

APPROFONDIMENTI

Le operazioni di accelerated bookbuilding: un'opportunità di crescita per le PMI

Marzo 2022

Alessandro Merenda, Partner, Gianni & Origoni

Martina Brunetti, Gianni & Origoni



Alessandro Merenda, Partner, Gianni & Origoni

Martina Brunetti, Gianni & Origoni

> Alessandro Merenda

Alessandro Merenda è specializzato in diritto dei mercati finanziari, diritto societario e finanza strutturata e nella regolamentazione dei servizi bancari, finanziari, assicurativi, dei servizi di investimento e del risparmio gestito. Fornisce assistenza a banche, imprese di investimento e società in molteplici operazioni di equity e debt capital markets. In particolare ha maturato una notevole esperienza in IPOs, aumenti di capitale e operazioni straordinarie (sia su mercati regolamentati sia su sistemi multilaterali di negoziazione) nonché in operazioni di venture capital e private equity. Alessandro Merenda fornisce, inoltre, consulenza e assistenza a clienti italiani ed esteri nella strutturazione e negoziazione di FIA riservati. Fornisce consulenza e assistenza in relazione agli adempimenti societari e regolamentari con particolare riferimento ai processi di governance aziendale di società quotate e di intermediari vigilati.

Il presente contributo si propone di affrontare, senza alcuna pretesa di esaustività, i principali profili di attenzione e le opportunità di mercato che possono essere colte dalle società aventi azioni ammesse alle negoziazioni su sistemi multilaterali di negoziazione ovvero su mercati regolamentati, derivanti dal collocamento di capitale di rischio mediante la procedura del cd. *accelerated bookbuilding*.

L'*accelerated bookbuilding*, o più comunemente l'ABB, costituisce una modalità attraverso la quale è possibile procedere in un arco temporale estremamente ridotto al collocamento in favore di investitori qualificati di un numero, anche significativo, di azioni di una società quotata su un sistema multilaterale di negoziazione o su un mercato regolamentato¹.

Il collocamento delle azioni tramite ABB è solitamente effettuato secondo le seguenti modalità:

- (i) aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, commi 4, secondo periodo e 5, del Codice Civile ("c.c.") (anche eventualmente in esecuzione di una delega al Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 2443 c.c.);
- (ii) vendita di pacchetti azionari da parte di un azionista rilevante²;
- (iii) offerta di azioni rivenienti sia da un aumento di capitale, sia dalla vendita da parte di uno o più azionisti (cd. ABB misto).

Il presente contributo analizza esclusivamente la fattispecie *sub* (i) e, pertanto, le operazioni di ABB mediante aumento di capitale.

La decisione di una società di effettuare un'ABB è funzionale all'esigenza di reperire in modo rapido ed efficiente nuove risorse finanziarie per perseguire le proprie strategie di crescita e sviluppo (e.g., cre-

¹ Bortolotti B., Megginson W. Smart S., *The rise of accelerated seasoned equity underwritings*, in *Journal of applied corporate finance*, 2008, p. 53 e ss.

² Come precisato da P. Giudici in *Trattato dei Singoli Contratti - Mercati regolati* diretto da Vincenzo Roppo, Giuffrè, 2014, p. 1072 in caso di vendita di partecipazioni significative tramite *accelerated bookbuilding* l'intermediario si impegna a vendere una partecipazione azionaria di una certa consistenza mediante raccolta in tempi stretti di proposte di acquisto da parte di investitori qualificati, generalmente garantendo un prezzo e un quantitativo minimo di vendita.

scita per linee interne, operazioni di M&A, etc.), senza far ricorso alle ordinarie forme di indebitamento. Inoltre, l'ABB consente alla società emittente di ampliare la propria base azionaria, con conseguente incremento del flottante e della liquidità del titolo, anche ai fini dell'accesso a taluni segmenti di mercato (i.e., *Euronext STAR Milan*, il segmento del mercato Euronext Milan che valorizza le PMI con caratteristiche di eccellenza aumentandone la loro visibilità verso gli investitori italiani ed esteri).

Ciò che distingue l'ABB rispetto alle ordinarie procedure di collocamento delle azioni è principalmente la ristretta finestra temporale nell'arco della quale viene perfezionata l'offerta delle azioni, che decorre solitamente dal termine della fase di asta di chiusura dei mercati sino alla fase di asta di apertura del giorno successivo. L'opportunità di effettuare il collocamento delle azioni a mercati chiusi è finalizzata ad evitare eventuali repentine oscillazioni del titolo derivanti, tra l'altro, dall'applicazione in favore degli investitori di uno sconto sul prezzo di offerta delle azioni.

L'iter della procedura di ABB si avvia, di norma, con il conferimento dell'incarico ad un intermediario che, in qualità di coordinatore dell'offerta e *bookrunner*, svolge un ruolo primario nell'operazione ed è chiamato ad effettuare le preliminari valutazioni circa il potenziale interesse degli investitori a acquistare / sottoscrivere le azioni oggetto dell'offerta, tenendo in opportuna considerazione le condizioni del mercato. Parallelamente a tale attività vengono avviati i tavoli di lavoro con i consulenti dell'emittente a vario titolo coinvolti per la predisposizione della documentazione societaria e contrattuale funzionale all'operazione.

Considerata la finalità dell'operazione, ossia quella di raccogliere capitali da investitori terzi, l'aumento di capitale a servizio dell'ABB viene deliberato con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, commi 4 e 5, c.c.

A tal proposito, preme ricordare che in uno scenario economico profondamente segnato dalla pandemia da Covid-19 è intervenuto il Decreto Legge del 16 luglio 2020, n. 76 recante le misure urgenti per la semplificazione e l'innovazione digitale, come modificato dalla legge di conversione dell'11 settembre 2020, n. 120 (il "**Decreto Semplificazioni**"), il quale ha introdotto talune misure per facilitare la ripresa e la ricapitalizzazione delle imprese e, in particolare, agevolare l'esecuzione degli aumenti di capitale.

In particolare, l'art. 44 del Decreto Semplificazioni – in aggiunta ad alcune previsioni transitorie dive-

nute ad oggi prive di ogni effetto – ha modificato il comma 4, secondo periodo, dell'articolo 2441 c.c. (dapprima applicabile solamente alle società con azioni quotate su mercati regolamentati) estendendo la facoltà per gli emittenti azioni quotate su sistemi multilaterali di negoziazione (e.g. *Euronext Growth Milan*) di deliberare aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione nei limiti del dieci per cento del capitale sociale preesistente, a condizione che (i) tale ipotesi sia espressamente contemplata nello statuto sociale e (ii) il prezzo di emissione corrisponda al valore di mercato delle azioni e ciò sia confermato in apposita relazione da un revisore legale o da una società di revisione legale.

Tale previsione normativa rappresenta un'importante opportunità per le piccole e medie imprese in quanto consente a queste ultime di raccogliere con maggiore facilità risorse sui mercati dei capitali.

La norma testé modificata dal Decreto Semplificazioni ha altresì previsto che le ragioni dell'esclusione o della limitazione nonché i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione debbano risultare da una specifica relazione degli amministratori, depositata presso la sede sociale e pubblicata nel sito internet della società entro il termine della convocazione dell'assemblea.

In aggiunta all'esclusione del diritto di opzione nei limiti del dieci per cento, il comma 5 del medesimo articolo 2441 c.c. consente (anche) alle società quotate su mercati regolamentati o *multilateral trading facility* (MTF) di aumentare il capitale sociale e di escludere il diritto di opzione anche "*quando l'interesse della società lo esige*". In tale ipotesi, l'articolo 2441, comma 6, c.c. richiede che le proposte di aumento di capitale sociale vengano illustrate dagli amministratori con apposita relazione, dalla quale devono risultare le ragioni dell'esclusione o della limitazione e in ogni caso i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione e che tali relazioni vengano trasmesse nei tempi previste dallo stesso codice³ al collegio sindacale e al revisore legale dei conti, affinché detti soggetti possano esprimere in

³ L'art. 2441, comma 6, c.c. prevede che la relazione sia comunicata dagli amministratori al collegio sindacale o al consiglio di sorveglianza e al soggetto incaricato della revisione legale dei conti almeno trenta giorni prima di quello fissato per l'assemblea e che entro quindici giorni il collegio sindacale esprima il proprio parere sulla con-

tempo utile le rispettive relazioni sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni⁴, a seconda che la società emittente sia quotata su un mercato regolamentato ovvero su un sistema multilaterale di negoziazione.

Per ciò che concerne il prezzo delle azioni rivenienti dall'aumento di capitale, come meglio *infra* illustrato, nelle operazioni di ABB lo stesso viene determinato, in caso di aumento nei limiti del 10%, sulla base del valore di mercato delle azioni e, in caso di aumento ai sensi del comma 5 dell'art. 2441 c.c., sulla base del valore del patrimonio netto, tenendo conto per le azioni quotate in mercati regolamentati⁵, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre.

In ragione della necessità di procedere con la massima celerità e al fine di sfruttare finestre temporali assai ridotte, l'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, commi 4 e 5, c.c. viene necessariamente deliberato in consiglio di amministrazione facendo ricorso alla delega precedentemente conferita dall'assemblea degli azionisti ai sensi dell'art. 2443 c.c.

Tale facoltà, recita l'art. 2443 c.c., necessita di un'espressa previsione statutaria e può essere esercitata per il periodo massimo di cinque anni dalla data dell'iscrizione della società nel registro delle imprese, se la delega è contenuta nell'atto costitutivo, ovvero dalla deliberazione dell'assemblea, in caso di successive modifiche dell'atto costitutivo per opera dell'assemblea straordinaria. Il legislatore ha espressamente previsto la facoltà per il consiglio di amministrazione di procedere con l'aumento di capitale con limitazione od esclusione del diritto di opzione ai sensi del quarto e quinto comma dell'articolo 2441 c.c., applicandosi in quanto compatibile il sesto comma del citato articolo e purché lo statuto determini

⁴ Ai sensi dell'art. 158 del D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 in caso di aumento di capitale con esclusione o limitazione del diritto di opzione, il parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni è rilasciato da un revisore legale o da una società di revisione legale. Le proposte di aumento del capitale sociale sono comunicate al revisore legale o alla società di revisione legale, unitamente alla relazione illustrativa degli amministratori prevista dall'articolo 2441, sesto comma, del codice civile, almeno quarantacinque giorni prima di quello fissato per l'assemblea che deve esaminarle, così che la relazione degli amministratori e il parere del revisore legale o della società di revisione legale possano essere messe a disposizione del pubblico con le modalità di cui all'articolo 125-ter, comma 1, TUF almeno ventuno giorni prima dell'assemblea e finché questa abbia deliberato.

⁵ Si consideri che il criterio dell'andamento del corso delle azioni viene utilizzato per prassi anche dalle società quotate su MTF.

i criteri cui gli amministratori devono attenersi⁶.

La delega agli amministratori ad aumentare il capitale rappresenta una deroga rispetto all'ordinaria competenza assembleare, non ricoprendo i soci alcun ruolo nell'operazione, se non nei limiti in cui essi hanno, preventivamente, approvato la modifica statutaria e stabilito il perimetro di azione dell'organo amministrativo⁷.

Ben si comprende quindi la ragione per cui, al fine di cogliere le condizioni più favorevoli per l'effettuazione di operazioni straordinarie nonché specifiche opportunità di mercato e contestualmente evitare oscillazioni dei corsi azionari, sia necessario agire con particolare sollecitudine e pertanto che tali operazioni di *accelerated bookbuilding* vengano perfezionate avvalendosi della citata delega ex 2443 c.c.,

Ulteriore aspetto significativo, dato dallo *status* di società quotate su mercati regolamentati o MTF, riguarda la platea di soggetti a cui viene riservato l'aumento di capitale. Infatti, sempre tenuto conto dell'esigenza di procedere all'offerta di significativi quantitativi di azioni in tempi estremamente ristretti, l'operazione di ABB deve essere strutturata dall'emittente, con il supporto del *global coordinator* e *bookrunner*, secondo modalità tali per quantità dell'offerta e qualità dei destinatari della stessa che le consentano di rientrare in uno dei casi di esenzione dall'obbligo di pubblicazione di un prospetto previsti dall'art. 1 del Regolamento UE 2017/1129 (il "**Regolamento Prospetto**"), dall'articolo 100 del D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (il "**TUF**") e dall'art. 34-ter del regolamento concernente la disciplina degli emittenti, adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 (il "**Regolamento Emittenti**"). Infatti, ove l'offerta non rientrasse in una delle predette ipotesi di esenzione, si renderebbe necessaria la predisposizione di un prospetto sottoposto all'approvazione delle competenti autorità (*i.e.*, la CONSOB) che comprometterebbe inevitabilmente le esigenze di celerità proprie delle operazioni di ABB. Per quanto qui di interesse, si precisa che la redazione del prospetto potrebbe rendersi necessaria sia per quanto riguarda l'offerta delle azioni sia per ottenere l'ammissione a quotazione delle stesse su un mercato

⁶ Il verbale del consiglio di amministrazione che esercita la delega ed aumenta il capitale sociale dovrà essere redatto da un notaio.

⁷ Abriani N., Codice delle Società, UTET, p. 1164.

regolamentato. Pertanto, l'offerta delle azioni è (di solito) riservata a investitori qualificati⁸ nell'Unione Europea e negli altri paesi dello Spazio Economico Europeo e a investitori istituzionali al di fuori dell'Italia, con esclusione degli investitori istituzionali ogni paese estero nel quale il collocamento non sia possibile in assenza di una autorizzazione delle competenti autorità e, ove la società emittente sia quotata su un mercato regolamentato, limitata ad un numero di azioni non superiore al 20% delle azioni già ammesse alla negoziazione nello stesso mercato⁹.

Ciò posto, parallelamente all'attività di redazione della documentazione societaria sopra illustrata (e.g. relazioni illustrative, verbali degli organi societari e relazioni della società di revisione ovvero del collegio sindacale) si rende necessario procedere alla redazione della documentazione contrattuale funzionale all'offerta delle azioni. In particolare, l'emittente e le banche collocatrici dovranno negoziare l'accordo di collocamento che regola in dettaglio le modalità di collocamento delle azioni, ivi incluso il cd. *terms of sale*, e prevede specifiche manleve ed impegni di *lock-up*.

Come detto, una caratteristica dell'ABB è rappresentata dalla modalità con cui si procede al collocamento ed alla definizione del prezzo, il c.d. *bookbuilding*¹⁰, che consiste nel processo di redazione della scheda di domanda degli investitori che hanno presentato un ordine relativamente ad un'operazione di offerta di titoli e rappresenta una metodologia di determinazione del prezzo di emissione basata

⁸ Ai sensi dell'articolo 2, paragrafo 1, lettera e), del Regolamento Prospetto per "investitori qualificati" si intendono le persone o i soggetti di cui all'allegato II, sezione I, punti da 1 a 4, della direttiva 2014/65/UE e le persone o i soggetti che siano, su richiesta, trattati come clienti professionali conformemente alla sezione II di tale allegato, o che siano riconosciuti come controparti qualificate ai sensi dell'articolo 30 della direttiva 2014/65/UE, a meno che abbiano convenuto di essere trattati come clienti non professionali, conformemente al quarto paragrafo della sezione I di tale allegato. Ai fini dell'applicazione della prima frase, su richiesta dell'emittente, le imprese di investimento e gli enti creditizi comunicano la classificazione dei propri clienti all'emittente, fatta salva la legislazione in vigore sulla protezione dei dati.

⁹ Per quanto riguarda le società quotate su mercati regolamentati, esse solitamente si avvalgono dell'esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto informativo previste dall'art. 1 paragrafo 5, del Regolamento Prospetto, ossia in caso di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato di titoli fungibili con titoli già ammessi alla negoziazione nello stesso mercato regolamentato, che rappresentano, su un periodo di 12 mesi, meno del 20 % del numero di titoli già ammessi alla negoziazione nello stesso mercato regolamentato.

¹⁰ Borsa Italiana, voce *Bookbuilding* in Glossario Finanziario consultabile all'indirizzo <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/bookbuilding.html>

sull'apprezzamento concreto del mercato¹¹.

In occasione del *bookbuilding*, il *global coordinator* raccoglie in un *book* istituzionale le manifestazioni di interesse degli investitori a sottoscrivere un determinato quantitativo di azioni ad un determinato prezzo, sulla base dell'intervallo di valorizzazione (la "*forchetta di prezzo*") ovvero dei criteri stabiliti dal consiglio di amministrazione dell'emittente.

La modalità di fissazione "aperta" del prezzo tramite il *bookbuilding* consente, infatti, di stabilire il prezzo definitivo dell'aumento di capitale tenendo conto, in primo luogo, dei criteri previsti dal codice civile in termini di patrimonio netto ovvero di andamento dei corsi di borsa delle azioni¹² ma anche (e soprattutto) dell'effettivo valore di mercato che viene attribuito alle azioni da parte degli investitori qualificati ai quali l'offerta è rivolta. Ed è proprio per tale ragione che in occasione della fissazione del prezzo il consiglio di amministrazione, con il supporto degli intermediari incaricati del collocamento, stabilisce generalmente un ammontare massimo di sconto al quale offrire le azioni al fine di tenere conto, tra l'altro: (i) della tipologia dell'operazione e dei suoi destinatari; (ii) della liquidità e volatilità del titolo; (iii) della recente evoluzione del titolo e (iv) delle aspettative future sulla società da parte degli investitori. Lo sconto assolve ad una duplice funzione: incentivante per gli investitori che, diversamente, potrebbero acquistare le azioni direttamente sul mercato e allo stesso tempo compensatoria del rischio di oscillazione del prezzo che potrebbe derivare dal lancio di un'ABB, qualora la stessa non venga recepita dal mercato con particolare favore. Il prezzo finale di offerta viene, pertanto, stabilito solamente alla chiusura del *bookbuilding* sulla base del prezzo più alto che il mercato è disposto ad offrire per le azioni offerte in sottoscrizione¹³, a seguito del quale l'emittente e il *global coordinator* procedono all'allocazione delle azioni agli investitori.

¹¹ Sul punto Marchetti P., Prezzo di emissione e "bookbuilding" alcuni recenti casi in Analisi Giuridica dell'Economia, 2017, fasc. 1 pag. 11 - 31 e Giudici P. Lombardo S., La tutela degli investitori nelle IPO con prezzo di vendita aperto, in Rivista delle società, 2012, fasc. 5 pag. 907 - 942. Notari M, Gli aumenti di capitale nelle società quotate, in Le operazioni sul capitale sociale: casi pratici e tecniche di redazione del verbale notarile. Quaderni della Fondazione italiana per il notariato, Milano 2009, p. 63 e ss.

¹² A maggior ragione nelle ipotesi in cui l'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione avvenga mediante esercizio della delega prevista ai sensi dell'art. 2443 c.c.

¹³ Notari m., *op.cit.*

L'avvio del *bookbuilding* così come la chiusura dello stesso sono comunicati dall'emittente al mercato mediante diffusione di un comunicato stampa nel rispetto del Regolamento UE n. 596/2016 ("MAR").

A tal ultimo proposito, vale la pena evidenziare come l'operazione di aumento di capitale tramite ABB, ivi incluse le fasi ad essa prodromiche, assuma rilevanza anche ai fini della disciplina in materia di abusi di mercato di cui al MAR ed ai relativi regolamenti europei di attuazione, tenuto altresì conto che le Linee Guida n. 1/2017 adottate dalla Consob sulla gestione delle informazioni privilegiate annoverano le operazioni di *accelerated bookbuilding* tra la tipologia di informazioni privilegiate che potrebbero interessare un emittente.

Con riferimento alla fase che precede l'assunzione delle deliberazioni da parte degli organi competenti e il collocamento, si evidenzia come l'eventuale attività di *pre-marketing* condotta dall'intermediario per valutare l'interesse dei potenziali investitori all'operazione straordinaria rilevi ai fini del MAR, essendo riconducibile alla categoria dei "sondaggi di mercato". L'articolo 11 del citato regolamento europeo, infatti, dispone che i sondaggi di mercato consistono nella comunicazione da parte, tra l'altro, dell'emittente o di un terzo che agisce in nome o per conto dell'emittente di informazioni, anteriormente all'annuncio di un'operazione, al fine di valutare l'interesse dei potenziali investitori per una possibile operazione e le relative condizioni (le dimensioni potenziali o il prezzo, etc.)⁴.

Lo svolgimento di sondaggi di mercato può comportare la comunicazione di informazioni privilegiate ai potenziali investitori e, pertanto, il soggetto che comunica le informazioni (il cd. *disclosing market participant*) prima della diffusione delle stesse è tenuto, a norma dell'art. 11 del MAR, a (i) esaminare se il sondaggio comporterà la comunicazione di informazioni privilegiate e registrare per iscritto la sua conclusione ed i relativi motivi; (ii) ottenere il consenso della persona che riceve il sondaggio di mercato a ricevere informazioni privilegiate, con l'obbligo di quest'ultimo di garantirne la riservatezza e di non utilizzare dette informazioni per operare sul titolo (cd. *wall crossing*).

In aggiunta a quanto sopra, l'emittente è tenuto a monitorare attentamente il processo di formazione dell'informazione relativa al lancio dell'operazione di aumento di capitale, qualificandola rilevante (in

un primo momento) e privilegiata (successivamente) ed adottare tutti i presidi idonei a garantire la conformità con le disposizioni in materia di abusi di mercato, tra cui: l'individuazione di tutti i soggetti coinvolti (advisor, principali azionisti, parti terze) e la sottoscrizione di accordi di riservatezza con gli stessi, l'apertura dell'eventuale registro delle informazioni rilevanti, la segregazione dell'informazione e la successiva apertura del registro delle informazioni privilegiate.

In conclusione, ciò che negli ultimi anni si riscontra sempre con maggior frequenza in Italia – in linea con quanto avviene all'estero – è un aumento delle operazioni di ABB mediante aumento di capitale da parte degli emittenti, che in questo modo riescono a sfruttare i vantaggi connessi alla rapidità di esecuzione ed all'elevata modulabilità dell'offerta, facilmente adattabile alle specifiche esigenze imprenditoriali ed all'andamento dei mercati.

⁴ Lombardo S., I sondaggi di mercato: prime riflessioni in Le Società n. 2/2016.



DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**
