CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETA' E LA BORSA

Richiamo di attenzione n. 14/25 del 7 luglio 2025

Prestiti Obbligazionari Convertibili emessi in favore di un unico soggetto ("POC non *standard*")

1. Il contesto normativo di riferimento

Nel corso degli ultimi anni è risultato crescente l'utilizzo di forme di finanziamento da parte delle società con azioni quotate nei mercati regolamentati (ovvero *Euronext Milan*, di seguito anche "**EXM**", già MTA) o negoziate nei sistemi multilaterali di negoziazione (ovvero *Euronext Growth Milan*, di seguito anche "**EGM**") realizzate mediante l'emissione di prestiti obbligazionari convertibili riservati ad un unico soggetto ("**investitore unico**") 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 della società sul mercato ("**POC non *standard***" o solo "**POC**") in un intervallo periodale di riferimento (*Pricing Period*).

Al riguardo, si evidenzia che la Consob, in data 3 maggio 2023, ha adottato la Comunicazione n. 1/23, con la quale sono state fornite alle società e agli investitori unici specifiche indicazioni in merito ai presidi informativi da adottare in occasione dei POC e di tutte le altre operazioni aventi caratteristiche a questi analoghe. Tale Comunicazione è stata recentemente sostituita dalla Comunicazione n. 13/25 che ha rafforzato la *disclosure* richiesta e messo ulteriormente in evidenza i possibili rischi che possono derivare dalle operatività in esame, in termini di impatti fortemente diluitivi sulla compagine azionaria e deprezzamento delle azioni delle società che vi fanno ricorso.

2. Gli approfondimenti svolti della Consob

La Consob ha svolto specifici approfondimenti sull'utilizzo dei POC da parte delle società presenti su EXM ed EGM al fine di valutare gli effetti degli stessi sulle società medesime, i loro azionisti e il mercato[1].

Nella maggior parte dei casi, le società hanno fatto ricorso ai POC come strumento di ultima istanza per il reperimento di risorse finanziarie. Infatti, le società che hanno emesso tali strumenti presentavano, nella quasi totalità dei casi, uno squilibrio economico-finanziario e patrimoniale antecedentemente alla sottoscrizione dell'accordo d'investimento. Tuttavia, a distanza di alcuni esercizi dalla sottoscrizione del POC, nella quasi totalità dei casi la situazione aziendale non è risultata significativamente modificata e, in taluni casi, è anche peggiorata, richiedendo l'avvio di procedure concorsuali o di liquidazione.

L'analisi dell'operatività degli investitori unici evidenzia come questi ultimi non acquisiscano partecipazioni stabili negli emittenti, in quanto tendono a non mantenere a lungo le azioni ricevute in conversione delle obbligazioni. Tali azioni sono generalmente destinate ad essere cedute, in tempi brevi[2], per rientrare del prestito concesso.

[1] Gli esiti di tali approfondimenti sono dettagliatamente descritti nella Relazione illustrativa della citata Comunicazione n. 13/25 pubblicata sul sito *internet* dell'Istituto.

[2] Si è osservato che in media gli investitori unici rivendono le azioni ricevute in conversione entro 29 giorni.

La conseguente immissione sul mercato delle azioni ricevute in conversione, unitamente all'incremento del numero complessivo di azioni in circolazione - tenuto conto che, ad oggi, non sussiste un limite quantitativo all'emissione delle stesse - può contribuire ad alimentare l'effetto depressivo dei corsi azionari.

Al riguardo si osserva che, dall'inizio del 2022 ad oggi, sul mercato regolamentato EXM sono state realizzate complessivamente n. 8 operazioni aventi ad oggetto POC non *standard* e, nella totalità dei casi, la conversione dei POC ha contribuito a determinare un notevole **effetto di deprezzamento** delle azioni dell'emittente. In particolare, dall'inizio delle operazioni di conversione delle obbligazioni in azioni fino alla fine del periodo di osservazione si è osservato in media un ribasso del prezzo di circa l'80%.

L'emissione di nuove azioni al servizio dei POC ha, altresì, contribuito a determinare, in media, **una rilevante diluizione** della partecipazione degli azionisti dell'emittente con picchi ricompresi tra il 60-80%[3].

Analoghe operazioni sono state effettuate anche sul sistema multilaterale di negoziazione EGM, con i medesimi effetti di deprezzamento delle azioni dell'emittente (ancora più significativi in media rispetto all'EXM) e di rilevante diluizione della partecipazione per gli azionisti preesistenti e potenziali.

3. I profili su cui si richiama l'attenzione

Alla luce degli approfondimenti effettuati, **la Consob richiama l'attenzione degli investitori attuali e potenziali sui rischi associati a questa forma di finanziamento** e, in particolare, sul rischio di deprezzamento delle azioni degli emittenti, sulla conseguente perdita del capitale investito e sugli effetti diluitivi sulla compagine azionaria.

La Consob richiama l'attenzione delle società emittenti affinché forniscano al mercato adeguata e puntuale informativa in applicazione della normativa vigente e della citata Comunicazione Consob n. 13/25, ivi inclusa la *disclosure* aggiuntiva richiesta per le società soggette ad obblighi informativi supplementari a cadenza mensile e trimestrale.

In aggiunta, si richiama l'attenzione degli organi di controllo delle società emittenti affinché verifichino che il processo decisionale societario riguardante l'utilizzo di tali strumenti si svolga attraverso procedure trasparenti e con un *set* informativo idoneo a consentire agli organi sociali competenti l'assunzione di decisioni consapevoli e coerenti con l'interesse sociale.

Infine, si richiama l'attenzione degli azionisti delle società affinché valutino con particolare attenzione le proposte di delibera connesse ai suindicati strumenti sottoposte all'approvazione dell'assemblea.

[3] Pertanto, ipotizzando una partecipazione del 10%, l'emissione di nuove azioni al servizio dei POC ha generato una riduzione di tale partecipazione all'8% in 3 casi, al 7% in un caso e in un range tra 4%-2% nei restanti casi. In un unico caso si è verificato un azzeramento della partecipazione.

Per maggiori dettagli, si rinvia ai paragrafi che seguono.

3.1 Richiamo di attenzione per gli investitori (attuali e potenziali) sui rischi associati all'utilizzo, da parte degli emittenti, della forma di finanziamento in oggetto per il potenziale impatto sul prezzo delle azioni (deprezzamento, perdita di capitale investito, etc.)

Si evidenzia che non è previsto attualmente dalla normativa un limite quantitativo all'emissione di azioni rivenienti dalle richieste di conversione da parte dell'investitore unico (se non collegato al valore nominale delle obbligazioni oggetto di conversione); inoltre non sussiste nel *pricing period* (periodo di riferimento che per il POC in genere è rappresentato dai 10-15 giorni antecedenti alla richiesta di conversione da parte dell'investitore unico) un divieto normativo all'operatività dell'investitore unico; pertanto, tale operatività può potenzialmente incidere sul calcolo del prezzo medio giornaliero ponderato per i volumi scambiati (*Volume Weighted Average Price* ovvero "VWAP") che è il prezzo a cui applicare quello sconto per determinare il prezzo di conversione (in genere 90-95% del VWAP). Resta fermo, in ogni caso, il divieto di manipolazione del mercato, previsto dal Regolamento (UE) n. 596/2014, sugli abusi di mercato ("**MAR**").

Pertanto, si richiama l'attenzione degli investitori sui rischi specifici associati agli investimenti in società che ricorrono a questo tipo di finanziamento, in particolare, ove i medesimi emittenti siano caratterizzati da situazioni di tensione finanziaria, sottolineando la necessità di porre particolare attenzione al rischio elevato di perdita del capitale investito. La Consob richiama l'attenzione degli investitori ad esercitare la massima cautela prima di prendere la decisione di investire nei titoli delle citate società che realizzano tali tipologie di operazioni.

3.2 Richiamo di attenzione per gli emittenti POC e per gli organi di controllo

Si richiama l'attenzione delle società emittenti sull'esigenza di valutare attentamente il ricorso al tipo di finanziamento in oggetto e di fornire al mercato adeguata e puntuale informativa in applicazione della normativa vigente e della Comunicazione Consob n. 13/25, ivi inclusa la *disclosure* aggiuntiva richiesta per le società soggette ai sensi dell'art. 114, comma 5, del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 ("**TUF**") ad obblighi informativi supplementari a cadenza mensile e trimestrale, al fine di consentire agli investitori di comprendere compiutamente le incertezze connesse all'utilizzo dei suindicati strumenti sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria degli emittenti medesimi.

In particolare, si sottolinea per gli emittenti la necessità di fornire adeguata informativa al mercato su tali tipologie di finanziamento sia all'origine - ovvero al momento della stipula dell'Accordo Quadro con l'investitore unico - ponendo l'accento sull'assenza dei vincoli di *lock- up*[4] che caratterizzano tali accordi con il conseguente rischio che le azioni rivenienti dalla conversione vengano riversate sul mercato con correlato effetto di deprezzamento delle stesse, sia nei momenti successivi del POC in relazione ai vari richiami ("tiraggi") delle *tranche* da parte dell'emittente e alle conseguenti richieste di conversione da parte dell'investitore unico in assenza di limiti quantitativi all'emissione di azioni rinvenienti dalle richieste di conversione da parte dell'investitore unico.

[4] Per *lock-up*, nel caso in oggetto, si intende un accordo tra l'Emittente e l'investitore unico che vincola quest'ultimo a non vendere le azioni rivenienti dalla conversione delle obbligazioni per un periodo di tempo specifico.

Si richiama, altresì, l'attenzione degli organi di controllo delle società EXM affinché, nell'esercizio delle funzioni di vigilanza previste dall'art. 149 del d TUF, verifichino che il processo decisionale che conduce alla scelta di avvalersi di tale forma di finanziamento si svolga attraverso procedure trasparenti, supportate da un'istruttoria completa e dall'acquisizione di informazioni adeguate e tempestive. A tal fine, è necessario che tali informazioni risultino idonee a consentire l'assunzione, da parte degli organi sociali competenti, di decisioni consapevoli e coerenti con l'interesse sociale, e che sia garantita la completezza, correttezza e tempestività delle comunicazioni dovute al mercato, in conformità agli obblighi informativi propri delle società quotate.

Inoltre, fermi i divieti e gli obblighi informativi previsti dal Regolamento MAR, si richiama l'attenzione degli emittenti a:

1) non comunicare all'investitore unico alcuna informazione privilegiata;

2) divulgare il prima possibile le informazioni privilegiate relative agli emittenti e ai relativi strumenti finanziari.

3.3 Richiamo di attenzione per gli azionisti

Le forme di finanziamento in oggetto generalmente richiedono la convocazione di un'assemblea straordinaria, come nei casi di emissione di obbligazioni convertibili ai sensi dell'art. 2420-*bis* del codice civile.

Le suindicate operazioni, inoltre, avvengono comunemente anche attraverso l'esercizio di deleghe concesse dall'assemblea al consiglio di amministrazione per l'emissione di obbligazioni convertibili e per le modifiche del capitale sociale connesse all'emissione di nuove azioni a servizio delle operazioni medesime.

Al riguardo, si richiama l'attenzione degli azionisti nel valutare con particolare attenzione le proposte di delibera connesse ai suindicati strumenti sottoposte all'approvazione dell'assemblea, con particolare riferimento alle delibere aventi ad oggetto l'esclusione del diritto di opzione tipico degli aumenti di capitale connessi alla conversione in azioni delle *tranche* dei POC in oggetto. Come evidenziato in precedenza, infatti, tali operazioni generano una forte diluizione della compagine azionaria.

Infine, si richiama ulteriormente l'attenzione degli azionisti sul notevole effetto di deprezzamento che la conversione delle *tranche* dei POC in oggetto può avere sul prezzo di mercato delle azioni degli emittenti in ragione dell'incremento del numero di azioni in circolazione e della sistematica rivendita delle stesse sul mercato da parte dell'investitore unico.

* * * * *

Gli elementi qui richiamati non esauriscono i profili degni di attenzione che, data la complessità e l'evoluzione della materia, potranno emergere, caso per caso, con riferimento alle specifiche operazioni, nel prosieguo dell'azione di vigilanza.

Il presente Richiamo di attenzione non introduce obblighi informativi nuovi ma sottolinea prescrizioni già in vigore.

IL PRESIDENTE
Paolo Savona