

Stretta sui bond convertibili

La Consob punta ad accrescere la trasparenza sui Poc non standard
A tutela degli investitori è stata introdotta una serie di obblighi informativi

DI PAOLO SOBRINI*

La Consob ha proposto, attraverso lo schema della consultazione breve, una comunicazione in materia di **operazioni di rafforzamento patrimoniale riservate a un unico investitore**. Si tratta, nello specifico delle operazioni di prestiti obbligazionari convertibili (POC non standard), di Stand-by Equity Distribution Agreement (Seda) e Step-up Equity Financing (Sef). L'iniziativa è stata assunta attraverso un documento pubblicato il 14 febbraio.

Parificazione con le quotate

L'obiettivo è di estendere ai Poc non standard le regole, rivisitate in maniera organica, di trasparenza e di informativa delle operazioni di Seda e Sef (riferibili perlopiù a società quotate sull'Exm, già Mta) contenute in due precedenti comunicazioni del 2006 e del 2008, che, per l'effetto, sono abrogate.

La novità principale riguarda il fatto che, per la prima volta, i riflettori dell'Autorità di vigilanza sono puntati su questo **nuovo e discusso meccanismo**, il quale consiste nell'emissione da parte di società quotate principalmente sull'Euronext

Growth Milan (Egm, già Aim Italia) di prestiti obbligazionari convertibili, riservati ad unico investitore, da effettuarsi in più tranches, ripartite in un arco temporale predefinito e il cui prezzo di conversione viene determinato, di volta in volta, sulla base dell'andamento dell'emittente sul mercato.

Quattro rischi da considerare

Si tratta di strumenti a cui, sempre più spesso, le Pmi ricorrono per reperire, in tempi brevi, le risorse finanziarie per supportare la propria strategia di crescita, ma che presentano almeno quattro elementi potenzialmente pregiudizievoli sia per l'emittente, sia, di conseguenza, per i suoi azionisti. Il primo concerne la **forte onerosità**, dovuta alla non trascurabile commissione (commitment fee) che l'emittente corrisponde all'investitore (solitamente pari al 2-3% del prestito). Il secondo riguarda gli **effetti iper-dilutivi dell'operazione sulla compagine azionaria** rispetto alla situazione preesistente. Il terzo fattore concerne il fatto che il finanziatore si impegna a sottoscrivere il bond a condizioni vantaggiose,

specialmente con riguardo al momento della conversione e, in tal modo, si approvvigiona di titoli a prezzi più bassi di quello mercato, ossia a sconto. Il quarto aspetto negativo concerne il forte deprezzamento del titolo e ciò a causa del fatto che le azioni emesse a margine del prestito convertibile vengono sistematicamente vendute dall'investitore subito dopo averle ricevute (a sconto) e all'esito della procedura di conversione, anche in considerazione dell'assenza di accordi di selling restriction o di lock-up. In particolare, da uno studio condotto da Ambromobiliare, è risultato che il 70% delle società che hanno fatto ricorso a questi strumenti, hanno poi registrato una riduzione superiore al 30% del proprio valore e che **tutte le società emittenti presentano una generale e significativa riduzione della market cap**.

Disclosure per l'emittente

Ebbene, per cercare di ovviare a tali criticità, la Consob ha stabilito ora un set minimo di informazioni che le società emittenti in primis, con azioni quotate e/o negoziate su un Mtf, sono obbligate a fornire al



pubblico in alcune fasi temporali dell'operazione: alla sottoscrizione dell'accordo con l'investitore, al momento in cui l'operazione è deliberata, durante lo svolgimento e il termine dell'operazione nonché in caso di sospensione o risoluzione dell'accordo sottostante. Tra gli obblighi di disclosure in questione appaiono significativi quelli aventi a oggetto tra l'altro: **la descrizione dell'operazione**, l'indicazione della controparte, le motivazioni sottese, le informazioni sui costi dell'operazione con riferimento a tutte le sue componenti (commissioni, emissione del prestito sotto la pari, sconto sul

prezzo dell'azione al momento della conversione, effetti diluitivi etc.), le clausole contrattuali con riferimento agli accordi eventuali di lock-up, selling restrictions, prestito titoli, garanzie e covenant, le motivazioni e destinazione dell'aumento di capitale scaturente dall'operazione con esplicitazione delle ragioni dell'esclusione del diritto di opzione, nonché le informazioni relative ai vari rischi di diluzione e di deprezzamento.

...e per l'investitore

Specifici obblighi informativi sono poi previsti anche in occasione della

sottoscrizione di ciascuna tranches del prestito.

A dover pubblicare alcune informazioni è infine anche l'investitore, il quale, in caso di **superamento delle soglie indicate nella Comunicazione**, è tenuto a pubblicare, in forma tabellare, le informazioni (data, segno, quantitativo, prezzo medio etc) sulle compravendite effettuate sulle azioni della società emittente.

*Senior Counsel
dello Studio Zitiello Associati
