

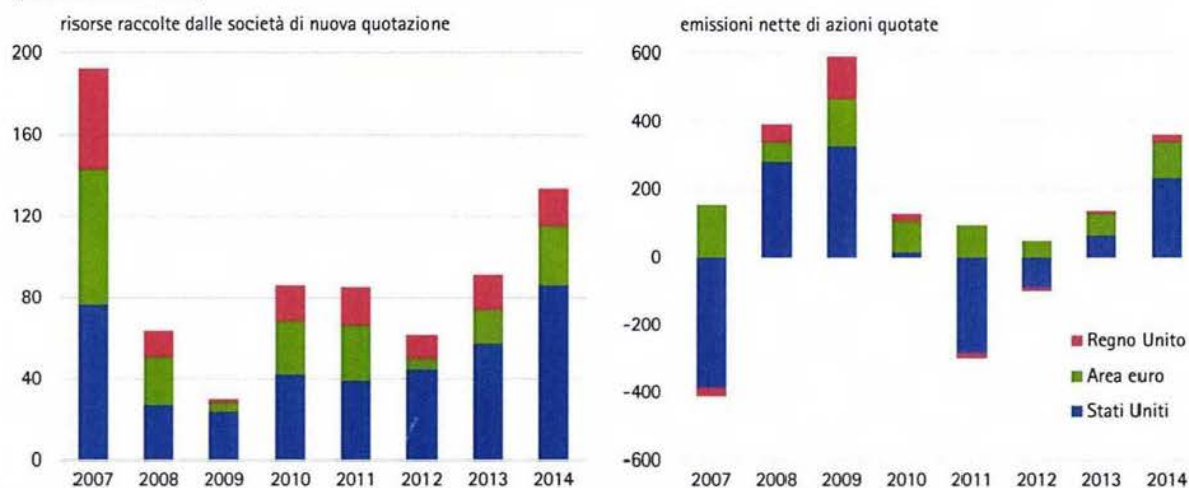
La vigilanza sull'informativa societaria III

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

Nel 2014 le risorse raccolte con operazioni di quotazione nelle principali borse delle economie avanzate, pur rimanendo inferiori ai livelli del 2007, hanno superato i 130 miliardi di dollari, segnando un tasso di crescita sostanzialmente in linea con quello registrato l'anno precedente (rispettivamente, poco più del 46 per cento e 49 per cento circa). Risultano sensibilmente aumentate anche le emissioni nette di azioni quotate, che a fine 2014 si sono attestate attorno ai 360 miliardi di dollari (Fig. 84).

In particolare, rispetto al 2013 la raccolta di risorse da parte delle società di nuova quotazione ha sperimentato un significativo aumento sia nell'Area euro sia negli Stati Uniti (rispettivamente, +74 e +50 per cento circa), mentre è rimasta sostanzialmente stabile nel Regno Unito. Le emissioni nette di azioni quotate mostrano l'incremento maggiore negli Stati Uniti, che a fine 2014 hanno registrato un saldo di circa 233 miliardi di dollari, pari a 2,5 volte il dato riferibile al 2013.

Fig. 84 Risorse raccolte tramite Ipo ed emissioni azionarie nette nelle principali economie avanzate (miliardi di dollari USA)

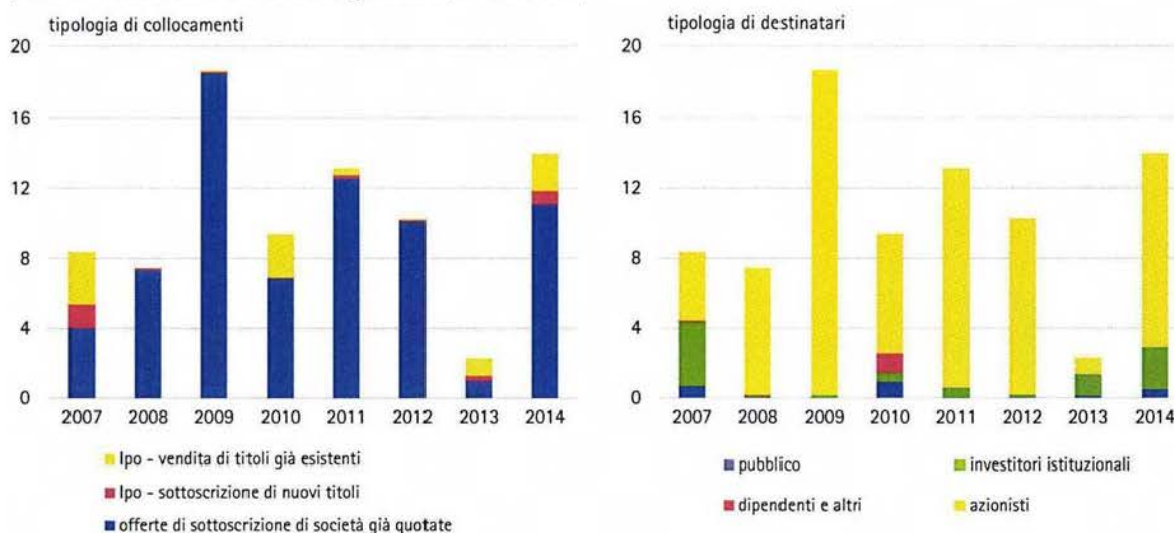


La raccolta sul mercato statunitense si riferisce ai collocamenti sul NYSE e sul NASDAQ. Elaborazioni su dati World Federation of Exchanges e London Stock Exchange (risorse raccolte); Fed, BCE e Bank of England (emissioni nette).

Nei mercati italiani la raccolta dei capitali di rischio ha esibito una dinamica coerente con quella internazionale, registrando collocamenti di azioni e obbligazioni convertibili pari a circa 14 miliardi di euro (circa 6 volte l'ammontare collocato l'anno precedente; Fig. 85). In particolare, hanno segnato un incremento significativo le risorse raccolte tramite offerte di sottoscrizione di società già quotate destinate agli azionisti (11 miliardi di euro), prevalentemente riferibili agli aumenti di capitale effettuati dalle banche italiane in vista dell'*Asset quality review* e dello stress test propedeutici all'avvio del *Single supervisory mechanism* (9,4 miliardi di euro; si veda il Capitolo IV, 'Le banche e le assicurazioni', parte B).

È altresì aumentato il controvalore complessivo delle offerte finalizzate alla quotazione, che si è portato a 2,9 miliardi di euro, più del doppio rispetto al 2013 (1,3 miliardi); quasi il 93 per cento del totale è costituito dalle offerte finalizzate all'ammissione sull'MTA (2,7 miliardi).

Fig. 85 Collocamenti complessivi di azioni e obbligazioni convertibili quotate sul mercato italiano
(emissioni di nuovi titoli e vendita di titoli già esistenti; miliardi di euro)



Fonte: Borsa Italiana.

In particolare, nel 2014, le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni nei mercati azionari gestiti da Borsa Italiana sono state complessivamente 26 (16 nell'anno precedente). Di queste, cinque sono relative alla quotazione nel Mercato telematico azionario (MTA; per l'attività di vigilanza sull'approvazione dei relativi prospetti si rimanda al paragrafo successivo) e 21 all'ammissione alle negoziazioni nell'AIM Italia/MAC (Tav. 37).

La dimensione delle offerte e delle imprese è cresciuta rispetto all'anno precedente, sebbene non siano ancora stati eguagliati i livelli registrati nel 2007. In particolare la capitalizzazione complessiva delle società che si affacciano alla quotazione, calcolata al prezzo d'offerta, è stata pari a

6,9 miliardi di euro (3,4 nel 2013); l'87 per cento circa della quota *ante* offerta è riferibile alle imprese dell'MTA (6 miliardi di euro).

Anche il peso del controvalore dell'offerta sulla capitalizzazione post offerta è cresciuto rispetto agli anni precedenti, attestandosi attorno al 39 per cento circa, ossia al valore più alto dopo quello registrato nel 2007.

Tav. 37 Offerte finalizzate all'ammissione a quotazione di titoli azionari da parte di società italiane
(valori monetari in milioni di euro)

	numero società	capitalizzazione <i>ante</i> offerta ¹	controvalore offerta		totale	<i>peso sulla capitalizzazione post offerta</i> ²
			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	10	8.354	46	2.636	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	312	1.032	1.344	35,9
2014	26	6.865	765	2.175	2.940	38,5

Fonte: Consob e Borsa Italiana. Confronta Note metodologiche. Sono incluse le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'AIM Italia/MAC dal 2012 e sui singoli MTF nei periodi precedenti all'accorpamento. Sono inclusi i dati relativi ai seguenti collocamenti all'estero contestuali all'Ipo in Italia: l'offerta di Enel Green Power in Spagna nel 2010 (71 milioni di euro circa) e quella di Moncler in Giappone nel 2013 (68 milioni di euro circa). ¹ Capitalizzazione delle società ammesse a quotazione, calcolata sulla base del prezzo di offerta e del numero di azioni *ante* offerta. ² In rapporto alla capitalizzazione *post* quotazione, misurata al prezzo di offerta. Valori in percentuale, ponderati per l'ammontare delle offerte.

La struttura delle operazioni effettuate nel 2014 evidenzia una maggiore propensione, principalmente da parte delle società di minori dimensioni, alla realizzazione di aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione al fine di costituire il flottante necessario all'ammissione alle negoziazioni sull'AIM Italia/MAC (18 offerte, corrispondenti al 5,4 per cento delle risorse raccolte tramite Ipo).

Tre delle società di maggiori dimensioni, alle quali è riferibile quasi il 63 per cento sia della capitalizzazione *ante* offerta sia del controvalore dei collocamenti, hanno realizzato la quotazione sull'MTA attraverso la vendita di azioni (Opv). Nel dettaglio le Opv (escludendo le opzioni di *overallotment/greenshoe*) hanno riguardato circa 165 mila azioni Anima Holding (55 per cento del capitale sociale dell'emittente), poste in vendita dagli azionisti Bpm, Lauro, Bmps e PH2; circa 182 mila azioni ordinarie FinecoBank, (30 per cento del capitale), poste in vendita dall'azionista UniCredit Spa; 83 mila azioni ordinarie RaiWay, (30,51 per cento del capitale sociale dell'emittente), poste in vendita dall'azionista Rai Spa.

Le rimanenti cinque società, alle quali è riferibile il 31,7 per cento dell'ammontare totale delle Ipo, hanno scelto di collocare i propri titoli tramite offerta di vendita e sottoscrizione (Opvs). Le due operazioni più consistenti, finalizzate all'ammissione sull'MTA, hanno riguardato l'offerta di 84 mila azioni Cerved, in parte rivenienti dall'aumento di capitale e in parte poste in vendita dall'azionista Chopin Holding Sarl, e l'offerta di circa 704 mila azioni Fincantieri, in

parte rivenienti dall'aumento di capitale e in parte poste in vendita dall'azionista Fintecna Spa.

Nel 2014 è aumentata la partecipazione degli investitori *retail* alle offerte finalizzate alla quotazione, come si evince dall'aumento della quota riservata al pubblico indistinto (17 per cento circa a fronte di poco più del 7 per cento nel 2013). Resta preponderante, tuttavia, il ruolo degli investitori istituzionali, sebbene la quota loro assegnata si sia ridotta di circa 10 punti percentuali (passando dal 93 per cento circa nel 2013 all'83 per cento nel 2014; Tav. 38).

Le aspettative positive circa la crescita di interesse degli investitori verso le società domestiche non trovano conferma nell'andamento del rapporto tra domanda e offerta, in netto calo rispetto al biennio precedente. Tale rapporto permane, tuttavia, su livelli nettamente superiori a quelli registrati nel periodo 2008-2011, in particolare per quanto riguarda i collocamenti destinati al pubblico indistinto.

Tav. 38 Società italiane ammesse a quotazione: esiti delle offerte

	quota assegnata ¹			rapporto domanda/offerta ²	
	pubblico	investitori istituzionali	altri soggetti ³	offerta pubblica	offerta istituzionale
2007	16,6	24,4	57,7	2,8	4,0
2008	10,4	46,0	28,0	1,0	1,1
2009	6,9	88,4	4,7	1,0	4,0
2010	75,6	24,4	--	1,0	1,4
2011	6,8	92,9	0,3	1,0	1,9
2012	10,0	90,0	--	6,2	16,5
2013	7,2	92,8	...	11,0	21,3
2014	17,3	82,7	--	3,9	3,2

Fonte: Consob e Borsa Italiana. Confronta Note metodologiche. Sono incluse le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'AIM Italia/MAC dal 2012 e sui singoli MTF nei periodi precedenti all'accorpamento. I dati relativi al collocamento di Enel Green Power in Spagna nel 2010 (71 milioni di euro circa) sono inclusi nell'ambito della quota pubblica. I dati relativi al collocamento di Moncler in Giappone nel 2013 (68 milioni di euro circa) sono inclusi nell'ambito della quota istituzionale. ¹ Medie ponderate per il valore delle offerte; valori in percentuale. ² Le medie del rapporto domanda/offerta sono calcolate con riferimento alle sole offerte in cui sono noti sia i dati della parte pubblica sia quelli della parte istituzionale. ³ Si tratta di soggetti nominativamente indicati ai quali viene riservato un certo ammontare di azioni anche in virtù di accordi precedenti alla quotazione.

Lo sviluppo dei mercati azionari italiani, e in particolare l'accesso delle piccole e medie imprese ai capitali di rischio, è un tema al quale la Consob ha continuato a riservare attenzione anche nel corso del 2014, nell'ambito del progetto denominato 'PiùBorsa'. Il progetto, avviato sulla base del *memorandum* di intesa siglato tra i partecipanti del Gruppo di Lavoro 'Ammissione alla quotazione delle Pmi: interventi di incentivazione, ruolo dei mercati e degli operatori', è volto a stimolare sia l'interesse delle imprese alla raccolta di capitale di rischio sia la domanda di titoli azionari da parte degli investitori (Riquadro 8).

Riquadro 7

Gli sviluppi del progetto 'PiùBorsa' nel corso del 2014

Nel corso del 2014 la Consob, nell'ambito del progetto 'PiùBorsa', ha elaborato proposte di semplificazione della disciplina su informazione societaria, *corporate governance* e contendibilità degli assetti proprietari. Alcune di queste proposte sono successivamente confluite (con gli opportuni adattamenti) nel d.l. 91/2014, convertito con modificazioni nella legge 116/2014 (cosiddetto 'decreto competitività').

Il decreto ha abrogato il divieto di emissione di azioni con diritto di voto plurimo, in precedenza disciplinato dall'articolo 2351, comma 4, c.c. e ha introdotto l'art. 127-*quinquies* del Tuf, che consente di attribuire un diritto di voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, alle azioni appartenute a uno stesso azionista per almeno 24 mesi. È stato inoltre ridotto l'ammontare minimo del capitale sociale necessario per costituire una Spa ed è stata resa pienamente operativa la facoltà per le società chiuse di utilizzare gli IAS/IFRS ai fini della redazione del bilancio di esercizio. L'emissione di azioni a voto plurimo, ove accompagnata da adeguati presidi a tutela dei soci di minoranza, può favorire la quotazione in borsa e l'effettuazione di operazioni di ricapitalizzazione efficienti. La riduzione dell'ammontare minimo del capitale sociale delle Spa consente di allineare tale valore a quanto previsto dagli ordinamenti dei principali Stati membri dell'UE. L'adozione dei principi contabili internazionali, che devono obbligatoriamente essere utilizzati per la redazione del bilancio delle società quotate, consente invece di avvicinare la struttura organizzativo-contabile delle società chiuse a quella delle quotate, rendendo più agevole la possibile quotazione o comunque l'accesso al mercato dei capitali.

Nell'ambito del progetto 'PiùBorsa', inoltre, sono state approfondite possibili misure di incentivazione fiscale dirette ad agevolare il processo di quotazione. In linea con tali approfondimenti, il Decreto Competitività ha rafforzato il meccanismo dell'ACE (Aiuto alla crescita economica), prevedendo che l'incremento patrimoniale rilevante su cui si applica il coefficiente di detassazione sarà incrementato del 40 per cento per il periodo di imposta in cui avviene l'ammissione a quotazione e per i due esercizi successivi. La struttura dell'intervento ha anche l'effetto di privilegiare operazioni di Ipo che comportino un ampliamento dei mezzi propri dell'impresa, anziché risolversi in una mera vendita sul mercato delle azioni.

I partecipanti al progetto 'PiùBorsa' hanno altresì elaborato possibili interventi dal lato della domanda, individuando strumenti di incentivazione a favore degli investitori in società quotate (quali detassazione integrale dei *capital gains* e dividendi per gli investitori istituzionali nella fase *post* quotazione).

Sono in corso di elaborazione ulteriori misure di intervento normativo miranti a ridurre i costi indiretti di quotazione - connessi con il mantenimento dello status di società quotata - attinenti in particolare alla *corporate governance* delle società quotate e, più specificamente, al sistema dei controlli interni.

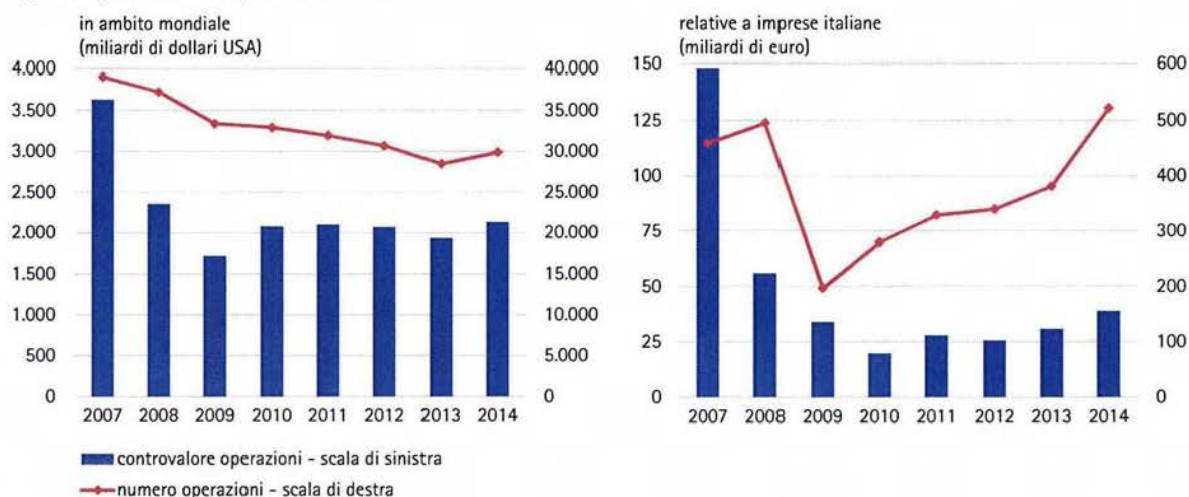
È allo studio, inoltre, l'attivazione di un fondo di fondi dedicato alle Pmi, in grado di valorizzare il ruolo degli investitori istituzionali sia nella fase di apertura al mercato da parte delle imprese sia dopo la quotazione, sul mercato secondario.

In collaborazione con la società di gestione del mercato e con le principali associazioni di categoria partecipanti al Progetto, infine, la Consob ha avviato iniziative volte a favorire la diffusione di *best practices* in materia di offerta e/o di ammissione alla quotazione, nonché di servizi di consulenza e assistenza specifici, promossi dai principali operatori del mercato, tesi a ridurre i costi connessi con il processo di *listing*.

Nel 2014 il mercato delle operazioni di fusione e acquisizione (M&A) a livello mondiale ha mostrato segnali di ripresa, dopo il calo delle operazioni e del relativo controvalore sperimentati, sia pure a fasi alterne, a partire dal 2007. In particolare il numero delle operazioni è risultato pari a quasi 30 mila (+5 per cento circa rispetto al 2013), mentre il controvalore è apparso significativamente in crescita, registrando il valore più alto dal 2008 (oltre 2 mila miliardi di dollari, corrispondenti a un incremento dell'11 per cento circa rispetto all'anno precedente; Fig. 86).

Il mercato italiano conferma l'andamento positivo delle operazioni di M&A, registrando una crescita delle fusioni e acquisizioni che hanno coinvolto imprese domestiche pari al 37 per cento (da 381 nel 2013 a 522), il dato più alto dell'ultimo decennio. Anche il controvalore delle transazioni appare sensibilmente aumentato, essendo passato da 31 a 39 miliardi di euro circa (+25,9 per cento), sebbene permanga su livelli nettamente inferiori a quelli del 2007.

Fig. 86 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 di strumenti azionari

Nel 2014 la Commissione ha approvato 32 prospetti relativi ad ammissione a quotazione e aumenti di capitale, due giudizi di equivalenza e 17 offerte di titoli non quotati di emittenti italiani (Tav. 39).

In particolare, 15 società hanno richiesto l'approvazione del prospetto di offerta e ammissione alla quotazione ai fini della relativa pubblicazione. Di queste sono state ammesse a quotazione Anima Holding, Cerved, FincoBank, Fincantieri e RaiWay.

In cinque casi il procedimento di approvazione si è estinto su richiesta dell'emittente, che si è riservato comunque di continuare a monitorare la situazione dei mercati finanziari al fine di promuovere l'offerta successivamente nel corso del 2015. Un'operazione di Ipo è stata strutturata prevedendo unicamente l'offerta nei confronti di investitori istituzionali: l'emittente ha pertanto richiesto l'approvazione di un prospetto di mera quotazione nell'ambito del quale sono state comunque descritte le caratteristiche dell'offerta e delle relative condizioni economiche. Nei restanti nove casi, ad esito delle istruttorie svolte, la Consob ha autorizzato i relativi prospetti di offerta e ammissione a quotazione. Quattro emittenti, tuttavia, hanno deciso di ritirare l'offerta iniziale a causa della volatilità dei mercati e dell'insufficiente domanda da parte degli investitori, mentre cinque operazioni sono andate a buon fine.

Tav. 39 Vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti azionari
(numero prospetti informativi)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ammissione a quotazione di titoli azionari ¹	6	7	7	2	5	15
<i>di cui tramite offerta</i>	1	2	5	2	3	11
giudizi di equivalenza	2	4	6	7	6	2
aumenti di capitale in opzione ai soci ²	23	16	23	7	11	17
altre offerte ³	--	--	--	1	1	--
offerte di titoli non quotati di emittenti italiani ⁴	28	29	31	24	10	17
<i>totale</i>	<i>59</i>	<i>56</i>	<i>67</i>	<i>41</i>	<i>33</i>	<i>51</i>

Fonte: Consob. ¹ I dati riguardano le operazioni per le quali è stato concesso nel corso dell'anno il nullaosta 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.

La Commissione ha svolto le valutazioni di propria competenza in relazione ai provvedimenti di revoca dalla quotazione adottati da Borsa Italiana e riguardanti, tra le altre, quattro società già sospese dalle negoziazioni a tempo indeterminato in quanto sottoposte a procedure concorsuali (CdC Point in liquidazione, Aicon in fallimento, Antichi Pellettieri in liquidazione e Montefibre in liquidazione).

Ai fini delle proprie valutazioni la Consob ha tenuto conto di eventuali elementi informativi diversi da quelli considerati dalla società di gestione dei mercati nonché delle finalità di tutela degli investitori, di trasparenza e ordinato svolgimento delle negoziazioni, riscontrando in tutti i casi l'assenza dei presupposti per l'esercizio del potere di vietare l'esecuzione della decisione di revoca dalle negoziazioni, ai sensi dell'art. 64, comma 1-*bis*, lett. a), del Tuf.

Nel 2014, due 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 che la Consob ha giudicato equivalenti al prospetto informativo

dalla Consob. Il primo è stato emesso in relazione alla fusione transfrontaliera per incorporazione di Fiat Spa in Fiat Investment Nv, società che dal momento dell'efficacia della fusione ha assunto la denominazione di Fiat Chrysler Automobiles Nv (FCA); il secondo si riferiva, invece, alla fusione per incorporazione di Raggio di Luna Spa in Bastogi Spa.

In particolare, la Commissione ha giudicato equivalente al prospetto il documento informativo riguardante la fusione transfrontaliera fra Fiat Spa e la società interamente controllata Fiat Investment Nv, operazione di riorganizzazione societaria del Gruppo Fiat che ha condotto, all'esito del processo, alla costituzione di una società con sede legale nei Paesi Bassi e sede operativa nel Regno Unito, Fiat Chrysler Automobiles Nv (FCA), con azioni quotate in Italia, sul segmento MTA, e sul New York Stock Exchange, negli Stati Uniti. A Fiat Chrysler Automobiles sono state ricondotte tutte le attività operative facenti parte del Gruppo Fiat.

La fusione, parimenti all'operazione similare di integrazione avvenuta nel 2013 che ha portato alla nascita di CNH Industrial Nv, ha coinvolto una società di diritto italiano e una società di diritto olandese (FCA); in ragione delle nuove azioni, emesse al servizio della fusione e ammesse alle negoziazioni sul MTA, l'operazione ha richiesto l'attivazione di un processo di collaborazione con l'Autoriteit Financiële Markten (AFM), Autorità di vigilanza del mercato finanziario olandese.

Il documento informativo, integrato secondo le richieste della Consob, ha posto in rilievo i profili di rischio connessi all'operazione di riorganizzazione societaria, soprattutto alla circostanza che gli ex azionisti di Fiat 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 Fiat Chrysler e quelli spettanti alle azioni Fiat. Una dettagliata rappresentazione, infine, è stata dedicata al meccanismo di voto basato sulle Azioni a Voto Speciale e del ruolo dell'azionista di controllo Exor. Hanno, inoltre, trovato ampia evidenziazione i profili di rischio legati all'attuazione del nuovo piano industriale per il Gruppo FCA per il periodo 2014-2018, con particolare attenzione al disallineamento tra i tassi di crescita dei volumi del Gruppo Fiat, nelle diverse aree geografiche in cui il Gruppo opera, attesi nell'arco di piano e quelli corrispondenti riferiti all'intero settore automobilistico mondiale.

Nel corso dell'anno, la Commissione ha approvato 17 prospetti informativi relativi ad aumenti di capitale. Le operazioni di ricapitalizzazione più rilevanti sono state quelle degli emittenti bancari quotati, soprattutto in conseguenza dell'entrata in vigore del nuovo sistema di vigilanza bancario europeo e delle verifiche propedeutiche allo stesso. In particolare hanno proceduto ad aumentare il proprio capitale sette banche quotate.

Si tratta di Banca Monte dei Paschi di Siena, Banco Popolare, Banca Popolare di Milano, Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Banca Popolare di Sondrio, Credito Valtellinese e Banca Carige.

Sono proseguite, poi, le operazioni di ricapitalizzazione di emittenti quotati in situazione di tensione finanziaria nell'ambito di più complessi

progetti di risanamento aziendale (quali, ad esempio, la manovra concordataria di Seat Pagine Gialle) nonché delle operazioni di rafforzamento patrimoniale finalizzate al perseguimento di nuovi progetti di investimento industriale (Isagro, Trevi Finanziaria, Cattolica Assicurazioni) o di progetti di semplificazione della struttura societaria (Italcementi) o finanziaria dell'emittente in questione (Beni Stabili).

Nell'ambito delle ricapitalizzazioni degli emittenti bancari è emblematico, per la complessità dell'operazione e dei profili di rischio rappresentati nel prospetto informativo, l'aumento di capitale deliberato da Banca Monte dei Paschi di Siena (MPS) il 21 maggio 2014, di ammontare pari a 5 miliardi di euro.

L'aumento di capitale, secondo quanto emerge dal prospetto informativo, risultava finalizzato a rimborsare i nuovi strumenti finanziari sottoscritti dal Ministero dell'Economia e delle Finanze e a creare le condizioni patrimoniali tali da consentire a MPS di assorbire gli eventuali impatti negativi del *comprehensive assessment* (CA) condotto dalla BCE.

Il prospetto approvato dalla Commissione ad esito del processo istruttorio ha evidenziato diversi profili di rischio relativi, rispettivamente, agli esiti del CA e agli effetti degli utilizzi del buffer di capitale aggiuntivo nel caso di impatti negativi del CA nonché alla mancata realizzazione del piano di ristrutturazione, approvato dalla Commissione europea, e del corrispondente piano industriale per il periodo 2013-2017. Con riferimento a quest'ultimo aspetto, è stata riportata l'illustrazione delle risultanze dell'analisi di sensitività, finalizzata a dar conto degli impatti sugli obiettivi del piano, di taluni eventi occorsi successivamente alla sua approvazione (per ulteriori dettagli in merito alla vigilanza sugli emittenti bancari si veda il paragrafo successivo).

La Commissione ha approvato anche 12 prospetti di offerta corrispondenti ad aumenti di capitale da parte di banche non quotate. A fronte del deterioramento degli attivi, conseguente alle maggiori difficoltà della clientela di onorare gli impegni assunti, molti istituti di credito hanno provveduto a effettuare rilevanti svalutazioni dei crediti deteriorati e a costituire maggiori accantonamenti per far fronte alle perdite potenziali.

Sono stati inoltre approvati prospetti di offerta relativamente a operazioni poste in essere da talune società industriali non quotate: Funivie Folgarida Marilleva, Fondi Rustici e Meridiana.

Nel 2014 sono stati autorizzati quattro prospetti informativi finalizzati all'offerta pubblica di sottoscrizione di azioni di costituende banche. La peculiarità del tessuto industriale italiano, composto prevalentemente da piccole e medie imprese, continua a mantenere viva l'aspirazione delle realtà locali a fare leva sulla costituzione di banche di credito cooperativo o di banche popolari dedicate allo sviluppo del territorio di riferimento. Come di consueto, l'attività di vigilanza della Consob ha tenuto conto dell'elevato rischio connesso a tali iniziative. Nell'ambito di tali operazioni, infatti, i risparmiatori sono chiamati a investire in realtà non

ancora costituite e soggette a un iter di formazione 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 di autonomia decisionale delle sedi secondarie dei comitati promotori in cui era possibile aderire all'offerta pubblica. Oggetto di attenzione è stata altresì la verifica della trasparenza e della 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 codice civile, per lo sviluppo dell'iniziativa.

3 La vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti *non equity*

Con riferimento alle offerte al pubblico e/o alle ammissioni alle negoziazioni di strumenti finanziari comunitari *non equity*, nel corso del 2014 la Commissione ha rilasciato il provvedimento di approvazione di oltre 900 prospetti informativi, di cui 313 riconducibili a prestiti obbligazionari (cinque di società non finanziarie e 308 di emittenti bancari sia italiani sia esteri), 58 a *covered warrant* e *certificates* e 537 a Oicr (Tav. 40).

Tav. 40 Vigilanza in materia di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni di strumenti *non equity*
(numero prospetti informativi)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
prestiti obbligazionari	748	655	777	535	517	313
di cui: <i>prospetti base</i>	472	405	416	286	196	148
<i>prospetti informativi</i>	36	24	14	7	3	8
<i>documenti di registrazione e supplementi</i>	240	226	347	242	327	157
<i>covered warrant</i> ¹ e <i>certificates</i>	102	27	66	52	104	58
ammissione a quotazione di <i>warrant</i>	10	--	--	--	--	1
Oicr ²	337	380	330	415	478	537
<i>totale</i>	<i>1.197</i>	<i>1.062</i>	<i>1.173</i>	<i>1.002</i>	<i>1.009</i>	<i>909</i>

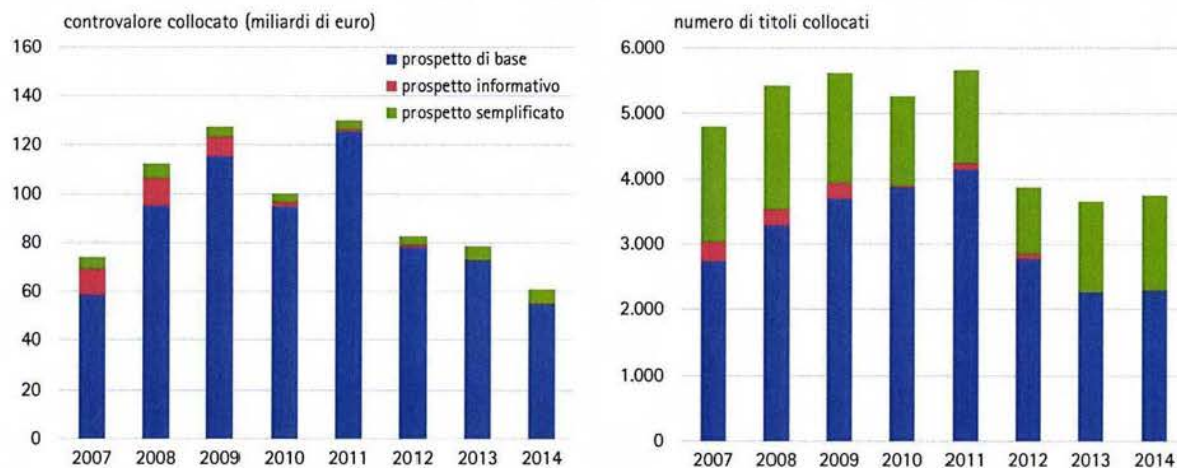
Fonte: Consob. ¹ Numero di prospetti approvati nel corso dell'anno, ognuno dei quali normalmente riguarda l'emissione di più 'serie' di *covered warrant*. Il totale include 34 prospetti di base, 5 documenti di registrazione e 65 supplementi. ² Il dato comprende le offerte al pubblico di quote di fondi 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.

Il dato conferma la dinamica decrescente del numero dei prospetti base approvati già riscontrata a partire dal 2012. Le modifiche regolamentari intervenute in quell'anno, infatti, avevano innalzato la soglia rilevante per l'adozione del regime semplificato di cui all'art. 34-ter, comma 4 del Regolamento Emittenti.

I volumi collocati relativi alle offerte concluse nel corso del 2014 mostrano una sostanziale riduzione rispetto all'anno precedente (circa 60,9 miliardi di euro contro 78,5 miliardi nel 2013), a fronte di una lieve crescita nel numero di titoli offerti (3.750 a fronte di circa 3.700 nel 2013; Fig. 87).

In particolare gli emittenti hanno segnalato circa 2.290 emissioni effettuate a valere su prospetti approvati da Consob (poco meno di 2.300 nel 2013) e circa 1.460 emissioni tramite prospetti semplificati (circa 1.400 nel 2013).

Fig. 87 Offerte di obbligazioni, *certificates* e *covered warrant* di banche italiane per tipologia di documento

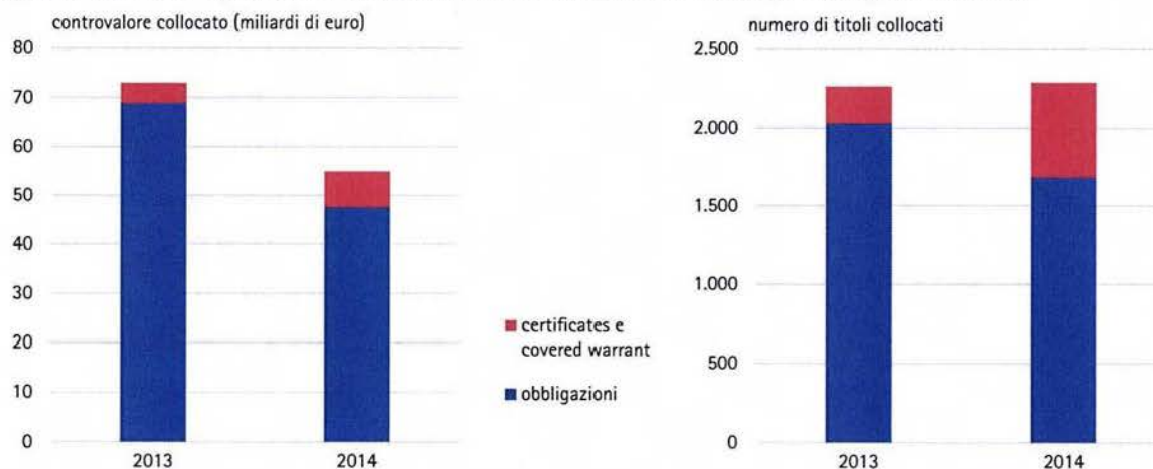


Fonte: Consob.

Con particolare riferimento alla tipologia di strumento, nel 2014 le emissioni di *certificates* e *covered warrants* hanno sperimentato un significativo incremento rispetto all'anno precedente.

In particolare, le offerte realizzate a valere su prospetti approvati da Consob nel corso del 2014 risultano pari a circa 7,6 miliardi di euro (4,2 miliardi nel 2013), per un numero di titoli offerti superiore alle 600 unità (237 nel 2013; Fig. 88).

Fig. 88 Offerte di obbligazioni, *certificates* e *covered warrant* di banche italiane per tipologia di strumento



Fonte: Consob.

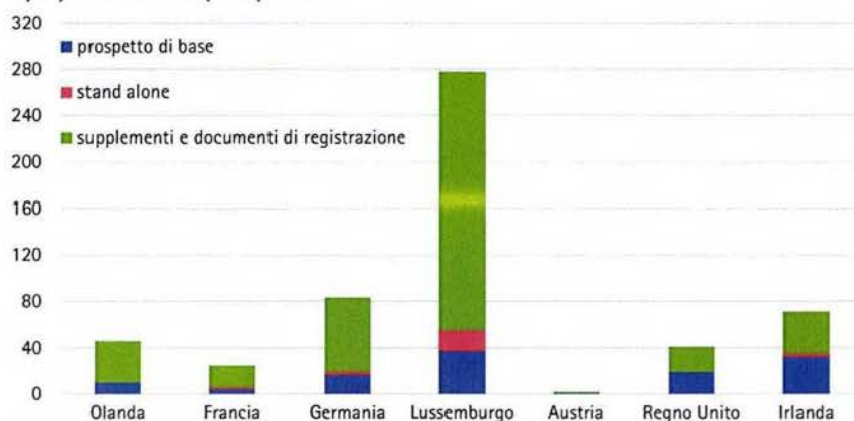
Con riferimento agli strumenti finanziari comunitari *non equity* di società finanziarie, nel corso dell'anno la Consob ha verificato la completezza documentale e la regolarità del certificato di approvazione di 546 documenti (727 nel 2013) approvati da autorità dell'Unione Europea e da queste notificati alla Consob, ai sensi della Dir. 71/2003/CE (872 nel 2012). Tali documenti sono riconducibili alle seguenti tipologie: 119 prospetti di base (22 per cento del totale), 26 prospetti (5 per cento) e 401 supplementi (73 per cento; Fig. 89).

Nel corso del 2014 sono stati inoltre offerti al pubblico in Italia e/o ammessi a negoziazione presso mercati regolamentati italiani 869 valori mobiliari di società finanziarie riferiti a *final terms* trasmessi alla Consob e relativi a prospetti di base previamente passaportati (1.280 nel 2013).

Nel corso dell'anno la Commissione ha infine autorizzato quattro soggetti (dieci nel 2013) a procedere, nei limiti di quanto previamente comunicato, con cinque emissioni (14 nel 2013) di Titoli di Risparmio per l'Economia Meridionale.

Nonostante il d.l. 66/2014, pubblicato nel corso dell'anno, abbia mantenuto inalterato il trattamento fiscale agevolato applicabile ai Titoli di Risparmio per l'Economia Meridionale, lasciando invariata la vigente aliquota agevolata del 5 per cento, il controvalore collocato è risultato pari a 46,7 milioni di euro, in netto calo rispetto ai 186,6 milioni collocati nel 2013.

Fig. 89 Offerta al pubblico e/o ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari *non equity* - documenti 'passaportati'



Fonte: Consob.

La vigilanza sull'informativa resa nel prospetto in occasione dell'offerta al pubblico e/o dell'ammissione alla negoziazione sui mercati regolamentati di strumenti *non-equity* emessi da banche, e connotati da profili di particolare complessità, è stata ulteriormente potenziata nel corso del 2014 anche nella prospettiva di rendere sinergica la vigilanza sull'informativa con quella effettuata in ordine alla prestazione dei servizi di investimento e al rispetto delle regole di condotta.

In quest'ottica, sono stati convocati i principali emittenti e offerenti al fine di acquisire informazioni e richiedere chiarimenti su una serie di aspetti connessi all'informativa fornita agli investitori nella documentazione d'offerta, con particolare riferimento alle caratteristiche dei prodotti (opzionalità specifiche, costi e modalità di offerta).

Peraltro, nel corso dell'anno, alla luce del nuovo quadro normativo dettato in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi e in materia di risoluzione delle crisi bancarie, molti istituti di credito hanno provveduto ad aggiornare la documentazione d'offerta in modo da dare adeguata evidenza dei rischi associati ai prodotti emessi da soggetti rientranti nell'ambito di applicazione della Direttiva 2014/59/UE.

Nel dettaglio, l'ampliamento della documentazione d'offerta di questi titoli è teso a dare corretta evidenza del fatto che, in ragione dell'applicazione del regime di *'bail-in'* previsto dalla citata Direttiva, le passività di un ente soggetto a risoluzione (ivi incluse, ad esempio, le obbligazioni bancarie non garantite, sia senior sia subordinate) potranno essere svalutate, con possibilità di azzeramento del valore nominale, nonché convertite in titoli di capitale da parte delle autorità di risoluzione designate.

È stata rafforzata, infine, la vigilanza sull'attività pubblicitaria relativa alle operazioni di offerta/ammissione alla negoziazione sui mercati regolamentati dei prodotti, a valere su prospetti domestici e passaportati in Italia nell'ambito del regime di validità transfrontaliera dei prospetti.

In particolare sono stati adottati interventi su messaggi pubblicitari diffusi ai fini dell'offerta/ammissione a quotazione di obbligazioni e strumenti derivati cartolarizzati. Detti interventi hanno riguardato, prevalentemente, operazioni relative a prodotti connotati da profili di complessità, talora emessi in valute estere, nonché oggetto di diretto classamento sui mercati regolamentati. Sono stati convocati, inoltre, alcuni tra i maggiori emittenti e offerenti al fine di richiamare detti soggetti all'osservanza delle raccomandazioni formulate dalla comunicazione Consob 11021864 del 24 marzo 2011 in materia di messaggi pubblicitari.

In particolare, le incongruenze riscontrate nei messaggi pubblicitari oggetto di intervento hanno prevalentemente riguardato: i) l'eccessiva enfasi, anche grafica, posta sul tasso cedolare lordo corrisposto, senza adeguata rappresentazione, talora, della circostanza che il rendimento effettivo dello strumento dipende anche dal prezzo di negoziazione dello stesso (sia in acquisto sia in vendita) sul mercato secondario (in ipotesi di diretto classamento sui mercati regolamentati), nonché della sussistenza di un rischio di cambio per le emissioni in valuta estera; ii) in relazione a prodotti a capitale non protetto e con profili di complessità, la carente rappresentazione della complessità e del rischio sotteso alla possibile perdita del capitale investito, spesso ridimensionato rispetto ai vantaggi pubblicizzati ovvero riportato con modalità grafiche difformi da quelle utilizzate per questi ultimi; iii) in ordine a strumenti finanziari derivati cartolarizzati a capitale non protetto correlati a eventi di credito relativi a panieri di società prescelte dall'emittente (cosiddetti *'credit linked'*),

la carente rappresentazione della rischiosità derivante dall'esposizione agli eventi di credito che possono verificarsi per i soggetti del paniere; iv) la mancata evidenziazione della sussistenza del rischio connesso al cosiddetto '*compounding effect*' in ordine a strumenti finanziari derivati cartolarizzati a leva (cosiddetti '*leverage*').

Gli interventi di vigilanza effettuati hanno comportato un tempestivo allineamento, da parte degli operatori, alle indicazioni fornite. In alcune occasioni gli emittenti, oltre ad avere provveduto a sanare le incongruenze rilevate, si sono impegnati ad adottare più articolate procedure di *compliance* interna, al fine di presidiare le modalità di redazione dei messaggi pubblicitari.

Con riguardo all'attività di vigilanza di trasparenza svolta sui prodotti finanziario-assicurativi, nel corso del 2014 sono stati depositati presso la Consob 485 prospetti (410 nel 2013), relativi a prodotti finanziari di tipo *unit-linked* (41 primi depositi e 329 aggiornamenti), *index-linked* (due primi depositi), capitalizzazione (28 primi depositi e 85 aggiornamenti; Tav. 41). L'attività di monitoraggio ha evidenziato 203 prospetti con potenziali criticità informative.

Tav. 41 Interventi di *enforcement* sui prodotti assicurativi svolti nel 2014

tipologia di contratto	prospetti depositati	prospetti oggetto di monitoraggio	interventi di vigilanza distinti per area			totale
			struttura finanziaria e rischio	scenari di rendimento	altro	
unit linked	370	201	146	46	106	298
index linked	2	0	85	--	2	87
capitalizzazione	113	2	--	--	--	--
<i>totale</i>	<i>485</i>	<i>203</i>	<i>231</i>	<i>46</i>	<i>108</i>	<i>385</i>

Fonte: Consob.

Le criticità sono sostanzialmente riconducibili alla corretta rappresentazione dell'informativa resa in merito alla struttura finanziaria e al profilo di rischio della proposta d'investimento, in relazione al grado di rischio e all'orizzonte temporale a essa connessi nonché ai rendimenti potenziali offerti dall'investimento.

Nei casi in cui è risultato necessario, le imprese di assicurazione hanno effettuato l'aggiornamento tempestivo dell'informativa agli investitori al fine di ripristinare la completezza e la coerenza tra i dati relativi alle dimensioni di rischiosità di cui ai tre pilastri informativi dell'approccio *risk-based*, dandone opportuna evidenza agli investitori, nei casi più rilevanti attraverso appositi avvertimenti sui siti internet.

Complessivamente durante l'anno le imprese di assicurazione hanno anche depositato presso la Consob 883 schede di 'informazioni specifiche', ossia proposte commerciali rappresentative di esempi d'investimento concreti, qualificati dalle informazioni chiave che concorrono a determinarne il profilo di rischio-rendimento.

Tale impostazione, in vigore dal luglio 2009, ha permesso alle imprese offerenti di descrivere in modo esaustivo anche le proposte in cui ai prodotti

finanziario-assicurativi sono associati taluni servizi/prodotti che comportano una modifica sostanziale del profilo di rischio-rendimento dell'investimento.

È proseguito, inoltre, il fenomeno di ristrutturazione delle cosiddette gamme di prodotti (ossia prospetti caratterizzati da un rilevante numero di proposte di investimento) con particolare riguardo alle proposte che prevedono particolari opzionalità o servizi di gestione con *switch* automatici nel tempo tra differenti tipologie di strumenti finanziari.

4 Le offerte al pubblico di acquisto e scambio

Nel corso del 2014 la Commissione ha consentito la pubblicazione di dieci documenti di offerta (otto nel 2013) relativi a sei offerte pubbliche di acquisto volontarie e a quattro offerte obbligatorie. Tutte le offerte svolte hanno avuto ad oggetto strumenti finanziari quotati, ossia in sette casi azioni negoziate nei mercati regolamentati, nei restanti tre casi, quote di fondi comuni di investimento mobiliare di tipo chiuso quotati sul segmento Fondi Chiusi del 'Mercato telematico degli *investment vehicles*' organizzato e gestito da Borsa Italiana Spa (Tav. 42).

Tav. 42 Strumenti finanziari oggetto di offerte pubbliche di acquisto e/o scambio per i quali è stata autorizzata la pubblicazione del documento d'offerta nel 2014

	su strumenti quotati	su strumenti non quotati	totale
volontarie totalitarie ¹	4	--	4
volontarie parziali ²	2	--	2
successive/obbligatorie	4	--	4
su azioni proprie	--	--	--
<i>totale</i>	<i>10</i>	--	<i>10</i>
<i>obbligo/diritto di acquisto³</i>	<i>3⁴</i>		

Fonte: Consob. ¹ In due casi le offerte hanno avuto ad oggetto quote di fondi comuni di investimento immobiliare di tipo chiuso quotati sul Miv. ² In entrambi i casi le offerte hanno avuto ad oggetto quote di fondi comuni di investimento immobiliare di tipo chiuso quotati sul Miv; si segnala che in un caso l'offerta non è andata a buon fine. ³ Nei casi di obbligo/diritto di acquisto non è stato redatto alcun documento di offerta in quanto l'informativa è stata diffusa al mercato tramite apposito avviso/comunicato stampa. ⁴ A seguito delle offerte, rispettivamente obbligatoria e volontaria totalitaria, promosse su Indesit e Cobra è stato esercitato l'obbligo di acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, del Tuf contestualmente il diritto di acquisto ai sensi dell'art. 111, comma 1, del medesimo decreto (cosiddetta 'procedura congiunta'). A seguito dell'offerta promossa su azioni Poltrona Frau, l'offerente ha inizialmente adempiuto all'obbligo di acquisto ex art. 108, comma 2, del Tuf, e, avendo raggiunto una partecipazione nel capitale dell'emittente superiore al 95 per cento, ha dato quindi luogo alla 'procedura congiunta'. In nessuno di tali casi il corrispettivo è stato determinato da Consob non essendosi verificati i relativi presupposti di legge.

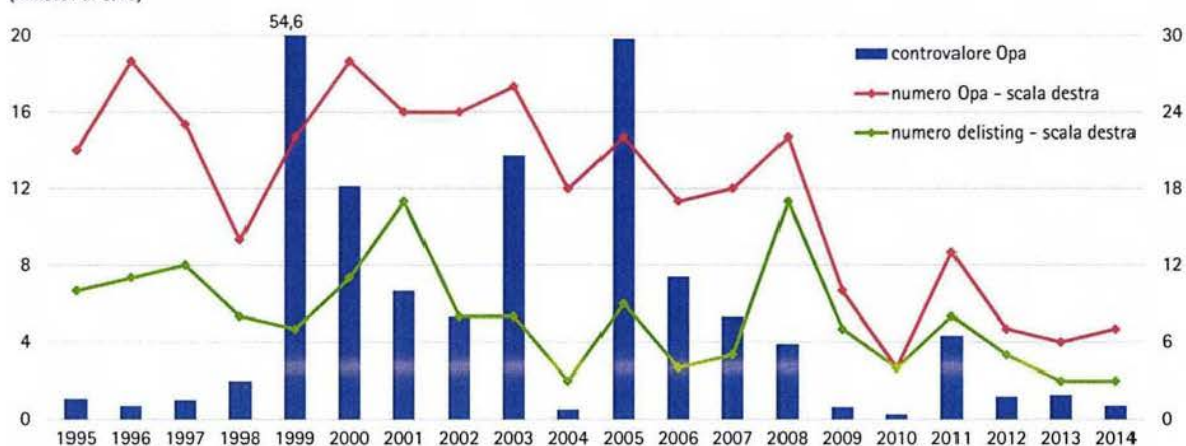
Nell'ambito delle offerte di acquisto volontarie, quattro offerte sono state di tipo totalitario e due di tipo parziale. Le offerte totalitarie hanno avuto ad oggetto azioni ordinarie, emesse rispettivamente da Acque Potabili, Società Aeroporto Toscano e Cobra Automotive Technologies, e in un caso quote del fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso quotato denominato 'Atlantic 1' gestito da IDEa FIMIT Sgr. Per quanto riguarda le offerte volontarie parziali, entrambe hanno

avuto ad oggetto quote di fondi comuni di investimento immobiliare di tipo chiuso (Unicredito Immobiliare Uno gestito da Torre Sgr e Fondo Europa Immobiliare 1 gestito da Vegagest Sgr). Peraltro, l'offerta relativa alle quote del Fondo Europa Immobiliare 1 non è andata a buon fine, non essendo stata soddisfatta la condizione sospensiva che subordinava l'efficacia dell'offerta alla circostanza che venisse conferito in adesione un quantitativo di titoli non inferiore al 30 per cento delle quote emesse dal fondo.

Relativamente alle quattro offerte obbligatorie (promosse su azioni Poltrona Frau, Aeroporto di Firenze, Bonifiche Ferraresi e Indesit), esse sono state promosse a seguito dell'acquisizione da parte degli offerenti (in esito al perfezionamento di accordi di compravendita) di quote del capitale delle società target superiori alla soglia del 30 per cento rilevante, ex art. 106, comma 1, del Tuf, ai fini del sorgere dell'obbligo di offerta.

Il numero di offerte aventi ad oggetto azioni emesse da società quotate è rimasto sostanzialmente stabile rispetto all'anno precedente (sette nel 2014 e sei nel 2013), a fronte di una flessione del valore complessivo di circa il 56 per cento (0,7 contro 1,3 miliardi di euro; Fig. 90).

Fig. 90 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.

In quattro casi (Indesit, Cobra, Poltrona Frau e Acque Potabili) l'obiettivo dell'operazione è stato il *delisting*. Pertanto, ad esito dell'operazione è stato adottato da parte di Borsa Italiana il relativo provvedimento di revoca dalla quotazione.

Tra le offerte effettuate nel corso dell'anno, cinque sono state promosse da soggetti indicati nell'art. 39-bis del Regolamento Emittenti (rispettivamente, sulle azioni Indesit, Bonifiche Ferraresi, Aeroporto di Firenze, Poltrona Frau e Acque Potabili). Nell'ambito di tali operazioni è stato pertanto predisposto dagli amministratori indipendenti dell'emittente, ai sensi del citato articolo, un parere motivato contenente le valutazioni sull'offerta e sulla congruità del corrispettivo.