

Comunicazione n. DIE/DME/0066120 dell'1-8-2013

inviata alla Atlantia spa e alla Gemina spa

OGGETTO: Quesito relativo all'emissione di strumenti finanziari denominati “Diritti di Assegnazione Condizionati Azioni Ordinarie Atlantia S.p.A. 2013”- Richiesta di diffusione di informazioni ai sensi dell'art. 114, comma 5, del D.Lgs. n. 58/1998

Si fa riferimento alla nota del 17 luglio 2013 con la quale codeste Società hanno formulato un quesito relativo all'emissione di uno strumento finanziario denominato “Diritti di Assegnazione Condizionati Azioni Ordinarie Atlantia S.p.A. 2013” (di seguito “Diritti di Assegnazione” o “Diritti”), da emettersi nell'ambito della progettata operazione di fusione per incorporazione di Gemina S.p.A. in Atlantia S.p.A. (di seguito, rispettivamente, “Gemina” e “Atlantia” o, congiuntamente, le “Società”).

Si fa riferimento, altresì, alla nota del 24 luglio 2013 con la quale codeste Società, a seguito dell'incontro con gli Uffici della Scrivente intervenuto in pari data, hanno rappresentato ulteriori elementi informativi in materia.

Si fa, infine, riferimento alla nota del 30 luglio 2013 con la quale codeste Società hanno integrato il quesito con precisazioni aggiuntive in merito al mercato di quotazione e alle caratteristiche dei Diritti.

Nella prima delle succitate note, si rappresenta che l'operazione di emissione dei suddetti Diritti di Assegnazione da parte di Atlantia consente di “*contemperare in modo equilibrato*” l'interesse degli azionisti della stessa a non procedere ad una revisione del rapporto di concambio già definito dalle società in data 8 marzo 2013 per un rischio “*valutato remoto*” quale quello relativo al procedimento giudiziario in essere e l'opposto interesse degli azionisti di Gemina a neutralizzare gli effetti economici di una potenziale soccombenza a seguito di una condanna definitiva di Autostrade per l'Italia S.p.A.

Nella valutazione fornita da codeste Società e riassunta nella nota in parola, inoltre, l'ammissione a quotazione su un mercato regolamentato dei predetti Diritti conferirebbe piena efficacia agli interessi degli azionisti poiché consentirebbe agli azionisti di Gemina di “*monetizzare agevolmente il valore dello strumento finanziario*” - anche tenendo conto della presenza nell'assetto proprietario di Gemina di azionisti *retail* e di investitori istituzionali - ed eviterebbe una disparità di trattamento fiscale fra gli azionisti di Gemina residenti in Italia e gli azionisti residenti all'estero.

Tutto ciò premesso, nella suddetta nota si richiede l'orientamento della Commissione circa l'adeguatezza delle soluzioni descritte nella nota medesima relativamente all'informazione da fornire agli investitori e l'idoneità dei Diritti di Assegnazione a formare oggetto di ammissione a quotazione su di un mercato regolamentato.

Codeste Società hanno, infine, segnalato l'urgenza di comunicare agli azionisti delle stesse l'orientamento della scrivente Commissione in occasione delle convocazioni assembleari fissate per il 7 e 8 agosto p.v. (con riferimento all'Assemblea dei possessori di azioni di risparmio Gemina) e per l'8 e il 9 agosto p.v. (con riferimento alle Assemblee straordinarie di Atlantia e Gemina).

In relazione a quanto sopra esposto, si evidenzia quanto segue.

Come indicato nella suddetta nota del 17 luglio, Atlantia intenderebbe emettere degli strumenti finanziari denominati “*Diritti di Assegnazione Condizionati Azioni Ordinarie Atlantia S.p.A. 2013*” al fine dichiarato di contemperare, da un lato, gli interessi degli azionisti della medesima Atlantia a non subire indebite penalizzazioni, che di necessità conseguirebbero da un adeguamento immediato del rapporto di cambio a fronte di un rischio di soccombenza attualmente valutato come remoto; dall’altro, l’interesse degli azionisti di Gemina e futuri azionisti di Atlantia a neutralizzare, con efficacia retroattiva, gli effetti sul rapporto di cambio indotti dalla potenziale perdita di valore del capitale economico di Atlantia conseguente alla condanna in via definitiva della società Autostrade per l’Italia S.p.A., controllata in via totalitaria da Atlantia. Come precisato nella succitata nota, l’efficacia di tale strumento sarebbe piena se i Diritti fossero ammessi alle negoziazioni su un mercato regolamentato. La quotazione consentirebbe, infatti, secondo codeste Società, agli investitori *retail* di monetizzare i Diritti e agli investitori istituzionali esteri di usufruire di un regime tributario neutro.

Con riferimento ai quesiti sottoposti a questo Istituto, in via preliminare è opportuno precisare che la valutazione di idoneità dei suddetti Diritti a fruire del beneficio dell’ammissione a quotazione rientra nelle competenze della società di gestione del mercato, in relazione alle quali la Consob esercita, ai sensi dell’art. 74 del TUF, una funzione di alta vigilanza.

Al contrario, spetta direttamente a questo Istituto valutare la possibilità di fornire agli investitori le informazioni necessarie al fine di garantire un fondato giudizio sull’investimento proposto. L’art. 94, comma 2, primo periodo, del TUF, infatti, prevede che “*il prospetto contiene, in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell' emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti*”.

Tale possibilità per gli investitori, peraltro, non deve sussistere soltanto al momento della quotazione dello strumento finanziario, veicolata dal prospetto di quotazione o da altro documento previsto dalla normativa comunitaria applicabile, ma deve accompagnare lo strumento per tutto il periodo in cui lo stesso resta ammesso alle negoziazioni, così come si evince dal Considerando n. 25 della Direttiva 2001/34/CE (“*Per i valori mobiliari ammessi alla quotazione ufficiale di una borsa valori la protezione degli investitori richiede, altresì, che sia loro fornita periodicamente un'informazione adeguata per tutto il tempo in cui i valori mobiliari di cui trattasi restano in quotazione*”).

Tali esigenze informative sussistono anche nel caso in cui il segmento di quotazione fosse destinato esclusivamente agli investitori professionali, sia perché anche tali soggetti sono qualificabili come investitori, sia perché in ogni caso gli azionisti *retail* di Gemina parteciperebbero al mercato, se pur solo come venditori dei Diritti.

A tale riguardo, si ritiene che la prospettata scelta di quotare i Diritti su un segmento di mercato Professionale consentirebbe solo in parte di limitare la platea dei potenziali investitori. Infatti, sebbene tale segmento risulti riservato agli operatori istituzionali sarebbe accessibile, nel caso di specie, anche ai possessori dei Diritti, seppure limitatamente all’inserimento di proposte di negoziazione in vendita finalizzate alla liquidazione degli stessi.

Le considerazioni che si svolgeranno nel prosieguo, alla luce di una valutazione del tutto preliminare dell'operazione in esame, prescindono da una più approfondita disamina sia della natura dello strumento finanziario che si intenderebbe emettere, sia della tipologia di documento che andrebbe predisposto ai fini dell'ammissione alla negoziazione dei Diritti. L'emissione di tale strumento, infatti, si realizzerebbe nel contesto dell'operazione di fusione Atlantia-Gemina, in relazione alla quale è prevista l'assegnazione di azioni Atlantia agli azionisti di Gemina e la conseguente ammissione alle negoziazioni delle stesse. A tale fattispecie si applica l'esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto prevista dall'art. 57, comma 1, lettera d) del Regolamento Emittenti in presenza di un documento giudicato equivalente dalla Consob al contenuto informativo di un prospetto. Anche qualora si volesse ritenere assorbita dalla suddetta esenzione l'ammissione alle negoziazioni di tali Diritti, infatti, sarebbero richiesti al documento equivalente gli stessi profili di idoneità a fornire agli investitori le informazioni necessarie ai fini del fondato giudizio di cui all'art.94, comma 2 del TUF.

Con riferimento a tali aspetti, tenuto conto che, anche in considerazione dell'urgenza della questione posta da codeste Società, è possibile procedere soltanto ad un'analisi del tutto preliminare, si può concordare con quanto affermato da codeste medesime Società nella suddetta Nota in merito all'applicabilità al caso di specie degli schemi previsti dagli Allegati XII e XIV del Regolamento comunitario n. 809/2004/CE. Il valore dei Diritti assegnati è, infatti, influenzato dal sottostante, di cui è quindi essenziale fornire una serie di informazioni così come indicate dai suddetti schemi.

Tuttavia, ed è questa una peculiarità dello strumento in esame, il valore dei Diritti non sarebbe correlato tanto e soltanto all'andamento del prezzo di mercato delle azioni Atlantia, nonché all'entità dei dividendi distribuiti dalla stessa Atlantia nel corso del periodo di validità dei Diritti, come avverrebbe per un normale *warrant* su azioni, ma anche, e soprattutto, all'andamento dei procedimenti giudiziari che coinvolgono Autostrade per l'Italia S.p.A. in materia di risarcimento del danno ambientale (andamento che condiziona la stessa assegnazione di azioni, il numero delle stesse o il controvalore in denaro)

Di per sé, la rilevanza dei procedimenti giudiziari nel *set* informativo da fornire agli investitori non rappresenta una peculiarità di tale fattispecie: lo schema di documento di registrazione relativo alle azioni (che, come precisato dall'art. 21, paragrafo 2, del Regolamento n. 809/2004/CE, è quello più esigente in termini di quantità e di esaustività delle informazioni) prevede, infatti, un paragrafo dedicato ai procedimenti giudiziari e arbitrari, in cui deve essere fornita "*Indicazione di eventuali procedimenti amministrativi, giudiziari o arbitrari (compresi eventuali procedimenti di questo tipo in corso o previsti di cui l'emittente sia a conoscenza), per un periodo relativo almeno ai 12 mesi precedenti, che possano avere, o abbiano avuto nel recente passato, rilevanti ripercussioni sulla situazione finanziaria o la redditività dell'emittente e/o del gruppo*". Può accadere che nella vita di una determinata società una o più controversie assumano particolare rilevanza o costituiscano un evento rilevante ai fini della valutazione delle azioni della società stessa. Ma in ogni caso, tale ultima valutazione si fonda anche sulla *performance* della Società e su un insieme di dati, fra i quali si collocano anche, ma non solo, gli esiti dei procedimenti giudiziari.

E' evidente, invece, che nel caso in esame ci troviamo di fronte ad un fenomeno di natura ben diversa, in quanto dall'esito di un unico procedimento dipendono il verificarsi delle condizioni per l'assegnazione delle azioni di compendio, la determinazione del Valore Definitivo del *Claim*, il numero definitivo di azioni di compendio che verranno effettivamente assegnate. Tale assunto è dimostrato, altresì, dallo spazio che codeste Società dedicano, nella succitata bozza di documento,

alla descrizione della causa, del suo possibile *iter* di svolgimento, della durata prevedibile della stessa, delle argomentazioni a sostegno delle posizioni processuali delle parti.

Da tali considerazioni consegue che le informazioni richieste dallo schema di cui all'Allegato XII al Regolamento n. 809/2004/CE relative al sottostante devono fare riferimento in special modo alla succitata vicenda giudiziaria, ivi inclusa l'indicazione di dove ottenere le informazioni sulla *performance* passata e futura del sottostante e sulla sua volatilità. Atlantia dovrebbe quindi impegnarsi a diffondere informazioni specifiche sull'evoluzione della vicenda giudiziaria, adeguate a far comprendere ai portatori dei Diritti l'evoluzione nei propri diversi stadi dei procedimenti giudiziari, ivi inclusi tutti quegli eventi che possono influire sulla valutazione dell'emittente circa la probabilità di un certo tipo di esito della vicenda giudiziaria stessa, e valutare quali utili informazioni poter fornire con riguardo alla volatilità dell'evento rilevante (come, ad esempio, indicatori quali la distribuzione normale di frequenza della probabilità con cui vicende giudiziarie analoghe hanno avuto esito negativo).

Al riguardo, emergono significativi dubbi sull'effettiva possibilità per Atlantia di procedere ad una compiuta e tempestiva *disclosure* di tali elementi.

La controversia in relazione alla quale vengono emessi i Diritti verte su materia particolarmente complessa, che attiene alla qualificazione ai sensi del Testo Unico Ambientale delle terre e rocce da scavo gestite da Autostrade per l'Italia. L'incertezza in materia emerge dalle stesse conclusioni rassegnate dal *Panel* di esperti consultati da Gemina e riportate nella citata nota del 24 luglio u.s.. Sebbene, infatti, codeste Società ritengano che tali terre e rocce di scavo debbano essere qualificate come sottoprodotti e non come rifiuti, con la conseguenza che le condotte contestate sarebbero fuori dall'area del penalmente rilevante, come risulta dallo stesso comunicato di Gemina del 20 giugno 2013, allegato alla suddetta nota del 24 luglio u.s., *“la Relazione dei consulenti tecnici impone di considerare anche l'ipotesi nella quale i rifiuti siano considerati “pericolosi”, rispetto alla quale, però, una precisa quantificazione del danno non è in questo momento determinabile. Scrivono a tal riguardo espressamente i consulenti che nel «diverso caso in cui i “supposti rifiuti” dovessero essere ritenuti “rifiuti pericolosi”, gli scriventi non sono tuttavia in grado di quantificare il costo per il sopracitato intervento, il quale, di certo, sarebbe comunque di molto superiore a quello sopra indicato»*. Pertanto, la stessa stima più probabile del danno, quantificata dagli esperti di parte in 63.094.020 euro, è soggetta a forti elementi di incertezza.

Tale situazione di incertezza risulta particolarmente significativa in tutta la fase del giudizio penale antecedente la sentenza di primo grado, che nella bozza di documento allegata alla nota la Società ritiene possa intervenire entro la fine del 2014. Peraltro, gli esperti consultati da Gemina, come riportato nel predetto comunicato stampa del 20 giugno 2013, da un lato sottolineano che sin dalla sentenza di primo grado, in caso di condanna, potrebbe essere statuito il pagamento di una provvisoria, provvisoriamente esecutiva; dall'altra precisano che *“Ove il giudice penale, in caso di condanna, ritenga di non avere elementi per liquidare il danno oggetto delle statuizioni civili, lo stesso sarebbe rimesso al giudice civile in un separato giudizio, il cui primo grado non si concluderebbe ragionevolmente prima di tre anni dal passaggio in giudicato della sentenza penale”*.

La *disclosure* informativa, potrebbe, inoltre, risultare fortemente condizionata dalla necessità che la stessa non confligga con le strategie processuali che la Società chiamata in causa intenderà assumere di volta in volta, con la stessa disciplina processuale e, in definitiva, con l'esercizio del diritto alla difesa in giudizio.

Per garantire, infatti, una completa informazione in merito alle vicende processuali correlate allo strumento finanziario, non sembra sufficiente che la Società illustri la propria posizione e garantisca l'eventuale aggiornamento dei pareri tecnici e legali posti a fondamento della stessa. Appare necessario, altresì, che essa dia adeguata informazione anche delle posizioni processuali delle controparti penali e civili, almeno nei limiti in cui le stesse si concretizzano in atti formali e condotte processuali. Al riguardo, però, non è dato sapere, al momento, se all'adempimento di tali eventuali impegni informativi possano ostare specifiche previsioni del diritto processuale civile e penale.

La presenza di tale condizionamento può determinare esiti paradossali se si considera che, una volta quotati i Diritti, sarà assai più probabile il verificarsi della dissociazione fra titolarità dei Diritti e titolarità delle azioni Atlantia. I portatori dei Diritti potrebbero quindi avere un interesse diretto ed esclusivo all'esito negativo della causa, l'unico che consentirà loro di vedersi assegnare azioni Atlantia o il relativo controvalore in denaro, esito negativo che potrebbe in qualche modo essere favorito da una *disclosure* confliggente con le strategie processuali della Società volte a favorire, invece, un esito positivo della controversia.

L'incertezza su elementi essenziali ai fini della valutazione dei Diritti non risulta peraltro proiettata soltanto nel futuro, ma appare sussistere già adesso, in presenza di un contenzioso allo stato embrionale. Ne sono testimonianza sia il contenuto dei principali Fattori di rischio presenti nella bozza di documento trasmessa, come emerge dagli stessi titoli (“4.4.3.1 *Incertezza circa il verificarsi delle condizioni per l'assegnazione delle azioni di compendio ai portatori dei diritti di assegnazione condizionati*”; “4.4.3.2 *Incertezza sull'ammontare del valore definitivo del Claim*”; “4.4.3.3 *Incertezza circa il numero definitivo di azioni di compendio che verranno emesse e l'ammontare dei dividendi ad esse correlato*”; “4.5.1 *Difficoltà di valorizzazione dei diritti di assegnazione condizionati*”); sia l'attuale posizione di Atlantia che, a fronte di una richiesta risarcitoria per danni per circa 810 milioni di euro, dichiara nei comunicati stampa di ritenere tale richiesta infondata e remoto il rischio di soccombenza, di non avere pertanto effettuato alcun accantonamento al riguardo e di non essere tenuta a fornire al momento una compiuta *disclosure* in merito alla vicenda giudiziaria, ma dall'altra ipotizza l'emissione di strumenti volti proprio a indennizzare gli azionisti Gemina dagli effetti di una eventuale soccombenza, fino ad un massimo corrispondente al valore della richiesta risarcitoria.

Il livello di incertezza è ulteriormente ampliato dalla previsione, nell'ambito dell'Evento Rilevante (come definito nella bozza di documento), che la sentenza di condanna possa prevedere, in luogo del risarcimento in forma equivalente, il ripristino o la messa in sicurezza delle aree danneggiate o l'adozione di misure di riparazione complementare o compensativa. Tale circostanza impone, infatti, la necessità di determinare i costi definitivi di tali misure nell'ambito di procedimenti amministrativi successivi alla comunicazione dell'Evento rilevante o mediante l'intervento di un Esperto ambientale nominato *ad hoc*. In quest'ultima ipotesi interverrebbero, quindi, ulteriori variabili quali, ad esempio, le previsioni normative esistenti al momento dell'esecuzione dei lavori di ripristino, i tempi e gli esiti dell'approvazione del progetto esecutivo definitivo da parte della conferenza di servizi ovvero la valutazione dell'Esperto ambientale.

Tale situazione di incertezza non sembra attenuarsi neppure in virtù della previsione a favore dei possessori dei Diritti di una opzione di vendita dei Diritti in parola ad Atlantia ad un “prezzo predefinito” e per un periodo di 12 mesi dall'ammissione a quotazione, facoltà che si aggiungerebbe alla possibilità di vendita sul mercato di quotazione dei Diritti al prezzo corrente.

Nella nota del 30 luglio 2013 non è fornita alcuna precisazione in merito ai criteri sulla base dei quali sarà definito il suddetto “prezzo predefinito”, che, allo stato, parrebbe riconducibile ad una determinazione di natura “unilaterale”.

Non sembra, quindi, che il riconoscimento dell’opzione di vendita possa rappresentare un effettivo contributo alla formazione del fondato giudizio di investimento (nel caso di specie “disinvestimento”) da parte dei possessori dei Diritti, essendo detto giudizio anch’esso dipendente da elementi informativi allo stato incerti ed aleatori. Pertanto, la previsione dell’opzione di vendita nella meccanica complessiva dell’operazione definita dalle Società, non pare in grado di dissipare le incertezze sopra evidenziate.

Al riguardo, si ritiene che la possibilità di cedere i Diritti all’emittente ad un prezzo “predefinito” possa al più contribuire ad accrescere il grado di liquidabilità degli stessi nell’eventualità di una ridotta liquidità del mercato e, al contempo, costituire un *floor* minimo per la determinazione del prezzo di mercato.

Ogni investimento di natura finanziaria presenta naturalmente elementi di incertezza, ma in questo caso la quantità e la qualità degli stessi comunque sembra rendere altamente improbabile che gli investitori “*possano valutare con cognizione di causa [...] i diritti connessi agli strumenti finanziari*”, come richiesto dall’art. 5, paragrafo 1 della Direttiva 2003/71/CE.

Né, al riguardo, possono fornire elementi di segno opposto i precedenti simili o assimilabili allo strumento finanziario in esame, citati nella suddetta Nota. In particolare, sono stati indicati cinque casi precedenti di assegnazione, nell’ambito della definizione di operazioni di integrazione, di *Contingent Value Right* (“CVR”) correlati ai più svariati sottostanti, di cui è stata contestualmente richiesta la quotazione, in due casi su mercati europei (London Stock Exchange PLUS nel 2008 e Paris Stock Exchange Premier Marché nel 2000) e negli altri tre su mercati nord-americani (Nasdaq).

Nelle operazioni esaminate il rendimento dei CVR è risultato, ad esempio, essere correlato: (i) all’andamento dei titoli assegnati ad esito dell’integrazione; (ii) all’importo delle sinergie emergenti dall’operazione e di cui non beneficerebbero altrimenti gli azionisti della società *target*; (iii) all’andamento dei prezzi sul mercato in cui opera la società acquisita, nonché al *trend* produttivo della stessa; (iv) alle vendite di un farmaco nella fase autorizzativa presso le agenzie governative (CVR emesso da Elan Corporation, che appare la fattispecie più avvicinata a quella in esame, tenuto conto che il valore dello strumento è correlato alle vicende di un procedimento amministrativo complesso, caratterizzato da fasi successive e destinato a protrarsi nel tempo. Va, peraltro, evidenziato che in tal caso la quotazione è avvenuta su un mercato non europeo).

Nelle sopra menzionate ipotesi sembra riscontrarsi, peraltro, una concreta possibilità di definire le determinanti dei CVR e la stimabilità dei relativi flussi.

Va peraltro sottolineato che dall’analisi di tali precedenti è emerso, altresì, che, pur in presenza di un certo grado di chiarezza e precisione nella determinazione degli elementi fondamentali dei CVR, in ogni caso questi, per le loro caratteristiche, non hanno sempre garantito un livello di liquidità del mercato di riferimento tale da favorire la formazione di un mercato regolare. Si fa riferimento, in tal senso, proprio al CVR di Elan Corporation, che è stato cancellato dal listino Nasdaq nel 2002 “*for non compliance with the minimum number of market makers requirement set forth Nasdaq*”.

In conclusione, all’esito delle analisi preliminari svolte, si ritiene che sussistano profili di elevata incertezza sulle determinanti dello strumento finanziario che Atlantia intenderebbe emettere

e sul contenuto dell'informazione che dovrebbe accompagnare lo stesso, incertezze tali da rendere impossibile, o comunque estremamente difficile, la formazione di quel fondato giudizio che rappresenta la finalità del prospetto informativo e che deve accompagnare, come sopra evidenziato, tutta la vita dello strumento finanziario.

* * *

Tenuto conto delle conclusioni preliminarmente indicate da questa Commissione, al fine di rendere edotti le assemblee sopra citate ed il mercato circa i profili di incertezza inerenti la quotabilità dei Diritti, si invitano codeste Società, ai sensi dell'art. 114, comma 5 del TUF, a rendere note al mercato, senza indugio, le considerazioni di cui al presente parere, richiamando con la dovuta evidenza le conclusioni sopra indicate relative alla significativa difficoltà di ottenere l'approvazione di un prospetto informativo nonché di statuire un sufficiente piano di informazioni sui titoli.

Le medesime informazioni dovranno, altresì, integrare la documentazione assembleare e la presente nota dovrà essere messa a disposizione dei soci e del mercato. Tali informazioni dovranno, infine, essere riportate nel verbale assembleare nonché menzionate nel comunicato stampa che codeste Società sono tenute a diramare con le modalità previste dalla Parte III, Titolo II, Capo I del Regolamento Consob n. 11971/1999 e successive modifiche, al termine delle assemblee stesse.

IL PRESIDENTE
Giuseppe Vegas