (rispettivamente 1,3 e 1,2 miliardi di euro) sia di numero di offerte (6 e 7; Fig. 108).

Il 70 per cento del valore complessivo delle Opa eseguite nel 2013 è riferibile all'offerta preventiva totalitaria sulle azioni Impregilo promossa da Salini.

Le revocche dalle negoziazioni si sono attestate, nel 2013, al 50 per cento del numero totale di operazioni, in linea con la media di lungo periodo.

Tra il 1995 e il 2013, il *delisting* è stato realizzato a seguito di Opa residuali obbligatorie, ovvero a operazioni di fusione per incorporazione di due o più società; negli ultimi anni le revocche hanno prevalentemente fatto seguito a Opa obbligatoria o volontaria.

Fig. 108 Offerte pubbliche di acquisto e/o scambio su titoli di società italiane quotate (miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana e documenti di offerta. Il corrispettivo in titoli delle offerte di scambio è valutato ai prezzi di mercato del giorno precedente l'annuncio dell'offerta.

Di particolare interesse è stata la struttura dell'offerta di scambio promossa da Mittel su azioni proprie, caratterizzata dalla contemporanea presenza di due operazioni tra loro connesse: i) un'offerta pubblica di scambio volontaria parziale su azioni proprie con corrispettivo in obbligazioni di nuova emissione e quotazione e ii) un'offerta pubblica di sottoscrizione ('Opso'), avente ad oggetto le medesime obbligazioni (con un possibile diverso prezzo di emissione) rivolta a tutti (a prescindere dalla qualità di soci). L'efficacia dell'offerta di scambio era soggetta a talune condizioni tra cui la sottoscrizione di un determinato quantitativo di obbligazioni in sede di Opso (di valore nominale pari almeno a 20 milioni di euro).

L'istruttoria relativa all'offerta ha avuto ad oggetto diversi aspetti, tra cui: i) il prospetto informativo relativo all'offerta pubblica di sottoscrizione e alla contestuale ammissione a quotazione sul mercato delle obbligazioni del prestito denominato 'Mittel Spa 2013-2019'; ii) il documento di offerta relativo all'Opso; iii) il giudizio di equivalenza delle informazioni ivi contenute.

Nell'ambito dell'offerta pubblica obbligatoria totalitaria promossa da Lauro Sessantuno Spa sulle azioni Camfin Spa, la Consob ha avviato d'ufficio, ai sensi dell'art. 106, comma 3, lett. d), n. 2, del Tuf e degli articoli 47-*sexies* e 47-*octies* del Regolamento Emittenti, un procedimento di aumento del prezzo dell'offerta pubblica di acquisto, ad esito del quale, ritenendo accertata una collusione tra Malacalza Investimenti Srl e Lauro Sessantuno Spa e i soggetti agenti di concerto con quest'ultimo, con provvedimento motivato del 25 settembre 2013 ha aumentato il prezzo dell'offerta da euro 0,80 a euro 0,83.

Dalle evidenze acquisite dalla Consob nel corso dell'attività di vigilanza è emerso che la cessione della partecipazione detenuta da Malacalza Investimenti Srl in Camfin Spa rappresentava soltanto una parte di un'operazione più complessa, che comprendeva il contestuale acquisto da parte di Malacalza Investimenti Srl di azioni Pirelli & C Spa da soggetti individuati da taluni soci di Lauro Sessantuno Spa. In particolare, è stato accertato che le due compravendite di azioni Camfin Spa e Pirelli & C Spa realizzate il 5 giugno 2013 erano funzionalmente collegate e che l'acquisto di azioni Camfin, presupposto dell'offerta pubblica di acquisto promossa da Lauro Sessantuno Spa, aveva avuto come corrispettivo non soltanto il pagamento in denaro di euro 0,80 per azione, ma anche la possibilità di acquistare con la liquidità ricevuta (integrata dalla quota di spettanza del debito Camfin) poco meno del 7 per cento di azioni Pirelli & C Spa al prezzo unitario di euro 7,80. Pertanto, l'operazione nel suo complesso permetteva a Malacalza Investimenti Srl di ottenere un corrispettivo ulteriore rispetto a quello derivante dalla vendita delle azioni Camfin, pari alla differenza tra il prezzo di euro 8 per azione Pirelli & C Spa (che, secondo i calcoli delle parti coinvolte nell'operazione risultanti dalla documentazione acquisita, risultava dalla valorizzazione a euro 0,80 delle azioni Camfin Spa) e il prezzo di euro 7,80 (prezzo al quale Malacalza Investimenti Srl ha poi effettivamente acquistato le azioni Pirelli & C Spa). A tale maggior corrispettivo equivaleva un maggior valore per azione Camfin pari a euro 0,03. Pertanto, la Commissione, con provvedimento motivato adottato ai sensi dell'art. 106, comma 3, lett. d) del Tuf e dell'art. 47-*octies*

del Regolamento Emittenti, ha proceduto all'innalzamento del corrispettivo dell'offerta promossa da Lauro Sessantuno su azioni Camfin portandolo da 0,80 a 0,83 euro. Avverso tale provvedimento è stato presentato ricorso da Lauro Sessantuno Spa, Unicredit Spa e Marco Tronchetti Provera & C. Spa innanzi al TAR per il Lazio, che ha respinto i predetti ricorsi con sentenze rispettivamente n. 3009/14, n. 3011/14 e n. 3012/14. Il provvedimento di aumento del prezzo è stato, inoltre, oggetto di ricorso innanzi al TAR per il Lazio da parte di Antares European Fund Limited, Antares European Fund II Limited e Antares European Fund Lp, che, in qualità di azionisti di minoranza di Camfin Spa, hanno ritenuto che il corrispettivo offerto non sarebbe stato pari a quello realmente percepito da Malacalza Investimenti per la vendita delle proprie azioni Camfin a Lauro Sessantuno Spa neppure all'esito dell'intervento correttivo della Consob la quale avrebbe dovuto individuare tale corrispettivo in Euro 0,99; anche tale ricorso è stato respinto dal TAR per il Lazio con sentenza n. 3010/14 che non ha ravvisato nell'individuazione del prezzo compiuta dalla Consob alcun difetto di istruttoria.

Di particolare rilievo è stata la vicenda relativa all'acquisizione del controllo di Impregilo Spa da parte del Gruppo Salini, rispetto alla quale si è ipotizzata la sussistenza di un caso di 'azione di concerto' rilevante ai sensi degli artt. 122, 101-bis, comma 4 del Tuf, tra il Gruppo Salini, i fondi d'investimento Amber ed Equità Sim. Più specificamente, l'ipotesi sulla quale sono state svolte le indagini è stata quella dell'esistenza di un patto rilevante ai sensi dell'art. 122 del Tuf tra il fondo Amber e Salini, ovvero, a prescindere dall'esistenza dell'accordo, di una azione di concerto ai sensi dell'art. 101-bis, comma 4, del Tuf.

L'istruttoria ha preso avvio da un'attenta osservazione delle operazioni di acquisto di azioni Impregilo e dall'esame degli esiti ispettivi. Nel corso dell'istruttoria la Consob ha più volte audito i soggetti coinvolti nelle operazioni analizzate e ha loro richiesto la comunicazione di dati e notizie. Nel corso dell'indagine la Commissione si è, inoltre, avvalsa dello scambio di informazioni con la Procura della Repubblica presso il Tribunale di Milano.

Con riguardo alla complessa operazione di salvataggio di Prelios Spa, la Commissione ha escluso l'applicabilità nei confronti dei soggetti coinvolti della disciplina dell'Opa obbligatoria, applicando in via analogica la norma di cui all'art. 106, comma 6, del Tuf.

Tale operazione comprendeva più fasi (un aumento di capitale in opzione garantito da taluni soci e da taluni creditori, un aumento di capitale riservato a un veicolo societario di nuova costituzione, la conversione di parte dell'indebitamento finanziario di taluni creditori-finanziatori in obbligazioni a conversione obbligatoria, la ristrutturazione del debito residuo), tutte funzionalmente dirette al salvataggio dell'emittente attraverso il risanamento dell'esposizione debitoria e il riequilibrio della situazione finanziaria (per ulteriori dettagli in merito all'operazione di salvataggio di Prelios Spa si veda il Riquadro 9).

Riquadro 9

L'operazione di salvataggio di Prelios Spa

Con riguardo alla complessa operazione di salvataggio di Prelios Spa, la Commissione ha adottato, ai sensi dell'art. 106, comma 6, del Tuf, un provvedimento motivato con il quale ha disposto l'esenzione dall'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulle azioni Prelios Spa da parte dei soggetti coinvolti nell'operazione. Il provvedimento è stato subordinato al rispetto di talune condizioni, tra cui il divieto per i soggetti partecipanti alle fasi dell'operazione di compiere acquisti di azioni Prelios o dei relativi diritti di opzione, nei dodici mesi precedenti la sottoscrizione dell'aumento di capitale o la conversione degli strumenti finanziari convertendi. Tale condizione è stata posta al fine di garantire la parità di trattamento tra i soci, in linea con le finalità del divieto di acquisto previsto dall'art. 49, comma 1, lett. b), n. 2, del Regolamento Emittenti.

La Commissione ha fornito precisazioni in merito alla portata del divieto. In primo luogo, sono stati esclusi dall'ambito del divieto gli acquisti di azioni Prelios compiuti in esecuzione di ordini per conto dei clienti e gli acquisti effettuati dagli intermediari per conto proprio ma nell'ambito dei servizi prestati alla propria clientela.

Sono state inoltre escluse le operazioni di negoziazione per conto proprio effettuate dall'intermediario con finalità di trading, per scopi propri e non nell'ambito dei servizi prestati alla propria clientela, nonché quelle effettuate con finalità di gestione della propria tesoreria. Tale scelta ha tenuto conto della temporaneità e dell'interesse prettamente finanziario che caratterizzano tali operazioni. Da un lato, si è rilevato, infatti, che l'ampiezza della durata dell'operazione avrebbe comportato una limitazione dell'operatività degli intermediari senza un preciso termine finale di riferimento; dall'altro, si è messo in luce che l'ordinamento già prevede un trattamento di favore per le operazioni di trading, accordato all'art. 119-bis, comma 4, del Regolamento Emittenti. Al fine di tutelare la parità di trattamento tra i soci e di evitare interferenze nella *governance* dell'emittente da parte degli intermediari coinvolti, tuttavia, l'esclusione è stata subordinata al rispetto di talune condizioni (l'acquirente doveva essere un ente creditizio o un'impresa di investimento; l'acquirente non avrebbe dovuto esercitare i diritti di voto inerenti le azioni acquistate né altrimenti utilizzarli per intervenire nella gestione di Prelios; le azioni Prelios detenute nel portafoglio di negoziazione non avrebbero potuto eccedere il limite quantitativo dello 0,5 per cento del capitale sociale dell'emittente; gli acquisti avrebbero dovuto essere effettuati sul mercato e, dunque, senza individuazione della controparte e a condizioni e prezzi di mercato).

Considerate le peculiarità del caso di specie e non ritenendo applicabile a tutti i superamenti di soglia derivanti dai predetti eventi l'esenzione dall'obbligo di Opa disciplinata dall'art. 49, comma 1, lett. b), n. 2 del Regolamento Emittenti, la Commissione ha ritenuto sussistenti i presupposti per esercitare il potere attribuitole dall'art. 106, comma 6, del Tuf e ha proceduto, in sostanza, a una applicazione in via analogica della predetta norma regolamentare. In particolare, con specifico riferimento all'aumento di capitale in opzione e al connesso impegno di garanzia di sottoscrizione dell'inoptato formulato da taluni creditori-finanziatori, la Commissione ha ritenuto che le caratteristiche dell'operazione, seppur non in linea con la lettera della citata norma, apparivano in linea con la *ratio* sottesa alla medesima e con le finalità di tutela perseguite dall'esenzione in parola. Con provvedimento motivato adottato ai sensi dell'art. 106, comma 6, del Tuf, la Commissione ha dunque disposto che l'eventuale superamento nel capitale di Prelios delle partecipazioni indicate all'art. 106, comma 1, e comma 3, lettera b), del Tuf, individualmente o congiuntamente, da parte dei soggetti coinvolti nell'operazione di salvataggio a seguito dell'esercizio della garanzia di sottoscrizione nell'ambito dell'aumento in opzione e a seguito della conversione delle obbligazioni attribuite a fronte della compensazione del proprio credito, non avrebbe comportato l'obbligo di Opa, potendosi ricondurre la fattispecie in esame all'ipotesi di esenzione per 'operazioni dirette al salvataggio di società in crisi', di cui all'art. 106, comma 5, lett. a), del Tuf, presentando la medesima *ratio* della fattispecie contemplata dall'art. 49, comma 1, lett. b), n. 2 del Regolamento Emittenti, seppur dalla stessa non espressamente prevista.

Di particolare interesse è stata la vicenda relativa a Telecom Italia Spa, che ha preso avvio dalla stipula, in data 24 settembre 2013, di un accordo modificativo del patto parasociale relativo a Telco (principale azionista di Telecom, con una partecipazione pari al 22 per cento circa) da parte dei soci di Telco Generali, Intesa Sanpaolo, Mediobanca e Telefonica.

L'accordo prevede diverse fasi ad esito delle quali Telefonica potrà rilevare integralmente la partecipazione dei soci italiani, attraverso la sottoscrizione di aumenti di capitale in azioni Telco senza diritto di voto e, a decorrere dal primo gennaio 2014, attraverso l'esercizio sia della facoltà di convertire le azioni senza voto in azioni con diritto di voto, sia dell'opzione di acquisto sul totale delle restanti azioni Telco (per un corrispettivo implicito per azione Telecom almeno pari a euro 1,10 ciascuna). La realizzazione di tali operazioni è subordinata all'ottenimento da parte di Telefonica delle necessarie autorizzazioni da parte delle Autorità antitrust brasiliana e argentina.

L'attività di vigilanza della Consob ha avuto ad oggetto diversi aspetti. In particolare, l'Istituto ha vigilato su alcune operazioni effettuate da Telecom (quali la cessione della partecipata Telecom Argentina e l'emissione di un prestito obbligazionario convertendo in azioni Telecom) e sul corretto svolgimento dell'assemblea degli azionisti di Telecom in sessione ordinaria e straordinaria del 20 dicembre 2013, avente ad oggetto, tra l'altro, la revoca del consiglio di

amministrazione su richiesta dell'azionista Findim Group Sa (possessore del 5,004 per cento del capitale) e l'aumento di capitale a servizio del prestito convertendo.

Nello svolgimento della sua attività di vigilanza, tuttora in corso, la Consob si è avvalsa dei consueti strumenti istruttori previsti dall' art. 115 del Tuf (audizioni, richieste, ispezioni) e della collaborazione con l'Autorità giudiziaria (per maggiori dettagli in merito all'esercizio dei poteri di cui agli artt. 114 e 115 del Tuf si veda il successivo Capitolo).

Con riguardo all'integrazione intervenuta tra i due gruppi assicurativi Unipol e Premafin, nel corso del 2013 la Consob ha provveduto a verificare la coerenza tra quanto stabilito nelle delibere di maggio e luglio 2012, con le quali la Commissione aveva affermato la non applicabilità della disciplina dell'Opa obbligatoria, e gli eventi intervenuti successivamente.

La Consob ha valutato la sussistenza delle condizioni a cui è subordinata la concessione dell'esenzione. In primo luogo, a fronte dell'emissione del provvedimento l'ass di autorizzazione alla fusione, è stato accertato che l'operazione di integrazione, unitariamente considerata, è stata strumentale al rafforzamento patrimoniale e al ripristino delle condizioni di solvibilità di Fondiaria Sai e Premafin. Pertanto, si è ritenuta realizzata la condizione apposta per l'applicabilità del caso di esenzione, di cui all'art. 49, comma 1, lett. b), n. 1, (iii), del Regolamento Emittenti, rispetto all'incremento - superiore alla soglia del 5 per cento - della partecipazione detenuta da Unipol Gruppo Finanziario in Fondiaria Sai. In secondo luogo, con riguardo all'acquisto del controllo di diritto di Premafin da parte di Unipol Gruppo Finanziario, a seguito dell'approvazione in assemblea della fusione da parte degli azionisti di Premafin, la Commissione ha valutato la sussistenza della condizione per la concessione dell'esenzione prevista dall'art. 49, comma 1, lett. b), n. 2, del Regolamento Emittenti, relativa all'esclusione del diritto di recesso, ai sensi dell'art. 2437, comma 1, del codice civile, da parte degli azionisti che, al momento della delibera di esenzione, detenevano il controllo della società.

La Commissione nel corso dell'anno è intervenuta come di consueto a fornire chiarimenti e orientamenti interpretativi in materia di offerta pubblica di acquisto in risposta a quesiti collegati a specifiche operazioni.

Nell'ambito di un'Opa volontaria parziale avente ad oggetto quote di un fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso quotato, è stato chiesto alla Consob di valutare l'applicazione di criteri di riparto ulteriori rispetto a quello proporzionale (o *pro rata*) comunemente usato, al fine di assicurare un'effettiva applicazione del principio di parità di trattamento tra i destinatari/aderenti all'Opa nel caso di adesioni superiori al quantitativo di strumenti finanziari oggetto dell'operazione. Considerata, infatti, la consistenza delle quote e l'impossibilità di procedere a un loro frazionamento, l'applicazione del metodo *pro rata* avrebbe reso impossibile soddisfare un numero più o meno ampio di quotisti aderenti.

La Commissione ha stabilito che, al fine di preservare il principio di parità di trattamento ex artt. 103 del Tuf e 42 del Regolamento Emittenti e assicurare a

tutti gli aderenti il diritto di disinvestire, è opportuno che il criterio di riparto sia individuato dall'offerente solo a chiusura dell'offerta, avendo questi a disposizione, soltanto in quel momento, una chiara rappresentazione dei titoli complessivamente portati in adesione, del numero degli aderenti e delle quote da ciascuno apportate.

La Commissione, in risposta a un quesito formulato da una società appartenente alla categoria dei confidi vigilati - iscritta all'albo di cui all'art. 106 del Tub - si è espressa escludendo che l'operazione di scambio tra azioni della società confidi e le quote di un costituendo consorzio sia qualificabile come offerta pubblica di acquisto e scambio ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. v) del Tuf.

A tal fine, la Commissione ha escluso che i titoli oggetto di scambio siano riconducibili alla categoria dei valori mobiliari di cui alla lett. a) del citato art. 1, comma 1-bis e ha altresì escluso che essi rappresentino una 'altra forma di investimento di natura finanziaria' ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. t) del Tuf.

Sono inoltre pervenuti due quesiti relativi all'applicabilità dell'esenzione dalla disciplina dell'Opa a due operazioni di salvataggio di emittenti quotati in crisi.

In un primo caso (Gabetti Property Solution Spa) la condizione di crisi societaria veniva attestata dall'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti ai sensi dell'art. 182-bis della Legge Fallimentare, reso noto al mercato in data 17 ottobre 2013. Le quattro operazioni di aumento di capitale rientranti nell'accordo di ristrutturazione, tutte potenzialmente rilevanti ai fini dell'applicabilità della disciplina sull'Opa, sono state esentate dall'obbligo di Opa in quanto nel complesso volte al salvataggio dell'emittente.

In un secondo caso (Zucchi Spa), la condizione di crisi societaria veniva attestata dall'omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti ai sensi dell'art. 182-bis della Legge Fallimentare, intervenuta in data 4 giugno 2013 e resa nota al mercato con comunicato stampa diffuso dalla società il 5 giugno 2013. L'accordo di ristrutturazione risultava connesso all'adozione del piano industriale per gli anni 2013-2017 e prevedeva due operazioni di aumento del capitale volte a dotare la società di una più adeguata struttura patrimoniale e finanziaria. Anche in questo caso la Commissione ha ritenuto di esentare l'operazione dall'obbligo di Opa obbligatoria, ai sensi degli artt. 106 e 109 del Tuf.

Con riferimento a un caso di ristrutturazione societaria volta alla realizzazione di un'intesa strategica fra la società quotata Isagro Spa e un suo partner industriale, la Commissione è stata interrogata in merito alla rilevanza dell'operazione ai fini dell'applicabilità della disciplina dell'Opa obbligatoria. Dagli accertamenti effettuati in merito al nuovo assetto di controllo della quotata e al contenuto del patto parasociale sottoscritto dal socio entrante e dall'azionista di controllo di Isagro, l'Istituto ha ritenuto che l'ingresso del finanziatore nella catena di controllo della quotata (specificatamente nella Newco che, ad esito dell'operazione, controlla

direttamente Isagro) non comportasse modifiche negli assetti di controllo della società rilevanti ai fini dell'insorgere di un obbligo di Opa.

Inoltre, la Commissione si è pronunciata, su richiesta delle società interessate, in merito all'irrilevanza rispetto alla disciplina dell'Opa obbligatoria dell'operazione di integrazione fra le due holding quotate Gemina Spa e Atlantia Spa, avvenuta tramite fusione per incorporazione.

Nell'ambito dell'attività di vigilanza sulla trasparenza delle partecipazioni rilevanti sono emersi alcuni profili critici connessi all'operatività dei *trust*. In particolare, il ricorso all'istituto del *trust*, che nella maggior parte dei casi determina un effetto di 'segregazione patrimoniale', potrebbe essere volto a eludere la disciplina degli assetti proprietari per via dell'ambigua distribuzione dei poteri tra le varie figure del *trust* e delle ricadute sull'individuazione del soggetto che può esercitare il diritto di voto, indipendentemente dalla titolarità della partecipazione.

Con riferimento al *trust* che detiene partecipazioni rilevanti, la Consob aveva già emanato una comunicazione nel 1996 (Comunicazione 96004904 del maggio 1996), con la quale forniva chiarimenti in merito al soggetto tenuto ad adempiere agli obblighi di comunicazione delle partecipazioni (*trustee*). Di recente, tenuto conto della frequenza con cui tale istituto ricorre nella compagine azionaria degli emittenti quotati in Italia, la Consob è nuovamente intervenuta sul tema, emanando una comunicazione di carattere generale tesa ad aumentare l'informazione relativa ai *trust*. La comunicazione indica una serie di informazioni che i *trust* che detengono una partecipazione rilevante nel capitale o che partecipano a un patto parasociale rilevante ai sensi dagli artt. 120 e 122 del Tuf, sono tenuti a comunicare alla Consob. La Consob ha poi provveduto a pubblicare sul proprio sito internet gli elementi informativi necessari per una corretta trasparenza degli assetti proprietari, al fine di tutelare gli investitori e garantire il regolare funzionamento del mercato.

4 L'informativa societaria

Nel corso del 2013, come di consueto, l'attività di vigilanza sull'informativa societaria si è avvalsa di numerose richieste di informazioni, ai sensi dell'art. 115 del Tuf, nonché di pubblicazioni di dati e notizie, ai sensi dell'art. 114 [Tav. 34].

In particolare, sono state formulate quasi 750 richieste di comunicazioni alla Consob e oltre 160 richieste di pubblicazioni di dati e notizie. Numerosi interventi sono stati adottati nei confronti degli emittenti per ripristinare l'integrità informativa del mercato, soprattutto in corrispondenza di andamenti anomali delle negoziazioni, nonché di vicende societarie particolarmente complesse o in situazioni di difficoltà finanziaria del soggetto vigilato.

Tav. 34 Vigilanza sull'informativa societaria e sugli assetti proprietari

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
richieste di informazioni ex art. 115 Tuf							
assunzioni di notizie da amministratori, sindaci, revisori, direttori generali, società controllanti e controllate	59	132	155	198	178	141	258
richieste di dati e informazioni	151	392	422	244	404	404	472
richieste di conferma di partecipazioni rilevanti	44	30	214	33	20	18	12
richieste di notizie per l'individuazione dei responsabili di adempimenti informativi per i quali viene contestata una violazione	48	102	—	—	—	—	2
richieste di informazioni sull'azionariato	14	12	20	31	9	7	4
totale	316	668	811	506	611	570	748
richieste di pubblicazione di dati e notizie ex art. 114 Tuf							
integrazioni di notizie da fornire in assemblea	5	11	38	24	18	30	16
integrazioni a documenti contabili periodici	1	21	59	7	15	20	15
informazioni da fornire al mercato (comunicati stampa)	100	90	112	109	76	55	104
informazioni periodiche mensili	1	8	3	9	10	12	6
informazioni periodiche trimestrali	—	—	20	6	—	—	8
integrazioni di documenti di fusione e altre operazioni straordinarie ¹	3	8	25	1	6	4	15
integrazioni di documenti Opa	49	30	10	8	4	2	—
integrazioni a prospetti di sollecitazioni deleghe	—	—	—	—	—	5	—
totale	159	168	267	164	129	128	164
esoneri dalla comunicazione di dati e notizie ex art. 114, comma 6, Tuf	3	5	4	2	9	1	18
ritardi nella comunicazione di dati e notizie ex art. 114, comma 3, Tuf	20	4	1	2	4	6	13
richieste di pubblicazione immediata di studi in presenza di rumors	14	5	4	4	2	—	9
segnalazioni all'Autorità Giudiziaria	—	5	10	6	3	8	13
lettere di richiamo	1	—	—	2	—	—	2
impugnative di bilancio	3	2	1	1	—	1	1
procedimenti di non conformità ex art. 154-ter, comma 7, Tuf	—	—	1	3	—	10	5

Fonte: Consob. ¹ Il dato del 2012 comprende anche una richiesta di integrazione di documenti informativi relativi a operazioni con parti correlate.

L'attività istruttoria svolta, spesso derivante dal costante monitoraggio dei comunicati diffusi al pubblico, del relativo impatto sulle quotazioni e della coerenza con le notizie diffuse da organi di informazione, ha condotto in quasi 260 casi alla convocazione di un rappresentante legale della società o alla richiesta di dati e informazioni (oltre 470 casi) ex art. 115 del Tuf.

Ai sensi dell'art. 114 del Tuf, la Consob ha richiesto in oltre 100 casi di diffondere ulteriori informazioni rispetto a quelle contenute nei comunicati stampa degli stessi emittenti o di integrare e commentare le notizie pubblicate da organi di stampa (quotidiani, agenzie di stampa e siti internet). In più di 30 casi, l'esercizio dei poteri ex art. 114 del Tuf è, invece, stato motivato dalla necessità di rendere più complete le informazioni contenute nella documentazione contabile o redatte ai fini dell'esame da parte delle competenti assemblee dei soci. In 14 casi, inoltre, le società

quotate sono state assoggettate a specifici obblighi di informazione periodica aggiuntiva (per maggiori dettagli si veda il paragrafo successivo).

Nel corso del 2013 sono stati ricevuti 18 reclami motivati, ai sensi dell'art. 114, comma 6, del Tuf, con i quali è stata chiesta la sospensione temporanea degli obblighi di comunicazione.

Sono state inoltre ricevute 13 comunicazioni di ritardo di diffusione di informazioni da parte di emittenti quotati, intenzionati ad avvalersi della facoltà prevista dall'art. 114, comma 3, del Tuf, di posticipare la comunicazione di informazioni privilegiate.

Nel corso dell'anno, la Consob ha anche disposto la pubblicazione di alcune raccomandazioni d'investimento, ai sensi dell'art. 69-*novies* del Regolamento Emittenti, allo scopo di ridurre le asimmetrie informative presenti sul mercato in corrispondenza della diffusione di notizie significative e di sensibili variazioni del prezzo degli strumenti oggetto delle raccomandazioni.

La Commissione, infine, ha svolto il consueto monitoraggio delle comunicazioni in merito all'operatività degli emittenti sui propri titoli (cosiddetto *buy back*) e alle operazioni di *internal dealing*, nonché un attento controllo delle informazioni, concernenti gli emittenti strumenti finanziari quotati o diffusi, veicolate attraverso internet (siti specializzati, *blog*, *forum* e *social network*).

Con riferimento alle operazioni di *buy back*, nel 2013 gli emittenti azioni quotate hanno trasmesso alla Consob 371 comunicazioni (484 nel 2012). La diminuzione nel numero delle comunicazioni inviate deriva dall'esenzione delle operazioni con controvalori mensili inferiori ai 100 mila euro prevista dalla delibera Consob 18214 del 9 maggio 2012.

Le comunicazioni sono state inviate da 60 soggetti e hanno avuto ad oggetto 64 titoli di cui: 58 azioni ordinarie; un'azione privilegiata; tre azioni di risparmio; due obbligazioni convertibili. Non sono state segnalate operazioni su prodotti derivati.

Inoltre, 11 titoli sono stati oggetto di sole operazioni di acquisto da parte di società del gruppo, 26 di sole operazioni di vendita, mentre su 27 titoli sono state effettuate sia operazioni di acquisto sia di vendita (con una prevalenza delle quantità in acquisto).

Nell'anno 2013 la Consob ha ricevuto, ai sensi dell'art. 69-*novies* del Regolamento Emittenti, oltre 22 mila studi, con riferimento ai quali l'Istituto ha verificato il rispetto delle disposizioni in materia di correttezza delle informazioni contenute e di *disclosure* dei conflitti di interessi, nonché l'appropriatezza delle modalità di diffusione.