

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

RELAZIONE ILLUSTRATIVA

DEGLI ESITI DELLA CONSULTAZIONE, DELLE CONSEGUENZE SULLA REGOLAMENTAZIONE, SULL’ATTIVITÀ DELLE IMPRESE E DEGLI OPERATORI E SUGLI INTERESSI DEGLI INVESTITORI E DEI RISPARMIATORI

4 maggio 2023

SEZIONE I – MOTIVAZIONI, OBIETTIVI E DESCRIZIONE DEL PROVVEDIMENTO

1. Motivazioni e obiettivi del provvedimento

Nel corso degli ultimi anni è emersa la crescente diffusione di forme di operatività volte al reperimento di risorse finanziarie da parte degli emittenti e realizzate mediante l’emissione di prestiti obbligazionari convertibili riservati ad un unico investitore da effettuarsi in più *tranche*, ripartite in un arco temporale predefinito e il cui prezzo di conversione viene determinato, di volta in volta, sulla base dell’andamento del titolo dell’emittente sul mercato (“**POC non standard**” o solo “**POC**”).

Diverse società quotate sul mercato regolamentato *Euronext Milan* (“**EXM**”, già MTA) o sul mercato di crescita per le PMI *Euronext Growth Milan* (“**EGM**”, già AIM Italia) hanno infatti emesso tale tipologia di prestiti (di regola, associati a un *warrant*).

Alla luce di tali peculiari caratteristiche, finalità ed effetti, i “**POC non standard**” si distinguono dalla diversa categoria dei prestiti obbligazionari convertibili emessi a favore degli azionisti.

L’operatività connessa ai POC non *standard* è risultata invece, per molti versi, simile a quella realizzata in base agli accordi utilizzati, a partire dal 2004, come modalità alternativa di finanziamento delle società quotate sull’allora MTA, denominati *Stand-by Equity Distribution Agreement* (“**SEDA**”) e *Step-Up Equity Financing* (“**SEF**”), accordi che hanno costituito oggetto di due precedenti comunicazioni adottate dalla Consob nel 2006 e nel 2008.

Nello specifico, con la Comunicazione n. DME/6083801 del 20 ottobre 2006 (“**Comunicazione SEF**”), la Consob, dopo aver fornito un generale inquadramento della fattispecie, ha delineato il *set* informativo da rendere al mercato in occasione dello svolgimento delle operazioni di SEF.

Successivamente, in considerazione della crescente diffusione dei SEF e del simile strumento dei SEDA, la Consob ha adottato la comunicazione n. DEM/DME/DSG/8065325 del 10 luglio 2008, avente ad oggetto «*Operazioni di aumento di capitale riservate ad un unico investitore, realizzate secondo accordi denominati Stand-by Equity Distribution Agreement (SEDA) e Step-Up Equity Financing (SEF) ovvero altri accordi aventi caratteristiche analoghe - Richiesta ai sensi degli artt. 114, comma 5, e 115, comma 1, lett. c-bis, del D.Lgs. n. 58/98*» (“**Comunicazione SEDA-SEF**”).

Con la Comunicazione SEDA-SEF è stato delineato un quadro informativo comune ai due citati schemi operativi applicabile alle società quotate nei mercati regolamentati e ai relativi investitori (sottoscrittori unici dei medesimi accordi; di seguito, anche solo “**investitori unici**”).

Quanto sopra premesso, la crescente diffusione dei POC non *standard* e, in linea generale, degli aumenti di capitale riservati ad un unico investitore da realizzarsi in una o più *tranche* nel corso di un arco temporale prestabilito e senza indicazione puntuale del prezzo di emissione ha fatto emergere la necessità di fornire specifiche indicazioni in merito ai presidi informativi da adottare in occasione dei vari momenti in cui si estrinseca tale tipologia di operazioni, a prescindere dallo schema tecnico-contrattuale utilizzato (i.e. emissione diretta di azioni, emissione di obbligazioni convertibili, emissione di *warrant*, *etc.*); ciò anche in considerazione della diffusione di operatività strutturate mediante combinazioni di elementi dei vari schemi contrattuali e/o l'aggiunta di ulteriori elementi.

A tal fine, in data 14 febbraio 2023, la Consob ha avviato una pubblica consultazione su una proposta di Comunicazione avente ad oggetto, le “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” (cfr. “[documento di consultazione](#)” sulla “**proposta di Comunicazione**”).

## 2. Descrizione del provvedimento

Ad esito della pubblica consultazione viene adottata la Comunicazione di cui all’oggetto (la “**Comunicazione**”), con la quale sono riviste le indicazioni fornite con le Comunicazioni SEF e SEDA-SEF e, nell’ottica di completare e di sistematizzare la materia, è disciplinato in modo unitario un quadro informativo da fornire al pubblico in occasione di POC non *standard*, di SEDA, di SEF e di tutte le altre tipologie di operazioni aventi caratteristiche analoghe.

Con riferimento alle citate “operazioni aventi caratteristiche analoghe” ai SEDA, ai SEF e ai POC non *standard*, per una maggiore determinatezza dell’ambito applicativo dell’intervento, sono individuati gli elementi “caratterizzanti” le stesse e ne è, altresì, indicata una possibile fattispecie (i.e. quella realizzata mediante l’assegnazione di *warrant* ad un unico investitore).

Inoltre, diversamente dagli accordi di SEDA e di SEF (che sono apparsi riferibili alle sole società con azioni quotate in mercati regolamentati), i POC non *standard* risultano diffusi principalmente in società le cui azioni sono negoziate sui sistemi multilaterali di negoziazione (“**MTF**”; come anticipato, principalmente sull’EGM). Per tale ragione, con la Comunicazione è delineata una *disclosure* applicabile anche a tali società (e ai relativi investitori unici) che, in un’ottica di proporzionalità, ove possibile, è stata diversamente graduata rispetto a quella prevista per le società con azioni quotate nei mercati regolamentati (e ai relativi investitori unici).

Nella Comunicazione, gli elementi oggetto di informativa (disciplinati nella Parte III) sono schematizzati in quattro distinte Sezioni, relative all’informativa: **A)** che le società devono rendere al pubblico; **B)** riguardante le operazioni sul mercato da parte dell’investitore unico; **C)** relativa ai soli emittenti già assoggettati a specifici obblighi informativi; **D)** da rendere nelle relazioni finanziarie.

Inoltre, avuto riguardo alle informazioni individuate nella Sezione A, l’informativa viene distinta in funzione delle diverse fasi nelle quali si articola l’operazione; ciò in analogia a quanto già previsto nella Comunicazione SEDA-SEF, ma effettuando, rispetto a quest’ultima, una razionalizzazione volta a ricomprendere anche la fattispecie dei POC non *standard*.

Le fasi dell’operazione risultano così individuate: 1) il momento della sottoscrizione dell’accordo con l’investitore; 2) il momento in cui l’operazione è deliberata dall’assemblea; 3) lo svolgimento e il termine dell’operazione; 4) l’eventuale fase di sospensione o di risoluzione dell’accordo.

Di seguito, si fornisce uno schema ricognitivo delle indicazioni fornite dalla Comunicazione.

SEZIONE A Informazioni da rendere pubbliche	Società con azioni quotate nei mercati regolamentati	Società con azioni negoziate su MTF
➤ Fase sottoscrizione dell'accordo	➤ obbligo di comunicato sui principali elementi dell'accordo	➤ obbligo di comunicato sui principali elementi dell'accordo
➤ Fase delibera sull'operazione	<p>➤ obbligo d'informativa nella relazione illustrativa all'assemblea</p> <p>➤ obbligo di comunicato a seguito dell'approvazione dell'aumento di capitale</p>	➤ obbligo di comunicato a seguito dell'approvazione dell'aumento di capitale
➤ Svolgimento e termine dell'operazione	<p>➤ in occasione della sottoscrizione e/o conversione - obbligo di comunicato recante:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• il riepilogo dell'operatività;</li> <li>• l'aggiornamento dei dati relativi a utilizzo risorse/fabbisogno (solo in caso della sottoscrizione);</li> <li>• l'aggiornamento su eventuali cambiamenti delle informazioni rese nella relazione illustrativa all'assemblea in merito alla disciplina OPC</li> </ul> <p>➤ fino al termine dell'operazione: obbligo mensile di pubblicazione del riepilogo operatività sul sito internet (solo per i POC non standard)</p> <p>(non previsto nel caso in cui non ci siano state modifiche e/o aggiornamenti rispetto alle informazioni mensili precedentemente fornite)</p> <p>➤ in occasione di eventuale modifica/cambiamento della finalità iniziale dell'operazione: obbligo di comunicato</p>	<p>➤ in occasione della sottoscrizione e/o conversione: obbligo di comunicato recante solo il riepilogo operatività</p> <p>➤ solo in occasione della pubblicazione delle rendicontazioni finanziarie annuali e (ove previste) semestrali: obbligo di comunicato su aggiornamento dei dati relativi a utilizzo risorse/fabbisogno</p> <p>➤ fino al termine dell'operazione: obbligo mensile di pubblicazione del riepilogo operatività sul sito internet (solo per i POC non standard)</p> <p>(non previsto nel caso in cui non ci siano state modifiche e/o aggiornamenti rispetto alle informazioni mensili precedentemente fornite)</p> <p>➤ in occasione di eventuale modifica/cambiamento della finalità iniziale dell'operazione: obbligo di comunicato</p>
4. Fase sospensione/risoluzione dell'accordo	➤ obbligo di comunicato	➤ obbligo di comunicato

SEZIONE B Informazioni relative alle operazioni dell'investitore unico	Investitori in società con azioni quotate nei mercati regolamentati	Investitori in società con azioni negoziate su MTF
Nel periodo compreso tra la data di conclusione del contratto e il mese successivo alla data di sottoscrizione e/o di conversione dell'ultima <i>tranche</i>	<p>≥ soglie 120 TUF: obbligo pubblicazione mensile delle informazioni su compravendite</p> <p>≤ soglie 120 TUF: raccomandazione pubblicazione mensile delle informazioni su compravendite</p> <p style="text-align: center;">***</p> <p>(non previsti nel caso in cui non ci siano state modifiche e/o aggiornamenti rispetto alle informazioni precedentemente fornite)</p>	<p>≥ soglia del 5%: raccomandazione pubblicazione mensile delle informazioni su compravendite</p> <p>(non prevista nel caso in cui non ci siano state modifiche e/o aggiornamenti rispetto alle informazioni precedentemente fornite)</p>
SEZIONE C Emittenti assoggettati ad obblighi informativi supplementari	Società con azioni quotate nei mercati regolamentati	
Alla medesima scadenza e con le medesime modalità previste per la diffusione delle informazioni trimestrali alla quale tali emittenti sono già tenuti ai sensi dell'art. 114, comma 5, del TUF	<p>➤ obbligo di introdurre, nell'ambito delle informazioni trimestrali, elementi informativi sugli strumenti oggetto dell'operazione, sulla validità strategica dei piani e sul modello di <i>business</i></p>	
SEZIONE D Informazioni nelle relazioni finanziarie	Società con azioni quotate nei mercati regolamentati	Società con azioni negoziate su MTF
In occasione della rendicontazione contabile periodica	<p>➤ richiamo di attenzione sulle informazioni richieste dai principi contabili adottati</p>	<p>➤ richiamo di attenzione sulle informazioni richieste dai principi contabili adottati</p>

## SEZIONE II – ESITI DELLA CONSULTAZIONE

### 1. Analisi dei contributi pervenuti nell'ambito della consultazione

La pubblica consultazione sulla proposta di Comunicazione si è conclusa il 1° marzo 2023.

Nel corso della stessa sono pervenute osservazioni da parte di n. 5 soggetti (taluni contributi sono pervenuti in data successiva al termine del periodo di consultazione, nel corso del mese di marzo 2023).

## 2. Stakeholder mapping

In risposta al [documento di consultazione](#) hanno fornito osservazioni i seguenti rispondenti:

Soggetto	Categoria	Settore
<b>ASSONEXT</b> (Associazione italiana delle PMI quotate)	Associazione	Emittenti
<b>Borsa Italiana S.p.A.</b>	Gestore di mercati	Mercati Finanziari
<b>GLG &amp; Partners Studio Legale Associato</b>	Studio legale	Consulenza legale
<b>Nice &amp; Green Leading Swiss Funding Firm</b>	Società	Investimenti
<b>Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati</b>	Studio legale	Consulenza legale

I contributi dei partecipanti alla consultazione sono integralmente pubblicati sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

## 3. Valutazione complessiva dell'intervento regolatore

Per la dettagliata illustrazione delle osservazioni formulate dai rispondenti, delle valutazioni svolte sulle stesse e degli emendamenti apportati alla Comunicazione rispetto al testo posto in consultazione, si rinvia alla **Tabella Esiti** riportata in **Appendice** alla presente Relazione Illustrativa e che costituisce parte integrante della stessa.

Di seguito, vengono sintetizzate le principali osservazioni, distinguendo fra “*Osservazioni di carattere generale*” e “*Osservazioni sulle specifiche previsioni della Comunicazione*”, dando rilievo, con riferimento a tale ultima tipologia di osservazioni, a quelle la cui valutazione ha determinato una modifica della Comunicazione rispetto al testo posto in consultazione.

### Osservazioni di carattere generale

L'intervento prospettato nel documento di consultazione risulta ampiamente condiviso e auspicato dalla quasi totalità dei relativi rispondenti (**ASSONEXT, Borsa Italiana S.p.A., Nice & Green Leading Swiss Funding Firm, Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati**).

I suddetti soggetti, nell'esprimere il proprio apprezzamento per l'ipotesi regolatoria hanno, al contempo, formulato talune considerazioni su alcuni aspetti inerenti o connessi alla stessa. Nel rinvio alla **Tabella Esiti** per l'esame e le valutazioni dei suggerimenti pervenuti sulle specifiche previsioni del testo della Comunicazione, in termini generali:

- 1) **ASSONEXT** apprezza l'intervento volto ad arricchire il quadro informativo in occasione dell'emissione di POC non *standard*. Sul tema, l'associazione di categoria tiene a sottolineare il comportamento virtuoso degli emittenti negoziati su *Euronext Growth Milan* che, “*nella*

*maggior parte dei casi, già pubblicano in occasione dell'emissione di POC non standard informazioni analoghe a quelle di cui alla proposta di comunicazione”;*

- 2) **Borsa Italiana S.p.A.** esprime notevole apprezzamento per l'intervento proposto, avuto particolare riguardo agli obiettivi perseguiti, volti a riproporre, razionalizzare e migliorare, in seno a un unico provvedimento, i contenuti della Comunicazione SEF e della Comunicazione SEDA-SEF e, al contempo, a disciplinare espressamente all'interno della nuova Comunicazione i POC non *standard*. Borsa Italiana S.p.A. sottolinea, in particolare, l'utilità della proposta di estendere l'applicabilità degli obblighi informativi anche alle operazioni aventi ad oggetto azioni di emittenti negoziati su sistemi multilaterali di negoziazione, atteso che, sempre più di sovente, tali soggetti emettono POC non *standard*;
- 3) **Nice & Green Leading Swiss Funding Firm** condivide l'opportunità dell'intervento prospettato, rappresentando che lo stesso è, tra l'altro, in linea con il relativo codice etico;
- 4) lo **Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati** ritiene più che condivisibile la *ratio* della proposta di Comunicazione, consistente nell'ampliare in misura significativa il quadro delle informazioni fornito ai soci e al mercato in occasione della stipulazione (e nella relativa fase di esecuzione) degli accordi. Il rispondente considera, in particolare, meritevole di apprezzamento la richiesta di mettere a disposizione dei soci e del mercato informazioni in ordine ai costi dell'operazione, con riferimento a tutte le componenti, anche di sconto sul prezzo di emissione, e alle clausole contrattuali di *lock up*, *selling restriction* e *stock lending*.

Per altro verso, un rispondente alla consultazione (**GLG & Partners Studio Legale Associato**) ha invece, in linea generale, osservato 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 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*) potrebbe 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*. Pertanto, pur comprendendo l'importanza di un rafforzamento della trasparenza informativa, il medesimo studio legale sottolinea il possibile rischio di una minor competitività del mercato domestico.

Alla luce di tali rilievi, il citato rispondente, ove la Consob, all'esito dell'analisi di impatto di tali obblighi informativi aggiuntivi, ritenga di confermare il *set* informativo previsto dalla proposta di Comunicazione, suggerisce talune semplificazioni e alleggerimenti degli oneri informativi ivi previsti (*cf. Tabella Esiti*).

\* \* \* \*

Partendo dalle osservazioni di segno critico formulate da GLG & Partners Studio Legale Associato, si rappresenta quanto segue.

La *ratio* della Comunicazione è quella di temperare l'interesse delle società a far ricorso ai citati schemi operativi con l'esigenza di garantire una compiuta trasparenza informativa rispetto alle principali criticità riscontrate nell'utilizzo (sempre più frequente) dei medesimi schemi (e, in particolare, dei POC non *standard*).

Pertanto, i presidi di natura informativa individuati con l'intervento regolatorio risultano, non solo opportuni, ma altresì necessari, in quanto funzionali ad assicurare un'adeguata *disclosure* al pubblico in relazione ai citati profili di criticità. Tale circostanza risulta, tra l'altro, confermata dai riscontri emersi nell'ambito della consultazione, alcuni dei quali, nell'indicata prospettiva di tutela,

suggeriscono persino di ampliare il *set* informativo delineato nella proposta di Comunicazione anche ad ulteriori aspetti ed elementi ritenuti rilevanti.

Quanto alla scelta di utilizzare lo strumento della Comunicazione (in luogo di una fonte regolamentare), si rappresenta che lo stesso risulta il più appropriato in considerazione dell'esigenza di delineare i citati presidi non solo mediante l'imposizione di obblighi, ma anche (in un'ottica di proporzionalità) attraverso raccomandazioni, e di fornire altresì chiarimenti e indicazioni di carattere operativo utili per una corretta *compliance* da parte degli operatori.

Si sottolinea, inoltre, che la Comunicazione (strumento già utilizzato per disciplinare le operazioni di SEDA e di SEF) riconduce ad unità le diverse comunicazioni in materia attualmente in vigore, neutralizzando il rischio di frammentazione nella regolazione paventato dal rispondente.

Infine, nel rinviare alla Sezione IV per l'Analisi d'impatto dell'intervento, si fa presente che è stato utilizzato un approccio regolatorio teso ad individuare gli obblighi di *compliance* secondo quanto ritenuto strettamente necessario a soddisfare le riscontrate esigenze di tutela degli azionisti delle società che fanno ricorso a tale tipologia di operazioni e, in generale, degli investitori.

Alla luce del complessivo riscontro pervenuto, orientato a un più che favorevole apprezzamento dell'intervento, si confermano le principali scelte regolatorie ipotizzate nel documento di consultazione. In ogni caso, rispetto al testo sottoposto al mercato, alcune previsioni della Comunicazione sono state modificate per tener conto dei suggerimenti formulati da GLG & Partners Studio Legale Associato e dagli ulteriori rispondenti nell'ottica di semplificare e di alleggerire, ove possibile, gli oneri informativi a carico dei destinatari della stessa.

## **Osservazioni sulle specifiche previsioni della Comunicazione**

Di seguito, si descrivono sinteticamente i principali contenuti delle modifiche apportate anche tenendo conto delle osservazioni pervenute.

La **Parte II** (**Ambito applicativo**) è integrata con alcuni chiarimenti volti a: 1) sottolineare che le indicazioni rese lasciano impregiudicata l'applicabilità degli ulteriori obblighi informativi previsti dall'art. 17 del regolamento (UE) n. 596/2014 ("**MAR**"); 2) specificare che la Comunicazione è rivolta (oltre che agli emittenti) anche agli investitori unici; 3) fornire indicazioni, di portata generale, sulla modalità di diffusione dei comunicati.

Nella **Parte III** (**Gli elementi oggetto di informativa**), sono apportate modifiche alle Sezioni A e B.

### **Sezione A - Informazioni da rendere pubbliche**

1. Con riferimento alla *disclosure* relativa alla fase dell'accordo (oltre a un opportuno chiarimento in ordine al fatto che la diffusione del comunicato deve avvenire al momento della sottoscrizione dello stesso):

- in considerazione di un'osservazione formulata da un rispondente, si includono, tra gli elementi oggetto di informativa, i criteri per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni;
- in linea con le considerazioni espresse da taluni rispondenti, si introducono precisazioni in merito all'applicabilità della disciplina relativa alla rivendita successiva dei titoli e all'obbligo di pubblicazione del prospetto di offerta.

2. Con riferimento alla *disclosure* da effettuare in occasione della delibera dell'operazione:

- alla luce di un suggerimento formulato da un rispondente, si includono - tra gli elementi da fornire nella relazione illustrativa del consiglio di amministrazione delle società con azioni quotate nei mercati regolamentati - le informazioni circa l'eventuale inclusione dell'investitore unico tra le parti correlate della società (par. 2.1);
- si realizza una modifica volta a far sì che l'informativa sulla stima del fabbisogno finanziario netto complessivo dell'emittente (o del gruppo ad esso facente capo) venga fornita esclusivamente nell'ambito della *disclosure* da effettuare in occasione della delibera dell'operazione e non nella *disclosure* relativa alla precedente fase della sottoscrizione dell'accordo; ciò al fine di rendere un'informativa il più possibile aggiornata su tale dato (par. 2.2.).

3. Nella disciplina relativa alla *disclosure* da effettuare durante lo svolgimento e fino al termine dell'operazione, oltre ad alcune modifiche di *fine tuning*:

- l'informativa chiesta alle società in occasione di ciascuna conversione delle obbligazioni viene integrata con l'indicazione della data dell'operazione di conversione (par. 3.2.);
- in coerenza con l'introduzione (nel par. 2.1.) di una specifica informativa al riguardo, si prevede che le società con azioni quotate nei mercati regolamentati rendano noti eventuali aggiornamenti rispetto alle informazioni precedentemente fornite nella relazione illustrativa all'assemblea circa l'eventuale inclusione dell'investitore unico tra le parti correlate della società (par. 3.3);
- per innalzare il livello di tutela degli azionisti e dei potenziali investitori, viene meglio delineata l'informativa delle società con azioni negoziate su MTF (parr. 3.3. e 3.5);
- in linea con le motivazioni sottese al suggerimento di un rispondente, in un'ottica di semplificazione, viene stabilito che la pubblicazione del riepilogo mensile delle informazioni inerenti al POC non *standard* non è richiesta qualora non vi siano state modifiche e/o aggiornamenti rispetto alle informazioni mensili precedentemente fornite (par. 3.4.).

## Sezione B - Informazioni relative alle operazioni di compravendita effettuate sul mercato dall'investitore unico

Vengono apportati interventi per prevedere, in coerenza con le esigenze informative riscontrate, che l'arco temporale della *disclosure* si concluda nel mese successivo alla data di sottoscrizione e/o di conversione dell'ultima *tranche* e per effettuare talune precisazioni sulle modalità di pubblicazione delle informazioni.

Inoltre, tenendo conto di un'osservazione pervenuta dal mercato, viene realizzato un alleggerimento degli oneri connessi alla citata *disclosure*, stabilendo un termine più ampio entro il quale pubblicare le informazioni (entro il quinto giorno, e non più il terzo, di borsa aperta successivo al termine di ogni mese solare) e precisando, altresì, che la pubblicazione non è richiesta qualora non vi siano state modifiche e/o aggiornamenti rispetto alle informazioni mensili precedentemente pubblicate.

Infine, si introduce una previsione che compendia due opportune precisazioni relative alle operazioni di compravendita effettuate dall'investitore unico e, in particolare:

- alla luce delle motivazioni sottese a taluni rilievi espressi da un rispondente, viene introdotto un richiamo in ordine alla sussistenza dei divieti di abusi di mercato di cui agli artt. 14 e 15 del MAR;
- viene resa una raccomandazione conseguente alla possibile effettuazione di vendite allo scoperto fornendo, in particolare, indicazioni volte a far emergere, nell'ambito delle prescritte notificazioni alla Consob delle cc.dd. posizioni nette corte, la sussistenza dell'eventuale diritto a sottoscrivere azioni di nuova emissione conseguente alle operatività oggetto della Comunicazione.

## **SEZIONE III – ENTRATA IN VIGORE E DISPOSIZIONI TRANSITORIE**

La Comunicazione reca, infine, la disciplina della sua entrata in vigore e le disposizioni transitorie.

Nello specifico, nella Comunicazione, viene stabilito che la stessa troverà applicazione agli accordi di SEDA, di SEF, di POC non *standard* e agli altri accordi aventi caratteristiche a questi analoghe sottoscritti successivamente alla data della sua entrata in vigore, nonché a quelli sottoscritti anteriormente alla medesima data ma ancora in corso alla stessa.

Con riferimento agli accordi sottoscritti anteriormente alla data di entrata in vigore della Comunicazione ma ancora in corso alla medesima data, vengono inoltre fornite talune opportune precisazioni in relazione alle modalità applicative della stessa e, in particolare:

- viene precisato che le società devono attenersi alla Comunicazione alla prima occasione utile, da individuarsi, relativamente alle indicazioni fornite nella relativa Parte III, Sezione A, a seconda della fase in cui si trova l'operazione al momento dell'entrata in vigore della medesima Comunicazione;
- inoltre, con riferimento all'obbligo di cui alla Parte III, Sezione A, par. 3.4., della Comunicazione, che prescrive alle società di pubblicare sul proprio sito *internet* “*su base mensile (fino al termine dell'operazione) [...] un riepilogo, che in forma tabellare ricostruisce le informazioni inerenti al POC dall'inizio dell'operazione*”, per non imporre un onere ricognitivo eccessivamente gravoso, viene stabilito che le informazioni inerenti al POC antecedenti all'entrata in vigore della Comunicazione possono essere rese anche solo in forma aggregata. Al medesimo fine, si prevede, inoltre, che le società si attengono alle indicazioni contenute nella citata previsione a far data dalla prima operazione di sottoscrizione e/o di conversione successiva alla data di entrata in vigore della Comunicazione;
- viene chiarito che gli investitori unici sono tenuti ad attenersi alle indicazioni contenute nella Parte III, Sezione B, della Comunicazione in relazione alle compravendite effettuate successivamente all'entrata in vigore della stessa sulle azioni e sugli strumenti delle società le cui operazioni sono ancora in corso alla medesima data.

La Comunicazione, come già nel testo posto in consultazione, prevede infine che, per effetto della sua entrata in vigore, sono abrogate le Comunicazioni SEF e SEDA-SEF.

## **SEZIONE IV – ANALISI DI IMPATTO DELL'INTERVENTO**

La Comunicazione si applica in occasione della sottoscrizione di SEDA, di SEF, di POC non *standard* e di altre tipologie di accordi aventi caratteristiche a questi analoghe.

## 1) Oneri

**La Comunicazione** (come anche le Comunicazioni SEF e SEDA-SEF) **impone esclusivamente oneri di tipo informativo** funzionali ad assicurare una compiuta *disclosure* in ordine ai principali elementi delle operazioni considerate e ai relativi effetti sul mercato; tra questi ultimi, si segnalano, in particolare, i potenziali effetti iper-diluitivi sulla compagine azionaria degli emittenti rispetto alla situazione preesistente all'avvio dell'operazione e il forte deprezzamento del corso del titolo dell'emittente medesimo.

L'intervento in esame non incide pertanto sul contenuto delle fattispecie contrattuali considerate (essendo lo stesso rimesso all'autonomia negoziale delle parti) né, tantomeno, impone restrizioni ovvero limitazioni alla possibilità, da parte delle società, di ricorrere alle medesime fattispecie per reperire fonti di finanziamento.

Poste tali premesse, gli impatti derivanti all'intervento regolatorio sono stati valutati tenendo conto che taluni degli oneri informativi ivi previsti replicano quanto già stabilito nell'ambito delle Comunicazioni SEF e SEDA-SEF.

Rispetto alle indicazioni già fornite alle società ad opera delle due citate Comunicazioni, i maggiori impatti della nuova Comunicazione derivano dall'estensione dei presidi informativi anche:

- a) alle operazioni di POC non *standard*;
- b) alle ipotesi in cui tutti gli accordi considerati (SEDA, SEF e POC non *standard*) siano sottoscritti da società le cui azioni sono negoziate su MTF.

Inoltre, la Comunicazione, come la Comunicazione SEDA-SEF, fornisce indicazioni anche all'investitore unico con riferimento all'operatività da questi posta in essere sulle azioni e sugli strumenti ad esse collegati della società emittente. Al riguardo:

- a) relativamente agli investitori unici che detengono una partecipazione rilevante nel capitale di società con azioni quotate in mercati regolamentati, la Comunicazione, in coerenza con gli obiettivi prefigurati, estende il quadro informativo già delineato nella Comunicazione SEDA-SEF anche agli investitori unici che detengono partecipazioni in società quotate che hanno sottoscritto POC non *standard*.

Al contempo, la nuova Comunicazione realizza una semplificazione rispetto agli oneri previsti nella Comunicazione SEDA-SEF.

Gli adempimenti informativi vengono infatti richiesti al solo fine della *disclosure* al pubblico (ai sensi dell'art. 114, comma 5, del TUF), non essendo più imposto un obbligo di reportistica anche alla Consob (ai sensi dell'art. 115 del TUF).

Inoltre, rispetto alla Comunicazione SEDA-SEF, viene operato un alleggerimento degli oneri connessi alla citata *disclosure* avuto riguardo alle relative modalità e tempistiche; ciò attraverso l'eliminazione dell'obbligo di diffondere le informazioni richieste anche mediante invio ad almeno due agenzie di stampa, l'individuazione di un termine più ampio entro il quale pubblicare le medesime informazioni (entro il quinto giorno, e non più il terzo, di borsa aperta successivo al termine di ogni mese solare) e il venir meno della richiesta informativa nel caso in cui non vi siano state modifiche e/o aggiornamenti rispetto alle informazioni precedentemente pubblicate;

- b) la Comunicazione, rispetto alla Comunicazione SEDA-SEF, amplia infine il novero dei relativi destinatari anche agli investitori unici che detengono partecipazioni in società con azioni negoziate su MTF; per tali investitori, in un'ottica di semplificazione e di contenimento degli oneri, la *disclosure* al pubblico è, da un lato, solo raccomandata e, dall'altro, prevista esclusivamente nell'ipotesi in cui gli stessi detengano, nel medesimo emittente, una partecipazione ritenuta significativa (almeno pari al 5% del relativo capitale sociale).

## 2) Benefici

La Comunicazione mira a creare le condizioni necessarie per assicurare che le società con azioni quotate sui mercati regolamentati e negoziate su MTF possano ricorrere ad accordi di SEDA, SEF, POC non *standard* e ad altre tipologie di accordi analoghi in un contesto di compiuta trasparenza informativa per i propri azionisti e, in generale, per i potenziali investitori.

La presenza di asimmetrie informative nell'ambito dei processi economici connessi alla stipula, da parte delle società, dei citati accordi può minare la fiducia degli azionisti e degli investitori nella misura in cui potrebbe determinarne scelte non pienamente consapevoli e ponderate.

I presidi delineati nell'intervento regolatorio, in quanto volti a colmare le citate asimmetrie informative, sono suscettibili di ricadute positive per gli azionisti e per gli investitori e, in generale, innalzano il livello di tutela dei risparmiatori, assicurando maggiore certezza e trasparenza del mercato.

Infine, l'intervento si pone a beneficio degli stessi operatori, attesa la sua ulteriore funzione di sistematizzare e ricondurre a unità (mediante l'abrogazione delle Comunicazioni SEF e SEDA-SEF) la disciplina di tutte le operatività aventi la medesima funzione economica e dalle quali conseguono le stesse esigenze di tutela (secondo un approccio *same business, same risks, same rules*).

## 3) Conclusioni

I nuovi oneri informativi introdotti dalla Comunicazione (e i conseguenti costi connessi al relativo adempimento) sono, come detto, giustificati dalla circostanza che negli ultimi anni (a fronte di una sostanziale desuetudine nell'utilizzo dei SEDA e dei SEF) risulta sempre più diffuso l'utilizzo dei POC non *standard* come modalità di reperimento, da parte degli emittenti, di risorse finanziarie.

Da un punto di vista quantitativo, si osserva che, dall'inizio del 2022 ad oggi, sono stati approvati e pubblicati n. 4 prospetti informativi afferenti all'ammissione alle negoziazioni, sul mercato regolamentato *Euronext Milan*, di azioni di emittenti derivanti da aumenti di capitale al servizio della conversione di POC non *standard* riservati a un unico investitore.

La diffusione dei POC non *standard* è un *trend* rilevato principalmente nell'ambito delle società le cui azioni sono negoziate sugli MTF; ad oggi, risulta che almeno n. 8 società con azioni negoziate su tali sistemi (e, nello specifico, sull'*Euronext Growth Milan*) hanno in corso POC non *standard*.

Appare quindi evidente la necessità di introdurre nuove regole atte a cogliere le specificità della nuova operatività, tanto con riferimento alla sua fattispecie oggettiva, quanto con riferimento agli operatori che maggiormente la utilizzano.

Avuto riguardo ai suddetti operatori, vale a dire le società con azioni negoziate su MTF, la Comunicazione tiene conto della sostenibilità, da parte delle stesse, dei costi funzionali alla relativa *compliance*. Inoltre, come sopra detto, tutte le indicazioni rivolte agli investitori unici che detengono

partecipazioni nelle medesime società sono solo raccomandate ed esclusivamente in presenza di una soglia di partecipazione significativa.

Alla luce di quanto sopra evidenziato, si ritiene che, a fronte dei benefici attesi dall'intervento regolatorio in termini di maggiore trasparenza per gli azionisti delle società che ricorrono alle operazioni considerate e, in generale, per i potenziali investitori, gli oneri informativi e i conseguenti costi di *compliance* derivanti dallo stesso risultato, giustificati, coerenti con il contesto operativo di riferimento e proporzionali.

\* \* \* \*

Tali costi unitamente ai benefici attesi saranno peraltro oggetto di monitoraggio, unitamente all'evoluzione del contesto operativo di riferimento, ai fini della successiva valutazione dell'atto prevista dall'art. 8 del Regolamento concernente i procedimenti per l'adozione di atti di regolazione generale ai sensi dell'art. 23 della legge n. 262/2005, e successive modificazioni (adottato dall'Istituto con delibera n. 19654/2016, e successive modificazioni).

## **SEZIONE V – TESTO FINALE DELLA COMUNICAZIONE**

Nell'articolato allegato alla presente Relazione illustrativa è riportato il confronto tra il testo della Comunicazione posto in consultazione e quello definitivamente adottato, accompagnato da una descrizione delle modifiche apportate e delle relative motivazioni (*cf.* **Tabella** in Appendice).

La Comunicazione adottata è pubblicata, contestualmente alla presente Relazione Illustrativa, sul sito *internet* dell'Istituto.

APPENDICE

TABELLA DEGLI ESITI DELLA CONSULTAZIONE

La tabella sotto riportata è suddivisa in due colonne riportanti rispettivamente: 1) il testo della Comunicazione con evidenza (in ~~barrato~~ e in **grassetto**) degli emendamenti apportati alla stessa, rispetto al testo sottoposto alla consultazione del mercato; 2) l'illustrazione delle osservazioni pervenute sulla proposta di Comunicazione posta in consultazione e le conseguenti valutazioni.

Testo finale della Comunicazione con evidenza delle modifiche apportate rispetto al testo posto in consultazione	Osservazioni/Valutazioni
<p>Oggetto: Operazioni di rafforzamento patrimoniale riservate ad un unico investitore: POC non <i>standard</i>, SEDA, SEF e altre operazioni aventi caratteristiche analoghe - Richieste ai sensi dell'art. 114, comma 5, del d.lgs. n. 58/1998</p>	
<p>I. <u>Premessa</u></p> <p>Con la Comunicazione n. DME/6083801 del 20 ottobre 2006 e con la Comunicazione n. DEM/DME/DSG/8065325 del 10 luglio 2008 sono state fornite alle società quotate nei mercati regolamentati indicazioni funzionali agli adempimenti informativi nei confronti del pubblico in relazione ad alcune operazioni di aumento di capitale riservate ad un unico investitore denominate <i>Stand-by Equity Distribution Agreement</i> (“SEDA”) e <i>Step-Up Equity Financing</i> (“SEF”). <b>Con le medesime Comunicazioni sono state altresì fornite indicazioni anche agli investitori, sottoscrittori unici dei medesimi accordi.</b></p>	

In particolare, il SEDA è uno strumento che consente alle società di reperire in tempi brevi e da un unico investitore mezzi propri, attuato generalmente secondo uno schema che prevede, tra l'altro: i) un investitore che assume irrevocabilmente l'impegno a sottoscrivere un controvalore definito, corrispondente ad un numero di azioni che saranno emesse in singoli lotti ("*tranche*") in un determinato periodo di tempo; ii) un meccanismo di determinazione del prezzo di sottoscrizione delle azioni emesse nelle varie *tranche* che prevede uno sconto prefissato rispetto al minore dei prezzi di riferimento rilevati in un intervallo di giorni di Borsa aperta successivi alla richiesta di sottoscrizione effettuata dall'emittente; iii) l'assenza di vincoli alla successiva rivendita delle azioni agli investitori *retail* (vincoli di *lock-up*).

Anche le operazioni di SEF consentono all'emittente con titoli quotati di reperire in tempi brevi e da un unico investitore mezzi finanziari e sono caratterizzate dalle condizioni sub ii) e iii) sopra citate per i SEDA. Le specifiche peculiarità dei SEF sono ravvisabili: a) nella possibilità, da parte di entrambi i soggetti, durante il periodo di determinazione del prezzo, in relazione a ciascuna *tranche*, di posticipare ovvero di cancellare l'emissione in caso di andamento non soddisfacente delle quotazioni del titolo (clausola di *stop-loss*); e b) nell'impegno delle parti a non compiere, durante il periodo di determinazione del prezzo, operazioni aventi ad oggetto azioni dell'emittente quotato.

Dalla pubblicazione delle **due** menzionate Comunicazioni sono sopravvenuti alcuni cambiamenti del contesto operativo, primariamente determinati dalla diffusione di talune operazioni caratterizzate dall'emissione di prestiti obbligazionari convertibili, di regola associati a un *warrant*, riservati ad un unico investitore ("POC non *standard*" ~~o solo~~ "POC") alla quale si è, di fatto, affiancata una sostanziale desuetudine nell'utilizzo dei SEDA e dei SEF.

Nello specifico, con l'operazione di POC non *standard* l'investitore si impegna a sottoscrivere, in una o più *tranche* a seguito di specifiche richieste dell'emittente, un predeterminato numero di obbligazioni convertibili in azioni, ricevendo - a fronte di tale impegno - una *commitment fee*. L'emittente, a sua volta, incassa le risorse finanziarie nel momento della sottoscrizione della *tranche* di obbligazioni convertibili e le stesse divengono permanenti nel momento della conversione delle obbligazioni in azioni da parte dell'investitore. Una volta sottoscritta una *tranche* del POC **non standard**, l'investitore può chiedere la conversione anche solo di una parte delle obbligazioni della *tranche* sottoscritta e può farlo in momenti diversi nei limiti del numero di obbligazioni costituenti la *tranche*.

Ad esito della richiesta di conversione da parte dell'investitore, l'emittente consegna le azioni emesse al servizio del POC **non standard**, per la parte corrispondente alla richiesta di conversione.

I POC non *standard* si caratterizzano, quindi, per i seguenti elementi: *i*) sono rivolti ad un unico investitore; *ii*) le società che li emettono sono, solitamente, in difficoltà finanziarie; *iii*) l'investitore si impegna a sottoscrivere in una o più *tranche*, a seguito di specifiche richieste dell'emittente, un predeterminato numero di obbligazioni convertibili in azioni (di regola *cum warrant*) e, a fronte di tale impegno, l'investitore riceve una *commitment fee*; *iv*) l'emittente procede, a seguito della conversione, a consegnare le azioni emesse a servizio del POC **non standard** e il numero di azioni oggetto di ciascuna conversione viene determinato sulla base di un prezzo di conversione pari a una determinata percentuale (tra il 90%- 95% circa) del prezzo medio ponderato per i volumi delle transazioni sul titolo della società, determinato in un periodo precedente la ricezione di una comunicazione di conversione (su un orizzonte di circa 10-15 giorni di borsa aperta); *v*) il meccanismo di conversione è tale da

<p>essere a sconto sin dall'inizio dell'operazione e, quindi, da far risultare conveniente, per il finanziatore, convertire le obbligazioni in azioni.</p> <p><del>Nella presente Comunicazione viene dunque utilizzata la terminologia</del> <b>Il “POC non <i>standard</i>” si per</b> distingue, <del>re tale strumento</del> <b>per</b> <del>pertanto</del>, da un'emissione obbligazionaria tradizionale o <i>standard</i>; quest'ultima può essere destinata, previa decisione assembleare, tanto ai soci quanto a uno o più investitori terzi ed è caratterizzata da un rapporto di conversione, predefinito <i>ex ante</i> tale che, affinché divenga conveniente per il sottoscrittore l'esercizio della conversione, il prezzo dell'azione sul mercato deve aumentare in modo significativo (maggiore del prezzo teorico dell'azione).</p> <p>Le caratteristiche dei “POC non <i>standard</i>” appaiano molto simili a quelle individuate per i SEDA e per i SEF fatta salva, principalmente, l'iniziale emissione obbligazionaria e la successiva conversione in azioni, caratteristica peculiare dei POC <b>non <i>standard</i></b>.</p>	
<p><b>II. <u>Ambito applicativo</u></b></p> <p><b>Ciò posto</b> <del>con</del> la presente Comunicazione si forniscono indicazioni volte a disciplinare in modo organico gli obblighi informativi degli emittenti con azioni quotate <b>nei sui</b> mercati regolamentati connessi ai POC non <i>standard</i>, ai SEDA, ai SEF e a tutte le altre tipologie di operazioni aventi caratteristiche analoghe quali, ad esempio, quelle realizzate mediante assegnazione di <i>warrant</i> ad unico investitore.</p> <p>Considerato, <del>inoltre</del>, che tali operatività (e, in particolare, i POC non <i>standard</i>) sono diffuse anche tra le società le cui azioni sono negoziate su MTF, la presente Comunicazione fornisce indicazioni anche per tali ipotesi.</p>	<p>Sebbene non siano pervenute specifiche osservazioni sulla Parte II, si apportano alla stessa le seguenti modifiche di chiarimento della disciplina:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- si precisa che le indicazioni fornite nella Comunicazione lasciano impregiudicata l'applicabilità degli ulteriori eventuali obblighi informativi previsti dall'art. 17 del MAR;</li> <li>- poiché la Comunicazione (come già nel testo sottoposto a consultazione) fornisce indicazioni (oltre che agli emittenti) anche agli investitori, sottoscrittori unici degli accordi in esame (definiti “investitori unici” o anche solo “investitori”; <i>cfr.</i> Parte III, Sezione B), si precisa tale circostanza nell'individuazione dell'ambito applicativo della stessa;</li> </ul>

**Si fa presente che, a prescindere dalle indicazioni fornite dalla presente Comunicazione, restano fermi gli eventuali ulteriori obblighi informativi a cui sono tenute le società ai sensi dell'art. 17 del regolamento (UE) n. 596/2014 ("MAR") in materia di comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate.**

**Inoltre, la presente Comunicazione fornisce indicazioni agli investitori-sottoscrittori unici degli accordi in esame, avuto riguardo alle operazioni di compravendita effettuate dagli stessi sulle azioni delle società interessate dalle citate operazioni e sugli strumenti ad esse collegati (denominati, di seguito, anche "investitori unici" o solo "investitori" e, singolarmente, "investitore unico" o solo "investitore").**

Nella presente Comunicazione con il termine "operazione" (e, **congiuntamente, "operazioni"**) si intendono: i POC non *standard* (denominati, **di seguito**, anche solo "POC"), i SEDA, i SEF e le altre tipologie di operazioni aventi caratteristiche analoghe (quali, ad esempio, quelle realizzate mediante assegnazione di *warrant* ad un unico investitore).

Alle citate operazioni aventi caratteristiche analoghe ai POC, ai SEDA ovvero ai SEF ~~le richieste~~ e le indicazioni fornite con la presente Comunicazione si applicano in quanto compatibili.

**Ai fini della presente Comunicazione, anche laddove non espressamente precisato, nel caso in cui sia prevista (richiesta o raccomandata) la diffusione al pubblico di un comunicato, la stessa deve avvenire con le modalità individuate dalla Parte III,**

- si forniscono chiarimenti, di portata generale, in ordine alle modalità di diffusione al pubblico dei comunicati.

<p><b>Titolo II, Capo I, del Regolamento Consob n. 11971/1999 e successive modifiche (“Regolamento Emittenti”)<sup>1</sup>.</b></p>	
<p><b>III. <u>Gli elementi oggetto di informativa</u><sup>2</sup></b></p> <p>Nella presente Comunicazione sono <b>fornite indicazioni e, nello specifico</b>, formulate richieste <del>e fornite indicazioni</del> in merito a: (A) il contenuto delle informazioni che le società <del>con emittenti</del> azioni quotate <b>nei mercati regolamentati</b> e/o negoziate su MTF, a seconda della fase, dovranno rendere pubbliche con riferimento alle operazioni in oggetto, nonché le relative modalità; (B) il contenuto delle informazioni che gli investitori <b>unici</b> <del>(ai quali le operazioni sono riservate)</del> dovranno pubblicare; (C) le informazioni che dovranno essere rese dagli emittenti già assoggettati ad obblighi informativi supplementari mensili o trimestrali <i>ex art.</i> 114, comma 5, del d.lgs. n. 58/1998 (“TUF”); (D) le informazioni rilevanti riferite ai prestiti obbligazionari convertibili da rendere nelle relazioni finanziarie periodiche.</p> <p style="text-align: center;">* * * *</p> <p>Quanto sopra premesso, nei casi in cui ricorra un POC, un SEDA, un SEF ovvero altra tipologia di operazione avente caratteristiche analoghe, quali quelle realizzate mediante assegnazione di <i>warrant</i> ad un unico investitore, <b>si forniscono le seguenti indicazioni e, nello specifico</b>, si formulano le seguenti richieste ai sensi dell’art. 114, comma 5, del TUF <del>e si forniscono le seguenti indicazioni</del>.</p>	<p>Per ragioni di maggiore sistematicità, la precisazione già contenuta nella Parte III, Sezione A, par. 3, del testo della Comunicazione in consultazione (“<i>Si rammenta che, nel caso di eventuale obbligo di pubblicazione di un prospetto informativo, troverà applicazione la pertinente disciplina di riferimento</i>”) viene anticipata nella rubrica della Parte III.</p>

<sup>1</sup> Con riferimento alle modalità di diffusione del comunicato, si rammenta che le società che non utilizzano uno SDIR (Sistema per la Diffusione delle Informazioni Regolamentate) ai sensi dell’art. 65-*octies* del Regolamento Emittenti, inviano il medesimo comunicato ad almeno due agenzie di stampa e lo pubblicano sul proprio sito *internet*. Analogamente a quanto riportato nelle Linee Guida per la Gestione delle Informazioni Privilegiate della Consob (*cfr.* par. 7.3.3.) si raccomanda, in tali casi, di inviare, comunque, detto comunicato a un numero adeguato di media, almeno tre, di cui due con diffusione nazionale.

<sup>2</sup> Si rammenta che, nel caso di eventuale obbligo di pubblicazione di un prospetto informativo, troverà applicazione la pertinente disciplina di riferimento.

<p><b>A. Informazioni da rendere pubbliche</b></p> <p>Gli elementi di informativa oggetto della presente Comunicazione sono distinti in funzione delle diverse fasi nelle quali è strutturata l'operazione, come di seguito indicate:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. il momento della sottoscrizione dell'accordo con l'investitore;</li> <li>2. il momento in cui l'operazione è deliberata (ad esempio, assunzione della delibera assembleare di approvazione dell'aumento di capitale al servizio del POC);</li> <li>3. lo svolgimento e il termine dell'operazione;</li> <li>4. l'eventuale fase di sospensione o di risoluzione dell'accordo sottostante l'operazione.</li> </ol>	
<p><i>I. Sottoscrizione dell'accordo da parte della società con l'investitore</i></p> <p>L'emittente azioni quotate <del>su</del> <b>nei</b> mercati regolamentati ovvero negoziate su MTF, <b>al momento della sottoscrizione dell'accordo con l'investitore</b>, diffonde al pubblico un comunicato stampa con le modalità previste dalla Parte III, Titolo II, Capo I, del <del>Regolamento Consob n. 11971/1999 e successive modifiche</del> (“Regolamento Emittenti”) avente almeno le seguenti informazioni:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>i. descrizione dell'operazione, con indicazione della controparte, delle motivazioni per le quali la stessa è stata scelta e delle relative caratteristiche;</li> <li>ii. informazioni <b>sui criteri per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni e sui costi dell'operazione</b>, con riferimento a tutte le componenti (commissioni, emissione del prestito sotto la pari, sconto sul prezzo dell'azione al momento della conversione, effetti diluitivi, etc.);</li> </ol>	<p>La Sezione A, par. 1, viene integrata per chiarire espressamente (in analogia a quanto previsto nella Comunicazione SEDA-SEF) che il comunicato recante le informazioni relative ai principali elementi all'accordo della società con l'investitore deve essere diffuso al momento della sottoscrizione dello stesso.</p> <p>Ciò posto, le osservazioni pervenute in relazione al par. 1, possono essere suddivise in: <i>a)</i> osservazioni di carattere generale; <i>b)</i> osservazioni su specifici punti del medesimo paragrafo.</p> <p><i>a) <u>Osservazioni di carattere generale</u></i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>GLG &amp; Partners Studio Legale Associato</b>, in un'ottica di semplificazione dei maggiori oneri informativi a carico degli emittenti, invita 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-<i>bis</i> del c.c. (e, per le quotate</li> </ul>

- iii. clausole contrattuali, con particolare riferimento a *lock-up*, *selling restrictions*, prestito titoli, garanzie e *covenant*;
- iv. motivazioni e destinazione dell'aumento di capitale scaturente dall'operazione con esplicitazione delle ragioni dell'esclusione del diritto di opzione (con specifica indicazione delle finalità perseguite con l'operazione e degli eventuali mutamenti intervenuti nella situazione societaria);
- v. il rischio in merito al potenziale effetto diluitivo sulla compagine azionaria preesistente nel caso di sottoscrizione delle azioni, di conversione in azioni delle obbligazioni sottoscritte e/o di esercizio degli ulteriori strumenti finanziari eventualmente emessi nell'ambito dell'operazione;
- vi. il rischio relativo al potenziale effetto di deprezzamento sul titolo azionario nel caso di vendita sul mercato delle azioni sottoscritte o ricevute in conversione da parte del sottoscrittore del prestito;
- vii. informazioni in merito all'eventuale previsione di modifiche nella composizione degli organi sociali dell'emittente e in merito a eventuali accordi relativi a tali modifiche;
- viii. ~~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 la valutazione poi sul mercato si applicano le disposizioni dell'art. 5 del regolamento (UE) 2017/1129 ("Regolamento Prospetto") e dell'art. 100-bis del TUF e che, con riferimento all'obbligo di pubblicazione di un prospetto di offerta, ai sensi dell'art. 205 del TUF, tale obbligo è da escludersi nei casi di offerte di prodotti finanziari effettuate in mercati regolamentati, nei sistemi~~

su mercati regolamentati, dell'art. 125-ter del TUF e degli artt. 70-72 del Regolamento Emittenti), piuttosto che in un apposito comunicato da diffondersi senza indugio *ex art. 17 del MAR* all'esito della riunione consiliare dell'emittente di approvazione dell'accordo con l'investitore.

- Lo **Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati** suggerisce di effettuare talune riflessioni con riguardo ai rapporti tra la proposta di Comunicazione e la disciplina relativa alle operazioni con parti correlate ("**OPC**") e propone di integrare la Sezione A, par. 1, con una specifica informativa al riguardo.

In particolare, il citato Studio legale osserva come la stipula dell'accordo iniziale da parte della società con l'investitore normalmente crei, o sia idoneo a creare, un rapporto "rilevante" tra investitore ed emittente. Ad avviso del medesimo rispondente, la "rilevanza" di questo rapporto, alla luce, in particolare, dei "poteri" che il contratto attribuisce all'investitore, dovrebbe essere valutata dall'emittente per decidere se l'investitore (i) debba essere iscritto nel perimetro delle parti correlate dell'emittente in virtù dell'insorgere della fattispecie di "controllo" o di "influenza notevole" o (ii) fuori dai casi obbligatori, sia anche solo opportuno che sia considerato come parte correlata o comunque che siano applicati i presidi previsti dalla disciplina OPC a tutte le nuove relazioni tra emittente e investitore. La richiamata valutazione dell'emittente, quanto al profilo sub (i), andrebbe condotta sulla scorta del *framework* delineato dai principi contabili internazionali e dovrebbe essere altresì ispirata al principio, già richiamato nel Regolamento Consob n. 17221/2010 ("Regolamento OPC"), della prevalenza della sostanza sulla forma. Quanto invece alla valutazione sub ii) (eventuale applicazione in via volontaria della disciplina OPC all'investitore da parte dell'emittente), è stato sottolineato come, nel fare riferimento allo IAS 24 per

**multilaterali di negoziazione e, se ricorrono le condizioni indicate dalla Consob con regolamento, da internalizzatori sistematici.**

L'emittente fornisce le informazioni relative ai rischi di cui ai precedenti ~~alinea~~ **punti** v. )-e vi. ) dando alle stesse specifica evidenza.

l'individuazione delle proprie parti correlate, un'emittente ben potrebbe, ad avviso del rispondente, avvalersi di un approccio prudenziale e, pertanto, di un'interpretazione del principio contabile internazionale più estensiva, “[...] *al fine di sottoporre ai presidi imposti dalla normativa OPC le operazioni realizzate dall'emittente con un perimetro più ampio di soggetti comunque vicini ai centri decisionali della società. Nel caso di specie tale vicinanza deve essere soppesata in considerazione delle condizioni finanziarie in cui spesso si trovano le società che ricorrono alle Operazioni [...]*”. Pertanto, il rispondente chiede, tra l'altro, che sia valutata l'introduzione di una specifica informativa in ordine all'eventuale inserimento dell'investitore nell'elenco delle parti correlate dell'emittente ai sensi del Regolamento OPC o circa l'assoggettamento in via volontaria dei futuri rapporti tra l'emittente e l'investitore alle procedure in materia di operazioni con parti correlate adottate dall'emittente. Ad avviso del rispondente, infatti, tale informativa assume una rilevanza significativa, in termini di trasparenza, per i soci e per il mercato.

**a) Valutazioni sulle osservazioni di carattere generale**

- Non si ritiene meritevole di accoglimento il suggerimento di GLG & Partners Studio Legale Associato in quanto le informazioni indicate nel par. 1, risultano rilevanti per gli investitori e, pertanto, si conferma l'esigenza di renderle pubbliche con un apposito comunicato da diffondere già nel momento della sottoscrizione dell'accordo.

La pubblicazione delle informazioni in questione in un momento successivo alla conclusione dell'accordo potrebbe, infatti, privare il mercato di elementi essenziali per una tempestiva e corretta valutazione. Il più delle volte, a seguito dell'annuncio della sottoscrizione dell'accordo, sono stati rilevati riflessi/impatti

sull'andamento del prezzo degli strumenti finanziari dell'emittente che rendono evidenza della necessità di una corretta e tempestiva trasparenza informativa in merito agli elementi essenziali dell'operazione.

Si aggiunge inoltre che, data la diversa finalità del comunicato rispetto alla relazione illustrativa degli amministratori, il contenuto del comunicato avente ad oggetto la sottoscrizione dell'accordo è connotato da una informativa di sintesi, rispetto a quella di dettaglio fornita nella citata relazione illustrativa.

- Con riguardo a quanto rappresentato dallo Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati in merito alla eventuale qualificazione dell'investitore come parte correlata, si condivide che le società con azioni quotate nei mercati regolamentati, ai sensi del Regolamento OPC, debbano valutare se, in ragione della conclusione dell'operazione con l'investitore, ricorrano i presupposti per qualificare il medesimo come parte correlata in applicazione dei principi contabili internazionali. Le predette società potrebbero altresì valutare, ai sensi dell'art. 4, comma 2, del medesimo Regolamento OPC, se estendere volontariamente, in tutto o in parte, la suddetta disciplina ai futuri ulteriori rapporti con l'investitore.

Ciò posto, alla luce del suggerimento del rispondente, viene richiesto alle società con azioni quotate sui mercati regolamentati di fornire informazioni circa l'esito delle predette valutazioni in merito all'eventuale inserimento dell'investitore nell'elenco delle parti correlate dell'emittente o circa l'assoggettamento in via volontaria dei futuri rapporti tra l'emittente e l'investitore alla disciplina OPC. In particolare, viene introdotta una previsione volta a richiedere alle predette società di fornire le suddette informazioni nelle relazioni illustrative per le assemblee chiamate ad approvare le operazioni di cui trattasi e una previsione volta a richiedere, solo nelle ipotesi in

cui vi siano aggiornamenti rispetto alle medesime informazioni, di rendere noti tali aggiornamenti nei comunicati da diffondere nelle successive fasi di esecuzione delle operazioni (*cfr.* successivi parr. 2.1. e 3.3.).

***b) Osservazioni su specifici punti del par. 1***

Relativamente al par. 1, punto viii., sono pervenute osservazioni, in parte analoghe, da due rispondenti:

1) **ASSONEXT** osserva che il citato punto viii. pone a carico dell'emittente una valutazione circa l'applicabilità dell'art. 100-*bis* del TUF. Tale richiesta importerebbe ulteriori costi a carico dell'emittente; per tale ragione, l'associazione di categoria suggerisce di precisare che, qualora l'offerta delle azioni avvenga esclusivamente su un MTF trovi applicazione l'art. 205 del TUF, in base al quale le offerte di vendita strumenti finanziari nei sistemi multilaterali di negoziazione non costituiscono offerta al pubblico di prodotti finanziari né offerta pubblica di acquisto o di scambio;

2) allo stesso modo, **GLG & Partners Studio Legale Associato**, suggerisce di voler riconsiderare l'estensione al POC della richiesta di cui al medesimo punto viii).

***b) Valutazioni sugli specifici punti del par. 1.***

Si sottolinea che le indicazioni fornite nella Comunicazione non interferiscono, in alcun modo, sulla disciplina relativa alla responsabilità in ordine all'obbligo del prospetto di offerta (che permane in capo al soggetto che effettua l'offerta) né, tantomeno, su quella relativa alla sussistenza o meno del medesimo obbligo come tracciate dalla normativa europea e nazionale di riferimento.

	<p>Al fine di una maggiore chiarezza su tale aspetto e in linea con i suggerimenti formulati, il punto viii. viene conseguentemente modificato introducendo un opportuno richiamo alla disciplina europea e nazionale in materia di “rivendita successiva dei titoli” e precisando (analogamente a quanto previsto nella Comunicazione SEDA-SEF) che, con riferimento all’obbligo di pubblicazione di un prospetto di offerta, resta ferma l’applicabilità dell’art. 205 del TUF.</p> <p style="text-align: center;">*****</p> <p>Infine, nel condividere le considerazioni svolte dallo Studio Legale Galbiati Sacchi e Associati in merito al successivo par. 2.1. della Sezione A in ordine alla rilevanza di una specifica <i>disclosure</i> sui criteri per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni (considerazioni formulate sul contenuto della relazione illustrativa del consiglio di amministrazione; <i>cfr. infra</i>), si modifica il par. 1, punto ii., per chiarire che l’informativa sui criteri di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni deve essere fornita nel comunicato da diffondere al momento della sottoscrizione dell’accordo.</p>
<p>2. <i>Informativa da rendere in occasione della delibera dell’operazione</i></p> <p>2.1. Con riferimento alle società con azioni quotate nei mercati regolamentati, nei casi in cui l’operazione è oggetto di delibera assembleare, assume rilevanza, ai fini dell’esercizio consapevole del diritto di voto da parte degli azionisti, che sia fornito un <i>set</i> di informazioni inerenti all’operazione ulteriore rispetto a quello già previsto dalle applicabili disposizioni del codice civile e dall’Allegato 3A al Regolamento Emittenti. Al riguardo, la relazione illustrativa del consiglio di amministrazione della società fornisce, oltre alle informazioni di cui al paragrafo 1:</p>	<p><b><u>Osservazioni al par. 2.1.</u></b></p> <p>1) <b>ASSONEXT</b> osserva che le informazioni da rendere in occasione della delibera assembleare previste dalla lett. c., non appaiono rilevanti e che, comunque, non dovrebbe spettare all’emittente indicare la circostanza ivi prevista che, nella gran parte dei casi, è ignota all’emittente stesso;</p>

- a. la stima del fabbisogno finanziario netto complessivo dell'emittente (o del gruppo ad esso facente capo), determinata considerando debiti di qualunque natura, per i dodici mesi successivi dalla data dell'assemblea e, in raffronto, l'indicazione dell'ammontare delle risorse attese derivanti dall'operazione in tale arco temporale; per il caso in cui l'accordo preveda il rimborso in denaro, gli effetti sulla liquidità dell'emittente nel caso di rimborso in denaro dello stesso; la descrizione delle clausole dell'accordo sottostante l'operazione, con particolare riguardo a quelle che possono condizionare il buon esito della stessa; i rischi sull'implementazione dei piani aziendali e sulla continuità aziendale dell'emittente (o del gruppo) derivanti dall'eventuale mancato buon esito dell'operazione secondo le misure e i tempi attesi;
- b. ove noti, gli effetti diluitivi per gli azionisti dell'emittente nel caso di sottoscrizione delle azioni, di conversione in azioni delle obbligazioni sottoscritte e/o di esercizio degli ulteriori strumenti finanziari eventualmente emessi nell'ambito dell'operazione;
- c. per quanto consta all'emittente, informazioni in merito alle modalità di collocamento dei titoli sottoscritti o convertiti presso terzi;
- d. **informazioni circa l'eventuale inserimento dell'investitore unico nell'elenco delle parti correlate dell'emittente ai sensi del regolamento Consob n. 17221/2010 ("Regolamento OPC") ovvero circa l'assoggettamento, in tutto o in parte, in via volontaria dei futuri rapporti tra l'emittente e l'investitore unico alla disciplina sulle operazioni con parti correlate ai sensi dell'art. 4, comma 2, del Regolamento OPC.**

- 2) lo **Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati** suggerisce di operare talune integrazioni relative ai profili attinenti alla determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni.

Nello specifico, il citato studio legale osserva che le modalità di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni costituiscono un aspetto fondamentale nel contesto degli aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione e sottolinea che una peculiarità comune alle operazioni oggetto della proposta di Comunicazione è che il prezzo di emissione delle azioni non viene fissato *ex ante* in maniera puntuale e finale all'esito dell'applicazione di una pluralità di metodi analitici e/o di mercato.

Alla luce di quanto sopra, il rispondente propone di precisare che gli amministratori sono chiamati a dedicare specifica attenzione, sotto il profilo informativo, alle modalità di individuazione dei criteri per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni.

Il rispondente suggerisce che siano altresì richieste le modalità con cui i "*costi dell'operazione*" di cui al punto (ii) della Sezione A., par. 1, incidono sui criteri individuati per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni al servizio del POC non *standard*, anche in rapporto ai *benchmark* di riferimento di volta in volta osservabili sul mercato per tale tipologia di operazioni.

**Valutazioni sul par. 2.1.**

- 1) L'osservazione di ASSONEXT non si ritiene meritevole di accoglimento; si sottolinea che le "*informazioni in merito alle modalità di collocamento dei titoli sottoscritti o convertiti presso terzi*" devono essere rese dall'emittente esclusivamente ove le stesse siano a questi note; tale circostanza è espressamente chiarita già nel testo della Comunicazione posta in consultazione, che prevede la

medesima informativa esclusivamente “*per quanto consta all'emittente*”.

Inoltre, laddove l'emittente sia in possesso delle informazioni in questione, si conferma l'utilità che le stesse siano incluse nell'informativa da rendere all'assemblea (tale adempimento informativo risulta già previsto anche nell'ambito della Comunicazione SEDA-SEF);

- 2) in merito alla richiesta dello Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati, nel condividere le considerazioni svolte in ordine alla rilevanza di una specifica *disclosure* sui criteri per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, come sopra rappresentato, è stato integrato il par. 1, della Sezione A, precisando che, già il comunicato da diffondere al momento della sottoscrizione dell'accordo, deve contenere specifiche informazioni sui medesimi criteri (*cf. supra*).

Invece, con riferimento al suggerimento volto ad includere nell'informativa anche le “modalità di individuazione dei criteri” per la determinazione del prezzo di emissione, la proposta del medesimo rispondente non risulta meritevole di accoglimento.

Ciò in quanto - premesso che le suddette modalità rientrano in dinamiche riconducibili alla normale sfera negoziale dei soggetti coinvolti nell'operazione - l'imposizione di tale informativa determinerebbe un aggravio non proporzionale a carico degli operatori anche tenuto conto della vigente disciplina in materia.

Infatti, si sottolinea che il punto 1.6. dello Schema 2 (*Relazione illustrativa dell'organo amministrativo per l'assemblea straordinaria chiamata a deliberare operazioni di modifica del capitale sociale e/o di emissione di obbligazioni*) dell'Allegato 3° al

2.2. Sia con riferimento alle società con azioni quotate nei mercati regolamentati, sia con riferimento alle società con azioni negoziate su MTF:

- i. **le informazioni indicate nel precedente paragrafo 2.1., lett. a., sono riportate nell'apposito comunicato da diffondersi a seguito dell'approvazione dell'aumento di capitale da parte dell'assemblea.** Le informazioni indicate nel precedente ~~punto~~ **paragrafo 2.1., lett. b. e c.,** sono riportate nell'apposito comunicato ~~stampa~~ da diffondersi, ~~con le modalità previste dalla Parte III, Titolo II, Capo I, del Regolamento Emittenti,~~ a seguito dell'approvazione dell'aumento di capitale da parte dell'assemblea, se non già presenti nel comunicato diffuso in occasione della sottoscrizione dell'accordo da parte della società con l'investitore;
- ii. qualora ricorra l'ipotesi della delega agli amministratori per l'aumento di capitale ai sensi dell'art. 2443 del codice civile - il quale prevede che lo statuto possa attribuire agli amministratori la facoltà di aumentare in una o più volte il

Regolamento Emittenti richiede esclusivamente l'indicazione de “*i criteri in base ai quali è stato determinato il prezzo di emissione delle nuove azioni, il rapporto di assegnazione previsto, nonché il rapporto di conversione in caso di emissione di obbligazioni convertibili.*”.

\*\*\*

Infine, come sopra rappresentato, il par. 2.1. viene integrato alla luce delle considerazioni espresse dallo Studio Legale Galbiati Sacchi e Associati in merito alla rilevanza di una specifica *disclosure* sugli eventuali rapporti come parti correlate tra la società che ha posto in essere l'operazione e l'investitore (*cf.* valutazioni sul par. 1).

**Osservazioni al par. 2.2.**

**ASSONEXT:**

- a) suggerisce di prevedere che le informazioni ivi individuate siano fornite dalle società prima dell'assemblea, così da permettere agli azionisti di votare consapevolmente; tale informativa, ad avviso del rispondente, dovrebbe essere resa o in apposito comunicato o, qualora redatta in via volontaria dalla società, nella relazione illustrativa del consiglio di amministratore;
- b) ritiene che l'informativa circa la stima del fabbisogno finanziario netto complessivo dell'emittente (o del gruppo ad esso facente capo), possa risultare estremamente gravosa, soprattutto per le società di minori dimensioni, quali quelle negoziate su MTF. Inoltre, l'obbligo di pubblicare dati prospettici esporrebbe gli emittenti a rischi aggiuntivi, obblighi informativi supplementari e a sanzioni rilevanti in caso di erronea valutazione circa la sussistenza di un obbligo di comunicare eventuali aggiornamenti.

capitale sociale - le medesime informazioni sono riportate in un apposito comunicato stampa, da diffondersi con le modalità sopra richiamate, contestualmente alla delibera del consiglio di amministrazione che approva l'aumento di capitale.

Sul punto, il rispondente ritiene che la stima del fabbisogno finanziario netto complessivo dell'emittente possa essere sostituita per le società negoziate su MTF da una più proporzionale indicazione: (a) del volume delle *tranche*; e (b) della percentuale di capitale che potrebbe essere emessa (in numero di azioni) nonché della massima diluizione; nell'arco dei 12 mesi successivi alla delibera assembleare.

### Valutazioni sul par. 2.2.

Al riguardo:

- a) in primo luogo, si sottolinea che, per le società con azioni quotate nei mercati regolamentati, ai sensi del precedente par. 2.1., l'informativa prevista nel comunicato da diffondere ai sensi del par. 2.2. deve essere resa anche nell'ambito della relazione illustrativa del consiglio di amministrazione.

Con riferimento alle società con azioni negoziate su MTF - nel precisare che resta ferma, anche per le stesse, l'applicabilità della disciplina prevista dal MAR in materia di informativa continua - al fine di non appesantire con più specifici oneri tale categoria di società, non si ritiene opportuno accogliere la richiesta relativa alla diffusione di un comunicato *ad hoc*, con le informazioni di cui al par. 2.2., prima dell'approvazione dell'aumento di capitale da parte dell'assemblea.

Resta inteso che, benché non espressamente previsto nella Comunicazione, gli emittenti le cui azioni sono negoziate su MTF possono comunque procedere a rendere pubbliche tali informazioni anche prima della riunione assembleare chiamata all'approvazione dell'operazione;

- b) alla luce all'osservazione di ASSONEXT in merito all'eccessivo aggravio a carico degli emittenti azioni negoziate su MTF derivante dalla *disclosure* chiesta in merito al fabbisogno finanziario netto complessivo, appare opportuno precisare (senza che ciò dia luogo a modifiche della Comunicazione) che gli stessi potranno, se del caso, specificare nel comunicato previsto nel par. 2.2. che l'indicazione sul fabbisogno finanziario netto complessivo rappresenta una stima senza valore predittivo sull'evoluzione futura dello stesso.

Nella medesima prospettiva si osserva che, in ogni caso, la pubblicazione, da parte delle medesime società, di una stima che potrebbe rivelarsi *ex post* non corretta non sarà, di per sé, passibile di sanzione, salvo i casi di violazione dell'art. 17 del MAR.

Ciò posto, non si ritiene condivisibile la proposta di ASSONEXT di sostituire a tale informazione quella relativa al volume delle *tranches* e alla percentuale di capitale emessa a servizio delle stesse, in quanto dette informazioni non possono essere considerate equivalenti a quella riferita al fabbisogno finanziario netto complessivo, e quindi sostitutive, della stessa.

Infine, nel par. 2.2., si realizza una modifica volta a chiarire che l'informativa sulla stima del fabbisogno finanziario netto complessivo dell'emittente (o del gruppo ad esso facente capo) deve essere fornita esclusivamente nell'ambito della *disclosure* da effettuare in occasione della delibera dell'operazione e non nella *disclosure* relativa alla precedente fase della sottoscrizione dell'accordo; ciò al fine di rendere un'informativa il più possibile aggiornata su tale dato (par. 2.2.).

**3. Informativa da rendere durante lo svolgimento e fino al termine dell'operazione<sup>3</sup>**

3.1. Nel caso di SEDA/SEF, in occasione della sottoscrizione di ciascuna *tranche*, l'emittente con azioni quotate ~~in~~ **nei** mercati regolamentati e/o azioni negoziate su MTF, ~~pubblica~~ **diffonde**, ~~con le modalità previste dalla Parte III, Titolo II, Capo I, del Regolamento Emittenti,~~ un comunicato contenente un riepilogo, in forma tabellare, dei seguenti elementi informativi: la data dell'operazione **di sottoscrizione**, i prezzi, il numero di azioni sottoscritte, i controvalori e la variazione del capitale sociale a seguito dell'emissione delle azioni.

3.2. Con riferimento ai POC, in occasione della sottoscrizione di ciascuna *tranche*, l'emittente con azioni quotate in mercati regolamentati e/o azioni negoziate su MTF ~~stampa~~ **diffonde** un comunicato con un riepilogo in forma tabellare dei seguenti elementi informativi: la data dell'operazione **di sottoscrizione**, il numero di obbligazioni sottoscritte, il valore nominale di ogni singola obbligazione, il controvalore totale sottoscritto, il numero di obbligazioni della *tranche* eventualmente ancora da sottoscrivere, il numero di *warrant* emessi contestualmente alla sottoscrizione delle obbligazioni nel caso di POC *cum warrant* e le informazioni circa le restanti *tranche* ancora da sottoscrivere (ad esempio, numero *tranche* e quantitativo residuo).

Inoltre, i medesimi emittenti di cui sopra, in occasione di ciascuna conversione delle obbligazioni in azioni, diffondono un comunicato

Come sopra indicato, la precisazione contenuta nel titolo del par. 3 della Sezione A, relativa alla circostanza che “*Nel caso di eventuale obbligo di pubblicazione di un prospetto informativo, troverà applicazione la pertinente disciplina di riferimento*” è stata anticipata nella rubrica della Parte III.

Inoltre, nei parr. 3.1., 3.2. (primo periodo) e 3.4. [punti i) e ii)] vengono apportate delle mere precisazioni terminologiche tese a chiarire che le informazioni ivi richieste sulla data dell'operazione si riferiscono, a seconda dei casi, alla data dell'operazione “*di sottoscrizione*” ovvero “*di conversione*”.

**Osservazioni al par. 3.2.**

**GLG & Partners Studio Legale Associato** chiede che venga precisato se la comunicazione di variazione del capitale sociale richiesta in occasione del comunicato da diffondere per ciascuna emissione di azioni rivenienti dalla conversione delle obbligazioni debba intendersi sostitutiva di quella 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 c.c.

**Valutazioni sul par. 3.2.**

Alla luce del chiarimento chiesto, si rappresenta che il comunicato da diffondere per ciascuna emissione di azioni rivenienti dalla conversione delle obbligazioni può sostituire, per le società con azioni quotate nei mercati

<sup>3</sup> ~~Nel caso di eventuale obbligo di pubblicazione di un prospetto informativo, troverà applicazione la pertinente disciplina di riferimento.~~

stampa contenente i seguenti elementi informativi: **la data dell'operazione di conversione**, il numero di obbligazioni convertite appartenenti a ciascuna *tranche*, il controvalore nominale delle obbligazioni convertite, il prezzo di conversione individuato (come definito nel contratto), il numero di azioni rivenienti dalla conversione e la variazione del capitale sociale a seguito dell'emissione delle azioni rivenienti dalla conversione.

regolamentati, il comunicato che tali società sono tenute a diffondere ai sensi dell'art. 85-*bis*, comma 1, lett. *a*), del Regolamento Emittenti (“*Modifiche del capitale sociale*”), nei termini previsti dal comma 2, lett. *a*), del medesimo articolo, “*in occasione di modifiche del capitale sociale*”. Resta fermo che, in occasione di modifiche del capitale sociale, rivenienti dalla predetta conversione delle obbligazioni in azioni, l'emittente con azioni quotate nei mercati regolamentati è, in ogni caso, tenuto a comunicare alla Consob tali modifiche, ai sensi dell'art. 85-*bis*, comma 1, lett. *b*), del Regolamento Emittenti, mediante il sistema di tele-raccolta.

Si precisa altresì che, nel comunicato diffuso in occasione della conversione di obbligazioni in azioni, oltre a rappresentarsi (anche nell'oggetto) che si tratta di comunicazione inerente alla variazione di capitale sociale (riportandone il relativo codice identificativo ai sensi dell'art. 65-*ter* del Regolamento Emittenti), si dovrebbe specificare che la comunicazione stessa è resa in sostituzione del comunicato previsto ai sensi del sopra richiamato art. 85-*bis* del Regolamento Emittenti. Le informazioni fornite nel medesimo comunicato devono inoltre rispettare le ulteriori indicazioni fornite dalle società di gestione dei mercati (ad esempio, quelle contenute nelle Istruzioni al Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.).

Tali considerazioni valgono anche per il comunicato previsto dal par. 3.1. in relazione ai SEDA/SEF.

I suddetti chiarimenti esplicativi non implicano una modifica della Comunicazione rispetto al testo posto in consultazione.

\*\*\*\*\*

Nel par. 3.2., al fine di completare il *set* delle informazioni la cui diffusione si ritiene necessaria in occasione di ciascuna conversione delle obbligazioni, viene introdotta l'informativa “*sulla data dell'operazione di conversione*” .

3.3. Sia per i SEDA/SEF, sia per i POC, l'emittente con azioni quotate ~~in~~ nei mercati regolamentati diffonde, con il comunicato stampa indicato ai ~~punti~~ paragrafi 3.1. e 3.2., **primo capoverso**, 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.

**La medesima informazione è resa dalle società con azioni negoziate su MTF con comunicato da diffondere in occasione della pubblicazione delle rendicontazioni finanziarie annuali e (ove previste) semestrali.**

**L'emittente con azioni quotate nei mercati regolamentati, qualora vi siano aggiornamenti in merito alle informazioni indicate nel precedente paragrafo 2.1., lett. d., rende noti gli stessi con il comunicato di cui ai paragrafi 3.1. e 3.2.**

**Osservazioni al par. 3.3.**

**GLG & Partners Studio Legale Associato** chiede che sia eliminata l'indicazione prevista nel par. 3.3., ritenendo che la stessa riguardi informazioni gravose per gli emittenti e non richieste in caso di ricorso ad altre forme di finanziamento maggiormente onerose per gli stessi (ad esempio, rispetto al reperimento di risorse tramite *equity* o prestiti convertibili in *equity*).

**Valutazioni sul par. 3.3.**

L'osservazione non si ritiene meritevole di accoglimento in quanto per le altre fonti di finanziamento indicate dal rispondente sono comunque richiesti, dalla vigente normativa, specifici adempimenti informativi.

L'informativa prevista nella previsione in commento assume, anzi, una particolare rilevanza per gli azionisti delle società coinvolte nelle operazioni, in quanto l'aggiornamento circa l'utilizzo delle risorse derivanti dalla *tranche* rispetto al fabbisogno finanziario netto dell'emittente costituisce un elemento informativo idoneo ad incidere significativamente sulle scelte dei medesimi azionisti e dei potenziali investitori.

\*\*\*

Ciò posto, proprio al fine di garantire una compiuta informativa su tale significativo elemento in relazione all'operatività maggiormente riscontrata sul mercato, si prevede, rispetto al testo in consultazione, che la stessa sia fornita anche dalle società con azioni negoziate su MTF. Al contempo, in un'ottica di proporzionalità, si stabilisce che l'informativa in esame deve essere fornita da tali società in un comunicato da diffondere esclusivamente in occasione della pubblicazione delle rendicontazioni finanziarie annuali e (ove previste) semestrali e non in occasione della sottoscrizione di ciascuna *tranche*, come previsto per le società con azioni quotate nei mercati

3.4. Per i POC, l'emittente con azioni quotate ~~in~~ **nei** mercati regolamentati e/o azioni negoziate su MTF pubblica sul sito *internet* **(in una specifica pagina e/o sezione dello stesso di agevole individuazione)**, su base mensile (fine al termine dell'operazione), **entro il quinto giorno di borsa aperta successivo al termine di ogni mese solare**, un riepilogo che, in forma tabellare, ricostruisce le informazioni inerenti al POC dall'inizio dell'operazione, indicando:

1. la data dell'operazione **di sottoscrizione**, il numero e il controvalore delle obbligazioni sottoscritte appartenenti ~~alla~~ **ciascuna tranche**;
2. la data dell'operazione **di conversione**, il numero e il controvalore delle obbligazioni convertite con informazioni relative al prezzo di conversione, al numero di azioni emesse a seguito della conversione e alla variazione di capitale sociale conseguente a tale conversione;
3. **se nota**, la quota di partecipazione detenuta dall'investitore **unico** ove rilevante **o significativo**, **in quanto detentore di una partecipazione almeno pari o superiore alle soglie indicate nella Sezione B, paragrafo 1**~~se nota~~;
4. il rischio di un effetto diluitivo dell'operazione e di potenziale deprezzamento del titolo azionario.

regolamentati (viene conseguentemente modificato anche il successivo par. 3.6.).

Infine, come sopra rappresentato, il par. 3.3. viene integrato alla luce delle considerazioni espresse dallo Studio Legale Galbiati Sacchi e Associati in merito alla rilevanza di una specifica *disclosure* sugli eventuali rapporti come parti correlate tra la società che ha posto in essere l'operazione e l'investitore (*cf.* valutazioni sul par. 1).

**Osservazioni al par. 3.4.**

**GLG & Partners Studio Legale Associato** chiede che sia eliminato l'obbligo relativo alla pubblicazione sul sito *internet* degli emittenti di un riepilogo mensile dell'utilizzo del POC, in quanto detto riepilogo è già richiesto in occasione dei comunicati da diffondere per ciascuna emissione di *tranche* del POC e per ciascuna emissione di azioni rivenienti dalla conversione delle obbligazioni.

**Valutazioni sul par. 3.4.**

L'obbligo di riepilogo mensile non può essere eliminato *tout court* in quanto ritenuto utile al fine di assicurare un'informativa di sintesi su base mensile in relazione ad elementi ritenuti rilevanti per gli investitori.

Si ritiene, infatti, che tali informazioni abbiano valore segnaletico se raggruppate e rese disponibili su base mensile sul sito *internet* dell'emittente. In particolare, tale modalità di pubblicazione è funzionale a rendere agevolmente reperibili le medesime informazioni da parte del pubblico.

In ogni caso, in linea con le motivazioni sottese al suggerimento, si semplificano gli oneri informativi a carico delle società, precisando che il citato riepilogo mensile non è richiesto qualora non vi siano state modifiche e/o aggiornamenti rispetto alle informazioni precedentemente fornite.

Tale riepilogo non è richiesto qualora non vi siano state modifiche e/o aggiornamenti rispetto alle informazioni mensili precedentemente fornite.

\*\*\*

Inoltre, si apportano al par. 3.4. ulteriori modifiche volte a chiarire la portata degli adempimenti informativi richiesti:

- a) si precisa che il citato riepilogo mensile deve essere pubblicato in una “pagina e/o sezione di agevole individuazione” del sito internet dell'emittente;
- b) per ragioni di certezza giuridica, si prevede che il termine entro il quale deve essere effettuata la pubblicazione del medesimo riepilogo coincide con “il quinto giorno di borsa aperta successivo al termine di ogni mese solare”;
- c) avuto riguardo all'informativa da rendere in merito alla quota di partecipazione detenuta dall'investitore ove “rilevante”, per le società le cui azioni sono negoziate su MTF, viene richiamato il più appropriato concetto di investitore “significativo” (definito, nel Regolamento Emittenti del mercato *Euronext Growth Milan*, come l'azionista che detiene “una partecipazione pari ad almeno il 5% del capitale sociale con diritto di voto nella Società”). Si individuano inoltre i concetti di investitore unico rilevante e significativo.

3.5. Inoltre, sia per i SEDA/SEF, sia per i POC, l'emittente con azioni quotate ~~in~~ **nei** mercati regolamentati **e/o azioni negoziate su MTF** aggiorna il pubblico, quanto prima possibile, con relativo comunicato ~~stampa, da diffondersi con le modalità sopra richiamate,~~ circa un'eventuale modifica/cambiamento della finalità iniziale per cui aveva deliberato di procedere a tale operazione (a titolo esemplificativo: copertura del fabbisogno finanziario, supporto del piano industriale o di risanamento dell'emittente o del gruppo ad esso facente capo) anche alla luce del fabbisogno finanziario indicato nella relazione illustrativa degli amministratori ai fini dell'assemblea chiamata a deliberare l'operazione (per quanto concerne le società con azioni quotate in mercati regolamentati) **o nel comunicato da**

Il par. 3.5. viene modificato per le medesime esigenze di trasparenza informativa conseguenti all'evoluzione del contesto operativo di riferimento illustrate *sub* par. 3.3. La crescente diffusione dell'utilizzo dei POC non *standard* soprattutto da parte delle società con azioni negoziate su MTF e la rilevanza di eventuali modifiche/cambiamenti della finalità iniziale dell'operazione rendono necessario che anche tali società siano incluse nell'obbligo di *disclosure* previsto dalla previsione in commento (viene conseguentemente modificato anche il successivo par. 3.6.).

**diffondere ai sensi del precedente paragrafo 2.2. (per quanto concerne le società con azioni negoziate su MTF)** o, nel caso in cui sia richiesta la pubblicazione di un prospetto informativo, rispetto all'informazione sul fabbisogno finanziario più aggiornata ivi riportata.

~~3.6. Gli adempimenti informativi di cui ai precedenti punti 3.3. e 3.5. sono raccomandati alle società con azioni negoziate su MTF.~~

**Osservazioni al par. 3.6.**

ASSONEXT, al fine di creare uno quadro più proporzionale possibile per gli emittenti negoziati su MTF e ridurre i costi di *compliance*, suggerisce di riformulare il paragrafo in esame, per escludere tale categoria di emittenti dall'applicazione dei parr. 3.3. e 3.5. relativamente all'informativa da rendere in merito al fabbisogno finanziario netto complessivo.

**Valutazioni sul par. 3.6.**

Il suggerimento del rispondente non risulta accoglibile. Gli oneri previsti per le società con azioni negoziate su MTF, come sopra detto, sono stati individuati in considerazione dell'utilizzo sempre maggiore, da parte delle stesse, dell'operatività connessa ai POC non *standard* e risultano giustificati da riscontrate esigenze di tutela informativa degli azionisti delle medesime società e, in generale, degli investitori.

\*\*\*

Per esigenze di coordinamento con le modifiche apportate ai parr. 3.3. e 3.5. (modifiche che si fondano sull'anzidetta logica di tutela), il par. 3.6. viene eliminato.

*4. Informativa da rendere in caso di sospensione o di risoluzione dell'accordo sottostante l'operazione*

In caso di sospensione o di risoluzione dell'accordo sottostante l'operazione, l'emittente con azioni quotate ~~in~~ **nei** mercati

<p>regolamentati e/o negoziate su MTF pubblica un comunicato stampa contenente i seguenti elementi informativi:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• la descrizione della motivazione relativa alla sospensione o alla risoluzione dell'accordo sottostante all'operazione;</li> <li>• la descrizione degli impatti della sospensione/risoluzione dell'accordo sull'implementazione dei piani aziendali e/o della continuità aziendale dell'emittente e del gruppo.</li> </ul>	
<p><b>B. Informazioni relative alle operazioni di compravendita effettuate sul mercato da parte dell'investitore unico</b></p> <p><b>1.</b> L'investitore che detiene, anche in qualità di prestatario titolare del diritto di voto, una partecipazione in un emittente con azioni quotate nei mercati regolamentati almeno pari alle soglie rispettivamente individuate dall'art. 120, comma 2, del TUF (per gli emittenti che non sono PMI e per gli emittenti che sono PMI), pubblica, nel periodo compreso tra la data di conclusione del contratto e <b>il mese successivo alla data</b> <del>quella</del> di sottoscrizione e/o di conversione dell'ultima <i>tranche</i>, informazioni relative alle compravendite effettuate sulle azioni del medesimo emittente, nonché agli strumenti ad esse collegati, come definiti dall'art. 152-<i>sexies</i>, comma 1, lett. <i>b</i>), del Regolamento Emittenti. Dette informazioni, da rendere in forma tabellare, riportano in ciascuna riga l'operatività su base giornaliera, indicando almeno i seguenti elementi: data di esecuzione, segno dell'operazione, quantitativo compravenduto, prezzo medio ponderato, controvalore e sede di esecuzione.</p> <p>Dette informazioni sono pubblicate <b>in una specifica pagina e/o sezione di agevole individuazione</b>, <del>sul</del> del sito <i>internet</i> dell'investitore, <b>ove esistente</b>, o dell'emittente, <del>in presenza di un</del></p>	<p>Si ritiene opportuno integrare la Sezione B per:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>a) prevedere, in coerenza con le esigenze informative riscontrate, che l'arco temporale della <i>disclosure</i> si concluda nel mese successivo alla data di sottoscrizione e/o di conversione dell'ultima <i>tranche</i>;</li> <li>b) effettuare talune precisazioni in merito alle modalità di pubblicazione delle informazioni (in particolare, chiarire che la pubblicazione sul sito <i>internet</i> dell'investitore è richiesta solo se il medesimo sito sia “<i>esistente</i>” e che la stessa deve avvenire “<i>in una specifica pagina e/o sezione di agevole individuazione</i>” del medesimo sito);</li> <li>c) introdurre una raccomandazione conseguente alla possibile effettuazione di vendite allo scoperto su azioni che sono oggetto delle operazioni considerate.</li> </ol> <p>A tale ultimo riguardo, è infatti possibile che gli investitori effettuino vendite allo scoperto o assumano altre posizioni ribassiste (cc.dd. posizioni nette corte o “<b>PNC</b>”) su azioni che sono oggetto delle operazioni.</p> <p>In base alla pertinente disciplina europea di riferimento [Regolamento (UE) n. 236/2012 in materia di <i>short selling</i>]</p>

**mediante** accordo con quest'ultimo, entro il ~~terzo~~ **quinto** giorno di borsa aperta successivo al termine di ogni mese solare. **Tale pubblicazione non è richiesta qualora non vi siano state modifiche e/o aggiornamenti rispetto alle informazioni mensili precedentemente pubblicate.**

I medesimi adempimenti sono raccomandati anche all'investitore che detiene una partecipazione inferiore alle soglie sopra indicate in società le cui azioni sono quotate in un mercato regolamentato.

Infine, i medesimi adempimenti sono altresì raccomandati all'investitore che detiene una partecipazione almeno pari al 5% del capitale sociale di un emittente con azioni negoziate su MTF.

**2. Nel corso di alcune delle operazioni oggetto della presente Comunicazione, fermi restando i divieti di abusi di mercato previsti dagli artt. 14 e 15 del MAR, è possibile che l'investitore effettui vendite allo scoperto su azioni quotate nei mercati regolamentati o negoziate su MTF, eventualmente a fronte del diritto a sottoscrivere azioni di nuova emissione (ad esempio, tramite accordo con l'emittente o possesso di *warrant* e/o obbligazioni convertibili).**

**Tali vendite allo scoperto generano una posizione netta corta ("PNC")<sup>4</sup> in capo all'investitore che, ai sensi dell'art. 5 del Regolamento (UE) n. 236/2012 relativo alle vendite allo scoperto, deve essere notificata all'Autorità competente (la Consob per le azioni italiane) al raggiungimento di una soglia rilevante (costituiscono soglie rilevanti lo 0,1% del capitale sociale emesso**

l'investitore è tenuto a comunicare, all'Autorità competente, la PNC detenuta quando quest'ultima raggiunge determinate soglie.

La raccomandazione introdotta invita gli investitori a indicare, all'atto della comunicazione alla Consob della PNC detenuta in azioni italiane, se la medesima PNC è assistita dal diritto a ricevere azioni di nuova emissione.

Tale raccomandazione è coerente con l'analoga raccomandazione rivolta agli investitori che assumono PNC nel corso di aumenti di capitale in opzione (*cfr.* Comunicazione Consob n. 0088305/2016).

\*\*\*

Inoltre, con riferimento alla Sezione B e, in generale, alla posizione dell'investitore, sono pervenute le seguenti osservazioni.

**1) Borsa Italiana S.p.A:**

- a) suggerisce di valutare l'adozione di una raccomandazione che richieda all'emittente quotato di prevedere, all'interno dei contratti oggetto della Comunicazione, un divieto di operatività per l'investitore sulle azioni dell'emittente stesso, nel periodo di riferimento assunto ai fini della determinazione del prezzo di sottoscrizione delle azioni, o del rapporto di conversione delle obbligazioni, o del prezzo di esercizio dei *warrant*;
- b) ritiene importante che l'informativa relativa alle operazioni di compravendita effettuate sul mercato da parte dell'investitore non sia fornita solo da investitori che detengono una partecipazione nell'emittente almeno pari alle soglie individuate dall'art. 120, comma 2, del TUF. A tal fine, Borsa Italiana S.p.A. - ancorché

<sup>4</sup> Si fa presente, al contrario, che gli strumenti finanziari che permettono di ricevere azioni già emesse sono inclusi nel calcolo delle PNC e, pertanto, eventuali vendite allo scoperto supportate dal possesso, per quantità corrispondenti, di tali strumenti finanziari non genereranno alcuna PNC.

dell'emittente e ogni 0,1% superiore a tale soglia). Ai sensi dell'art. 9 del predetto regolamento, la notifica va effettuata entro le ore 15.30 del giorno di negoziazione successivo al raggiungimento di una soglia rilevante.

Come già raccomandato con riguardo alle PNC assunte nel corso di aumenti di capitale, si raccomanda agli investitori, nel notificare alla Consob le PNC detenute a seguito della partecipazione nelle operazioni oggetto della presente comunicazione di indicare, nel campo "Commenti" della PNC, l'eventuale diritto a sottoscrivere azioni di nuova emissione.

Si rammenta, infine, che quando la PNC raggiunge lo 0,5% del capitale sociale emesso, essa è resa pubblica dalla Consob.

ritenga apprezzabile che la Comunicazione si preoccupi di raccomandare i medesimi adempimenti informativi anche in capo agli investitori che detengono una partecipazione inferiore alle soglie sopra indicate - chiede che sia valutata la possibilità di richiedere al singolo investitore, alla luce del rapporto instaurato con l'emittente quotato, di fornire (anche solo alla Consob) adeguata visibilità in merito alla specifica operatività in virtù del ruolo che il soggetto svolge nel contesto dell'operazione.

2) In termini parzialmente analoghi, lo **Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati** chiede di valutare di prevedere gli oneri informativi indipendentemente dalla partecipazione detenuta, con riguardo alle società quotate su mercati regolamentati. Analoga considerazione viene svolta (previ gli opportuni passaggi procedurali e regolamentari) anche con riferimento alle società negoziate su MTF.

3) **GLG & Partners Studio Legale Associato** suggerisce di prevedere che le informazioni sull'operatività dell'investitore 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.

4) **Nice & Green Leading Swiss Funding Firm** suggerisce di prevedere, in luogo della diffusione dell'operatività su base giornaliera, la divulgazione di un estratto conto mensile con i dati cumulati e medi del mese.

### Valutazioni

- Con riferimento alle osservazioni di Borsa Italiana S.p.A. e dello Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati, si osserva che la Comunicazione mira a disciplinare i presidi di trasparenza informativa nei confronti del pubblico che devono accompagnare la stipula (e le successive fasi) degli accordi

considerati; esulano, dall'ambito della stessa, obblighi (o anche solo raccomandazioni) relativi allo specifico contenuto contrattuale (clausole e divieti) delle fattispecie considerate.

Fermo restando quanto sopra e nel comprendere le motivazioni sottese ai rilievi espressi, si integra la Sezione B con uno specifico richiamo in ordine alla sussistenza dei divieti di abusi di mercato di cui agli artt. 14 e 15 del MAR (*cf.* nuovo par. 2).

Resta inteso che le associazioni di categoria potranno proporre o suggerire l'adozione di *standard* contrattuali che includano il sopra citato divieto o che, comunque, contemplino meccanismi (tra l'altro già riscontrati in taluni dei contratti finora sottoscritti), finalizzati, ad esempio, ad escludere, ai fini del calcolo del prezzo medio ponderato, le sedute di borsa caratterizzate da una maggiore operatività da parte dell'investitore.

Sotto altro profilo, non si ritiene meritevole di accoglimento il suggerimento volto alla previsione di obblighi informativi indipendentemente dalla partecipazione detenuta dagli investitori negli emittenti. Ciò in quanto si ritiene opportuno mantenere gli obblighi informativi nel perimetro soggettivo delineato dall'art. 114, comma 5, del TUF, che prevede, tra i destinatari delle richieste della Consob, i "*soggetti che detengono una partecipazione rilevante ai sensi dell'articolo 120 o che partecipano a un patto previsto dall'articolo 122*".

Pertanto, si conferma la scelta adottata nel testo posto in consultazione di prevedere che tale informativa sia solo raccomandata (e non prescritta) agli investitori che detengono una partecipazione inferiore alle soglie rilevanti in emittenti quotati in mercati regolamentati.

Con specifico riferimento alle società con azioni negoziate su MTF, tenuto conto della particolare tipologia della società partecipata, l'esigenza di trasparenza informativa rilevata dai rispondenti deve essere temperata

con quella di evitare eccessivi e non proporzionali oneri a carico degli investitori nelle medesime società. Per tale motivo si conferma la previsione di una raccomandazione rivolta ai soggetti che detengono una partecipazione in società negoziate su MTF esclusivamente in presenza del superamento di una determinata quota del capitale sociale delle medesime società. Non appare proporzionale prevedere, anche solo sotto forma di raccomandazione, una *disclosure* a carico dei citati investitori a prescindere dalla quota di partecipazione detenuta. Al riguardo, si fa inoltre presente che la soglia prevista nella Comunicazione (il 5% del capitale sociale) coincide, come sopra rappresentato, con la soglia individuata dal Regolamento Emittenti dell'*Euronext Growth Milan* al fine della qualificazione di un'azionista alla stregua di "azionista significativo".

Resta, in ogni caso, ferma la possibilità, anche per gli investitori che detengono una partecipazione inferiore alla soglia individuata nel capitale di società con azioni negoziate su MTF, di poter pubblicare le informazioni previste nella Sezione B della Comunicazione.

Infine, sempre nell'ottica di contemperare gli oneri derivanti dai nuovi presidi informativi con quanto ritenuto strettamente necessario al fine di rendere una compiuta *disclosure* al mercato, si ritiene di non reintrodurre, in termini di obbligo (art. 115 del TUF) e/o di raccomandazione, la previsione (contenuta nella precedente Comunicazione SEDA-SEF) relativa all'invio anche alla Consob dell'informativa relativa all'operatività posta in essere dagli investitori. Resta fermo che tale informativa potrà costituire oggetto di specifiche richieste da parte della medesima Autorità.

- Nel condividere le motivazioni sottese al suggerimento di GLG & Partners Studio Legale Associato, si prevede un lasso temporale maggiore entro il quale l'investitore è tenuto a pubblicare le medesime informazioni (entro il quinto giorno, e non più entro il terzo giorno, di borsa aperta successivo al termine di ogni mese solare).

	<p>Inoltre, nella medesima prospettiva di semplificazione, si prevede che la pubblicazione delle informazioni non è richiesta qualora non vi siano state modifiche e/o aggiornamenti rispetto alle informazioni precedentemente pubblicate.</p> <p>- Non si ritiene meritevole di accoglimento l'osservazione di Nice &amp; Green Leading Swiss Funding Firm in quanto la suggerita aggregazione su base mensile delle informazioni richieste dalla Comunicazione comporterebbe una riduzione della portata segnaletica delle stesse, soprattutto rispetto alle modalità attuative e allo stato di avanzamento dell'operazione. L'indicazione su base giornaliera dei dati consente altresì di verificare la correttezza dell'operato nel rispetto dell'operazione nei termini annunciati al mercato.</p>
<p>C. Emittenti assoggettati ad obblighi informativi supplementari mensili o trimestrali ai sensi dell'art. 114, comma 5, del TUF</p> <p>Gli emittenti <b>con azioni</b> quotate <del>i sui</del> <b>nei</b> mercati regolamentati assoggettati dalla Consob, ai sensi dell'art. 114, comma 5, del TUF, ad obblighi informativi su base mensile o trimestrale sulla situazione economico-finanziaria, per i quali già sussiste l'obbligo di diffondere trimestralmente le informazioni sullo stato di implementazione del piano industriale e finanziario, dovranno fornire inoltre elementi informativi sugli strumenti finanziari emessi nell'ambito delle operazioni oggetto della presente Comunicazione. In particolare, i suddetti emittenti dovranno riportare un riepilogo: <i>i</i>) del numero degli strumenti sottoscritti (con indicazione del controvalore totale sottoscritto) e del quantitativo residuo da sottoscrivere; <i>ii</i>) del numero di strumenti convertiti con indicazione del prezzo di conversione, del numero di azioni rivenienti dalla conversione e della variazione di capitale sociale conseguente a tale conversione; <i>iii</i>) delle commissioni complessivamente sostenute. Inoltre, laddove le operazioni finanziarie in oggetto siano state avviate a supporto dei</p>	<p><b><u>Osservazioni</u></b></p> <p><b>GLG &amp; Partners Studio Legale Associato</b>, in un'ottica di semplificazione degli obblighi informativi, suggerisce di valutare l'opportunità 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 <i>ad hoc</i> da diffondersi secondo le previgenti tempistiche dei resoconti intermedi di gestione.</p> <p><b><u>Valutazioni</u></b></p> <p>L'osservazione non si ritiene meritevole di accoglimento, in quanto le indicazioni fornite nella Sezione C non impongono ulteriori o nuovi oneri di pubblicazione rispetto a quelli attualmente previsti, andando esclusivamente a integrare le informazioni che trimestralmente gli emittenti assoggettati ad obblighi informativi supplementari, mensili e trimestrali, sono già tenuti a diffondere.</p>

piani finanziari, industriali e/o di risanamento, i suddetti emittenti dovranno fornire informazioni di dettaglio sulla validità strategica dei citati piani, precisando se e in che misura questi ultimi possono essere ritenuti ancora attuali e se il modello di business è rimasto invariato. Le sopra descritte informazioni dovranno essere riferite alla data di chiusura del trimestre di riferimento e comunicate con le medesime modalità già previste per gli emittenti assoggettati agli obblighi informativi supplementari *ex art. 114, comma 5, del TUF*.

La richiesta prevista dalla Sezione C è infatti rivolta esclusivamente alle società che già risultano assoggettate ai suddetti adempimenti informativi supplementari, per le quali, pertanto, già sussiste l'obbligo di diffondere trimestralmente alcune informazioni (relative, ad esempio, al rispetto dei *covenant* e allo stato di avanzamento del piano).

Nello specifico, si fa presente che, alle società assoggettate agli obblighi informativi supplementari, mensili e trimestrali, anteriormente all'entrata in vigore del d.l.gs. n. 25/2016 (con il quale è stato eliminato l'obbligo della pubblicazione del resoconto intermedio di gestione relativo al primo e terzo trimestre di esercizio), la Consob ha trasmesso (con nota prot. n. 0032754/16 del 12 aprile 2016) apposita comunicazione *ex art. 114, comma 5, del TUF*, con la quale è stato stabilito che l'adempimento relativo alle informazioni da riportare nelle rendicontazioni trimestrali avrebbe potuto essere assolto tramite uno specifico comunicato ovvero nel rendiconto trimestrale, qualora pubblicato dall'emittente su base volontaria, e che la pubblicazione delle informazioni riferite al primo e terzo trimestre avrebbe dovuto essere effettuata secondo la tempistica già stabilita nelle citate richieste formulate ai sensi dell'art. 114, comma 5, del TUF e, comunque, entro 45 giorni dalla fine del periodo di riferimento, con le modalità previste nella Parte III, Titolo II, Capo I, del Regolamento Emittenti. Con la medesima comunicazione del 12 aprile 2016 è stato altresì previsto che gli emittenti sopra richiamati avrebbero dovuto continuare ad integrare, con le informazioni richieste, le relazioni finanziarie annuali e semestrali e, laddove rilevanti, i relativi comunicati di approvazione nei termini previsti dall'art. 154-*ter* del TUF per la relativa pubblicazione.

Avuto riguardo alle società assoggettate agli obblighi informativi supplementari, mensili e trimestrali, successivamente all'entrata in vigore del citato d.l.gs. n. 25/2016, le informazioni richieste nella Sezione C dovranno integrare gli elementi informativi che le stesse devono già rendere trimestralmente con le medesime modalità previste nell'ambito dei

	provvedimenti con i quali la Consob ne ha disposto l'inserimento nella lista dei soggetti tenuti al rispetto degli obblighi informativi supplementari.
<p><b>D. Informazioni nelle relazioni finanziarie</b></p> <p>In via generale, i prestiti obbligazionari convertibili trovano il loro inquadramento ai fini dei principi contabili internazionali nell'ambito degli strumenti finanziari composti, disciplinati dallo IAS 32, paragrafi da 28 a 32<sup>5</sup>.</p> <p>Sulla base del principio in oggetto la società è tenuta a rilevare separatamente la componente obbligazionaria pura dello strumento dalla componente derivativa, relativa all'opzione <i>call</i> detenuta dall'investitore che, in caso di esercizio, consente la conversione dello strumento in azioni alle condizioni contrattualmente stabilite.</p> <p>Al riguardo, assume rilievo la valutazione caso per caso delle caratteristiche dei contratti di investimento al fine di rappresentare correttamente in bilancio le operazioni in oggetto.</p> <p>In considerazione, inoltre, dei profili connessi al presupposto della continuità aziendale e alla rilevanza che, in linea generale, i prestiti obbligazionari convertibili in oggetto possono assumere a sostegno dei relativi piani industriali e/o di risanamento in fase di implementazione - risultano particolarmente rilevanti, alla luce dei principi contabili applicabili<sup>6</sup>, alcuni elementi informativi da rendere</p>	

<sup>5</sup> Per gli emittenti che redigono il bilancio sulla base dei principi contabili nazionali il riferimento al trattamento contabile risulta sostanzialmente allineato alle prescrizioni dello IAS 32. Al riguardo, si veda il principio OIC 32 § 49.

<sup>6</sup> Le disposizioni dello IAS 1 § 25-26 richiedono all'emittente di effettuare una valutazione circa le proprie capacità di continuare ad operare come un'entità in funzionamento tenendo conto di tutte le informazioni disponibili sul futuro, comprensive e non limitate a quelle relative ai dodici mesi successivi alla chiusura dell'esercizio. Anche il principio OIC 11, paragrafo 22, richiede una valutazione prospettica della capacità dell'azienda di continuare a costituire un complesso economico funzionante per un prevedibile arco temporale futuro.

<p>nelle relazioni finanziarie periodiche pubblicate a conclusione degli accordi di investimento e durante lo svolgimento dell'operazione.</p> <p>In particolare, gli eventi e i rischi connessi al manifestarsi di condizioni risolutive dell'accordo di investimento che potrebbero compromettere l'ottenimento da parte dell'emittente delle risorse finanziarie contrattualmente pattuite dovrebbero trovare un'adeguata descrizione nell'ambito delle relazioni finanziarie di periodo.</p> <p>Da ultimo, gli strumenti emessi che conferiscono al possessore il diritto di ottenere azioni ordinarie vanno considerati ai fini del calcolo del <i>Diluted Earning per Share</i><sup>7</sup>.</p>	
<p style="text-align: center;">* * * *</p> <p><b>La presente Comunicazione entra in vigore a far data dalla sua pubblicazione sul sito <i>internet</i> della Consob.</b></p> <p><b>La presente Comunicazione si applica agli accordi di SEDA, di SEF, di POC non <i>standard</i> e agli altri accordi aventi caratteristiche a questi analoghe sottoscritti successivamente alla data di entrata in vigore della stessa.</b></p> <p><b>La presente Comunicazione si applica, altresì, agli accordi di SEDA, di SEF, di POC non <i>standard</i> e agli altri accordi aventi caratteristiche a questi analoghe sottoscritti anteriormente alla data di entrata in vigore della stessa e ancora in corso alla medesima data, con le seguenti precisazioni:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>le società devono attenersi alla presente Comunicazione alla prima occasione utile, da individuarsi, relativamente</b></li> </ul>	<p>Il provvedimento, che già nel testo in consultazione conteneva il riferimento alla conseguente abrogazione delle Comunicazioni SEF e SEDA-SEF, viene integrato con la disciplina relativa alla sua entrata in vigore e alla sua applicazione.</p>

<sup>7</sup> Sulla base di quanto indicato dallo IAS 33 § 5 si definiscono come “potenziali azioni ordinarie” quegli strumenti che conferiscono al possessore il diritto di ottenere azioni ordinarie, tra i quali rientrano gli strumenti di debito convertibili in azioni ordinarie. Accanto alla misura del *Basic Earning per Share* lo IAS 33 definisce la configurazione di *Diluted Earning per Share* al fine di tenere conto del potenziale impatto diluitivo derivante dalla conversione in azioni degli strumenti che attribuiscono un diritto di conversione al possessore.

**alle indicazioni fornite nella Parte III, Sezione A, a seconda della fase in cui si trova l'operazione al momento dell'entrata in vigore della stessa;**

- **con riferimento a quanto stabilito nella Parte III, Sezione A, paragrafo 3.4., le società si attengono alle indicazioni ivi previste a partire dalla data della prima operazione di sottoscrizione e/o di conversione successiva alla data di entrata in vigore della presente Comunicazione e possono pubblicare le informazioni inerenti al POC, antecedenti alla medesima data, anche solo in forma aggregata;**
- **gli investitori unici devono attenersi alle indicazioni contenute nella Parte III, Sezione B, in relazione alle compravendite effettuate successivamente alla data di entrata in vigore della presente Comunicazione sulle azioni e sugli strumenti ad esse collegati delle società le cui operazioni sono ancora in corso alla medesima data.**

Per effetto dell'**entrata in vigore della** presente Comunicazione sono abrogate le Comunicazioni nn. DME/6083801 del 20 ottobre 2006 e DEM/DME/DSG/8065325 del 10 luglio 2008.