

A: **Commissione Nazionale per le Società e la Borsa**
Divisione Strategie Regolamentari

Da: **GLG & Partners Studio Legale Associato**

Data: 1° marzo 2023

Oggetto: **Risposte al documento di consultazione relativo alla “Proposta di comunicazione avente ad oggetto “Operazioni di rafforzamento patrimoniale riservate ad un unico investitore: POC non standard, SEDA, SEF e altre operazioni aventi caratteristiche analoghe - Richieste ai sensi dell’art. 114, comma 5, del D.Lgs. n. 58/1998”, che sostituisce la Comunicazione n. DME/6083801 del 20 ottobre 2006 e la Comunicazione n. DEM/DME/DSG/8065325 del 10 luglio 2008”**

Spett.le Commissione Nazionale per le Società e la Borsa,

con la presente si trasmettono alcune considerazioni formulate da GLG & Partners Studio Legale Associato con riferimento al documento di consultazione pubblicato dalla Vostra Spettabile Autorità in data 14 febbraio 2023 riguardante la proposta di Comunicazione avente ad oggetto “Operazioni di rafforzamento patrimoniale riservate ad un unico investitore: POC non Standard, SEDA, SEF e altre operazioni aventi caratteristiche analoghe - Richieste ai sensi dell’art. 114, comma 5, del d.lgs. n. 58/1998”, in sostituzione della Comunicazione n. DME/6083801 del 20 ottobre 2006 e della Comunicazione n. DEM/DME/DSG/8065325 del 10 luglio 2008 (il “**Documento di Consultazione**”).

*

A) In primo luogo, pur comprendendo le ragioni di praticità a supporto della volontà di “disciplinare in modo organico gli obblighi informativi degli emittenti con azioni quotate sui mercati regolamentati connessi ai POC non standard, ai SEDA, ai SEF e a tutte le altre tipologie di operazioni aventi caratteristiche analoghe quali, ad esempio, quelle realizzate mediante assegnazione di warrant ad unico investitore”, si invita la Spettabile Autorità a voler riconsiderare l’estensione al POC della richiesta informativa riguardante l’eventuale “evidenza del fatto che

la responsabilità della valutazione sulla ricorrenza o meno dell'obbligo di prospetto di offerta, in caso di successiva rivendita, alla luce di quanto previsto dall'art. 100-bis del TUF, spetta all'investitore, all'emittente ove abbia un accordo con quest'ultimo per la rivendita delle azioni sul mercato nonché agli investitori qualificati che eventualmente acquisiscano successivamente i titoli ricollocandoli poi sul mercato", ciò in quanto nel caso del POC:

1) l'offerta riservata all'investitore – che di regola, nella prassi di tali operazioni, riveste la qualifica di “investitore qualificato” ex art. 2, par. 1, lett. e) del Regolamento UE 1129/2017 (c.d. “**Regolamento Prospetto**”) – ha ad oggetto le obbligazioni e il regolamento del POC prevede di regola restrizioni alla successiva rivendita di dette obbligazioni, in alcuni casi tali addirittura da far venir meno la qualifica di “titoli” ex art. 2, par. 1, lett. a) del Regolamento Prospetto per l'assenza del requisito della “negoziabilità nel mercato dei capitali” (come nel caso in cui sia previsto che le obbligazioni possano eventualmente circolare tra investitori qualificati appartenenti al medesimo gruppo del sottoscrittore delle obbligazioni). In tali casi, quando il sottoscrittore delle obbligazioni esercita il diritto di conversione dell'obbligazione ottenendo in concambio azioni quotate dell'emittente, la rivendita sul mercato ha ad oggetto un titolo (le azioni quotate dell'emittente) differente rispetto a quello inizialmente sottoscritto dall'investitore qualificato (le obbligazioni dell'emittente), e mancherebbe quindi l'elemento caratterizzante la disciplina dettata dal vigente art. 100-bis del TUF, ossia la rivendita di titoli che sono stati precedentemente oggetto di un collocamento riservato ad investitori qualificati in regime di esenzione da prospetto di offerta al pubblico. Si invita quindi a considerare se non occorra una previa modifica della norma primaria (l'art. 100-bis del TUF) prima di ritenere applicabile detta disciplina al caso del POC riservato ad un investitore qualificato;

2) quando il sottoscrittore delle obbligazioni esercita il diritto di conversione dell'obbligazione ottenendo in concambio azioni quotate dell'emittente e procede a rivenderle sul mercato, a ben vedere, la rivendita delle azioni quotate non costituirebbe una “offerta pubblica di titoli” ai sensi di quanto previsto dall'art. 205 del TUF, secondo cui “Le offerte di acquisto e di vendita di prodotti finanziari effettuate in mercati regolamentati, nei sistemi multilaterali di negoziazione e, se ricorrono le condizioni indicate dalla Consob con regolamento, da internalizzatori sistematici non costituiscono offerta al pubblico di prodotti finanziari né offerta pubblica di acquisto o di scambio ai sensi della parte IV, titolo IP”. Come evidenziato da autorevole dottrina, “tale scelta si giustificerebbe in ragione della struttura multilaterale ad asta competitiva dei mercati regolamentati, delle condizioni di trasparenza pre e post trade, nonché delle regole predeterminate, oggettive, trasparenti e, dunque, conosciute ex ante dai partecipanti medesimi che, di fatto, governano lo svolgimento degli scambi e assicurano la regolarità delle contrattazioni nell'ambito delle Trading venues” (ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 2021, e MONTELEONE, *Commento sub art. 205 TUF* in CAVALLARO, *Commentario al TUF*, 2021). La rivendita sul mercato ricadrebbe quindi in un'ipotesi di inapplicabilità dell'obbligo di pubblicazione di un prospetto di offerta.

* *

B) In secondo luogo, in un’ottica di semplificazione dei maggiori oneri informativi a carico degli emittenti destinatari della Comunicazione di cui al Documento di Consultazione, si invita l’Autorità di Vigilanza a valutare l’opportunità di concentrare le informazioni aggiuntive sull’operazione di POC/SEDA/SEF nel contesto della relazione illustrativa del consiglio di amministrazione ai sensi dell’art. 2441 e/o dell’art. 2420-*bis* del codice civile (e, per le quotate su mercati regolamentati, dell’art. 125-*ter* del TUF e degli artt. 70-72 del Regolamento Emittenti), piuttosto che in un apposito comunicato stampa da diffondersi senza indugio *ex art.* 17 del Reg. UE 596/2014 (“**MAR**”) all’esito della riunione consiliare dell’emittente di approvazione dell’accordo con l’investitore, ciò in ragione del fatto che:

1) dette informazioni aggiuntive sono funzionali a consentire agli azionisti dell’emittente un esercizio consapevole del diritto di voto in occasione della delibera assembleare funzionale all’approvazione dell’operazione, e la sede naturale del necessario *set* informativo per l’assemblea appare la relazione illustrativa da diffondersi prima dell’assemblea secondo le tempistiche previste dalla vigente normativa di legge e regolamentare;

2) l’efficacia dell’accordo con l’investitore chiamato a sottoscrivere l’emissione di strumenti finanziari al medesimo riservata è di regola condizionata alla previa assunzione da parte dell’assemblea dell’emittente delle delibere di emissione delle obbligazioni e/o delle azioni riservate alla sottoscrizione dell’investitore in questione e, quindi, sarebbe difficile ipotizzare un *vulnus* informativo ove dette informazioni non venissero inserite nel comunicato stampa da diffondersi all’esito della riunione consiliare dell’emittente di approvazione dell’accordo con l’investitore.

Tali considerazioni rimarrebbero ferme anche nel caso in cui l’operazione di emissione del POC o dell’aumento di capitale riservato all’investitore venisse deliberata dall’organo amministrativo ai sensi dell’art. 2443 del codice civile, in quanto in tal caso (i) per gli emittenti quotati su mercati regolamentati, tali informazioni potrebbero essere inserite nella relazione illustrativa da redigersi *ex artt.* 70, comma 7 e 72, comma 6 del Regolamento Emittenti e (ii) per gli emittenti con azioni negoziate su MTF (e, in genere, per tutti gli emittenti destinatari della Comunicazione in questione), tali informazioni potrebbero essere inserite nel comunicato stampa da diffondersi successivamente alla delibera consiliare di approvazione dell’operazione, anche in linea con quanto previsto dalla Comunicazione n. DEM/DME/DSG/8065325 del 10 luglio 2008.

* * *

C) In terzo luogo e, in via generale, si invita l’Autorità di Vigilanza a valutare l’opportunità di riconsiderare, in un’ottica di alleggerimento, i maggiori e gravosi oneri informativi che si intendono inserire a carico sia degli emittenti sia degli investitori sottoscrittori dei POC/SEDA/SEF (e comunque

raccomandare per quegli investitori che non supererebbero la prima soglia di rilevanza applicabile ai sensi dell'art. 120 del TUF) con la Comunicazione di cui al Documento di Consultazione, che – a tacer d'altro – rischierebbero di ridurre ulteriormente la competitività del mercato italiano rispetto a quello di altri Paesi europei (che hanno registrato negli ultimi anni la quotazione di emittenti italiani in precedenza quotati sul mercato regolamentato italiano), a causa dei maggiori obblighi informativi che verrebbero imposti dal Regolatore nazionale sugli operatori di mercato.

Si osserva infatti che l'inserimento sistematico di restrizioni ed obblighi informativi aggiuntivi in capo ad emittenti ed investitori (obblighi che verrebbero inoltre inseriti in una apposita Comunicazione ai sensi dell'art. 114, comma 5 del TUF e non nel Regolamento Emittenti, di maggiore visibilità per gli operatori internazionali rispetto alle molteplici e frammentate Comunicazioni *ex art.* 114, comma 5 del TUF) rischia di generare una disparità di opportunità per le società quotate italiane rispetto alle società con azioni quotate in altri mercati europei, le quali hanno spesso la possibilità di reperire capitali di rischio e di debito con minori vincoli di *compliance*. L'effetto che si è certi si voglia scongiurare, pur comprendendo l'importanza di un rafforzamento della trasparenza informativa, è quello di rendere meno competitivo il mercato domestico cercando di contenere i *delisting* e promuovendo le nuove quotazioni.

In ogni caso, ove l'Autorità di Vigilanza, all'esito dell'analisi di impatto di tali obblighi informativi aggiuntivi, ritenesse di confermare in gran parte il *set* informativo previsto dal Documento di Consultazione, si suggerisce l'opportunità di:

- 1) prevedere che le informazioni sull'operatività dell'investitore sui titoli sottoscritti e/o sulle azioni rivenienti da detti titoli (Paragrafo B del Documento di Consultazione) siano diffuse con le tempistiche di cui all'art. 152-*octies* del Regolamento Emittenti (*i.e.* entro la fine del 15° giorno del mese successivo a quello delle operazioni effettuate), anziché entro il più ristretto termine del 3° giorno di borsa aperta successivo al termine di ogni mese attualmente proposto (tra l'altro più stringente anche rispetto al diverso termine prescritto dall'art. 144-*bis.2* e dall'Allegato 3F del Regolamento Emittenti per l'operatività dell'emittente sui propri titoli);
- 2) eliminare la richiesta di inserire nei comunicati stampa da diffondere in occasione della emissione delle singole *tranches* del POC o dell'aumento di capitale “*un aggiornamento circa l'utilizzo delle risorse derivanti dalla tranche rispetto al fabbisogno finanziario netto complessivo dell'emittente (o del gruppo ad esso facente capo), inclusivo di debiti di qualunque natura, per i dodici mesi successivi alla data dell'assemblea o, nel caso in cui sia richiesta la pubblicazione di un prospetto informativo, rispetto all'informazione sul fabbisogno finanziario più aggiornata ivi riportata*” (Paragrafo 3.3 del Documento di Consultazione), trattandosi di informazioni – certamente gravose per gli emittenti e – non richieste in caso di ricorso ad altre forme di

finanziamento maggiormente onerose per gli emittenti (rispetto al reperimento di risorse tramite *equity* o prestiti convertibili in *equity*);

- 3) eliminare l'obbligo di riepilogo mensile dell'utilizzo del POC, in quanto detto riepilogo è già richiesto in occasione dei comunicati stampa da diffondere per ciascuna emissione di *tranche* del POC e per ciascuna emissione di azioni rivenienti dalla conversione delle obbligazioni;
- 4) precisare se la comunicazione di variazione del capitale sociale richiesta dal Paragrafo 3.2 del Documento di Consultazione in occasione del comunicato stampa da diffondere per ciascuna emissione di azioni rivenienti dalla conversione delle obbligazioni debba intendersi sostitutivo di quello che ad oggi gli emittenti sono chiamati a diffondere ai sensi dell'art. 85-*bis* del Regolamento Emittenti entro il giorno successivo al deposito camerale dell'attestazione *ex art.* 2444 del codice civile;
- 5) valutare con riferimento al Paragrafo C del Documento di Consultazione, in un'ottica di semplificazione e di armonizzazione degli obblighi informativi, di richiedere che le informazioni sulla validità strategica dei piani finanziari/industriali/di risanamento siano riportate unicamente all'interno delle relazioni periodiche (annuali e semestrali), in considerazione del venir meno dell'obbligo di pubblicazione dei resoconti intermedi di gestione, anche al fine di evitare l'onere di pubblicazione di comunicati stampa *ad hoc* da diffondersi secondo le previgenti tempistiche dei resoconti intermedi di gestione (entro 45 giorni dalla fine del primo e del terzo trimestre).

Con osservanza.

GLG & Partners Studio Legale Associato