



# ***GLI AUMENTI DI CAPITALE CON RILEVANTE EFFETTO DILUITIVO***

## **Documento di consultazione**

**7 agosto 2014**

Le osservazioni al documento di consultazione dovranno pervenire entro il **30 settembre 2014**:

on-line per il tramite del SIPE – Sistema Integrato Per l’Esterno,

oppure al seguente indirizzo:

C O N S O B

Divisione Mercati

Via G. B. Martini, 3

00198 ROMA

I commenti pervenuti saranno resi pubblici al termine della consultazione, salvo espressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della e-mail, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati.

## ***1. Premessa***

A partire dal 2009 alcune società quotate sul mercato regolamentato italiano MTA gestito da Borsa Italiana spa (“Borsa Italiana”) hanno posto in essere operazioni di aumento di capitale, con diritto d’opzione aventi caratteristiche peculiari. Tali operazioni (nel prosieguo definite come aumenti di capitale “fortemente diluitivi”) sono caratterizzate da un elevato rapporto tra il numero di azioni da emettere e il numero di azioni in circolazione e da una forte differenza fra il prezzo di sottoscrizione delle nuove azioni ed il prezzo del titolo nell’ultimo giorno di negoziazione prima dell’avvio dell’aumento - c.d. prezzo *cum* (cfr. par. 2).

Nei periodi di offerta delle nuove azioni si sono verificate anomalie nell’andamento dei prezzi di mercato dei titoli azionari (*ex diritto*) che, soprattutto nei primi giorni, sono risultati fortemente sopravvalutati. Tali anomalie appaiono causate da una pluralità di fattori, perlopiù di natura tecnica e legati alle caratteristiche degli aumenti. Sempre a causa delle condizioni di estrema diluizione degli aumenti in parola, si genera una scarsità di titoli nel corso dell’aumento che impedisce alle dinamiche di mercato di riequilibrare i corsi azionari (cfr. par. 3).

Nel complesso, dal 2009 al luglio 2014, risultano conclusi 23 aumenti di capitale fortemente diluitivi. Le anomalie più rilevanti si sono verificate con riferimento ad un numero ristretto di casi, l’ultimo dei quali è l’aumento promosso da Banca Monte dei Paschi di Siena spa (“BMPS”) (cfr. par. 4).

La Consob ha monitorato il fenomeno sin dal suo iniziale manifestarsi, al fine di individuare la soluzione più appropriata per risolvere le citate anomalie di prezzo. E’ stata quindi condotta una prima consultazione pubblica nell’aprile 2010, seguita da due consultazioni, di natura più tecnica e quindi riservate all’industria, svolte nell’aprile 2011 e nell’aprile 2014. Nel frattempo, in prossimità dell’avvio degli aumenti fortemente diluitivi più rilevanti, la Consob ha pubblicato apposite Comunicazioni con cui avvertiva il mercato del rischio di anomalie rialziste di prezzo. Sono state parimenti condotte le usuali attività di vigilanza sugli scambi, che hanno portato all’avvio di numerosi procedimenti sanzionatori (cfr. par. 5).

Alla luce dell’esperienza maturata, l’unica soluzione potenzialmente in grado di risolvere del tutto le anomalie di prezzo risulta essere l’introduzione di una finestra di consegna addizionale delle nuove azioni in ciascuna giornata del periodo d’offerta (c.d. modello *rolling*), così da ovviare alla scarsità di titoli e permettere il riallineamento del prezzo su valori corretti. Questa è pertanto la soluzione che viene posta in consultazione con il presente documento (cfr. par. 6) e sulla quale viene chiesto di esprimersi rispondendo alle domande contenute nell’Allegato 1.

## ***2. Le caratteristiche degli aumenti di capitale fortemente diluitivi***

A partire dal 2009 alcune società emittenti con azioni quotate sul mercato MTA hanno posto in essere operazioni di aumento di capitale con diritto d'opzione<sup>1</sup>, finalizzate, nella maggioranza dei casi, alla raccolta di risorse finanziarie strategiche per la salvaguardia della continuità aziendale.

Tali operazioni hanno avuto come elementi comuni:

- la fissazione di un prezzo di sottoscrizione delle nuove azioni ben inferiore al prezzo di mercato *cum*; e
- l'emissione di un elevato numero di nuove azioni rispetto alle azioni esistenti.

Le due caratteristiche sopra citate fanno sì che tali aumenti siano particolarmente diluitivi.

Il grado di diluizione viene usualmente misurato dal coefficiente  $K^2$ . Tale coefficiente, calcolato da Borsa Italiana, è inversamente proporzionale al grado di diluizione dell'operazione e, quindi, il massimo grado di diluizione si avrà per valori del coefficiente  $K$  prossimi allo 0. Ad esito dei lavori condotti dalla Consob, è stata fissata una soglia, molto prudente, del coefficiente  $K$  pari a 0,5, al di sotto della quale un aumento può essere considerato come "fortemente diluitivo".

Borsa Italiana, al termine dell'ultimo giorno *cum*, in conformità agli standard internazionali, provvede a calcolare il prezzo teorico del titolo azionario *ex diritto* (c.d. valore teorico), rettificando (moltiplicando) il prezzo *cum* del titolo per il coefficiente  $K$ . Contestualmente, vengono ammessi a negoziazione i diritti d'opzione, sui quali, nel caso di aumenti fortemente diluitivi, si sposta gran parte della capitalizzazione *cum*. Sono parimenti modificati eventuali strumenti finanziari derivati aventi come sottostante il titolo oggetto di aumento di capitale, con una modifica del prezzo del contratto (ad es. il prezzo c.d. *strike* per i contratti d'opzione) e del numero di azioni sottostanti a ciascun derivato (c.d. lotto). Nel caso il titolo faccia parte di indici, il gestore dell'indice ne aggiorna la composizione secondo le regole proprie dell'indice<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> L'aumento di capitale con diritto d'opzione prevede che siano assegnati agli investitori che risultano azionisti della società alla *record date*, dei diritti d'opzione, in misura proporzionale al numero di azioni possedute. All'avvio dell'aumento (primo giorno *ex*), i diritti d'opzione vengono ammessi a negoziazione sul mercato per un periodo di tempo fissato dall'emittente, per prassi pari a 2 settimane. Al termine del periodo di negoziazione dei diritti, è prevista una settimana di tempo per permettere il regolamento delle ultime negoziazioni sui diritti. I diritti d'opzione possono essere esercitati entro il termine del periodo d'offerta, pari in genere a 3 settimane (ossia le 2 settimane di negoziazione dei diritti più la settimana successiva). Il primo giorno successivo alla fine del periodo d'offerta vengono consegnate le nuove azioni rivenienti dall'esercizio dei diritti, previo pagamento del prezzo di sottoscrizione. I diritti non esercitati entro il periodo d'offerta (c.d. *inoptato*) sono offerti sul mercato nei giorni successivi.

<sup>2</sup> Il fattore di rettifica  $K$  misura il rapporto, determinato in condizioni di equivalenza finanziaria, tra il prezzo teorico del titolo dopo lo stacco del diritto e quello precedente lo stacco; in particolare, il fattore  $K$  viene calcolato come rapporto fra il prezzo teorico del titolo *ex diritto* e il prezzo dell'ultimo giorno di negoziazione *cum*. A sua volta, il prezzo teorico *ex diritto* dipende da prezzo di sottoscrizione, numero di nuove azioni da emettere, prezzo di mercato dell'ultimo giorno *cum* e numero di azioni esistenti. La rettifica effettuata sulla base del coefficiente  $K$  segue l'ipotesi finanziaria che l'aumento sia già avvenuto e sia stato interamente sottoscritto, sebbene le nuove azioni saranno emesse solo alla fine dell'aumento.

<sup>3</sup> E' opportuno evidenziare che le modalità di aggiornamento dei vari indici non sono armonizzate a livello europeo. Ogni gestore dell'indice segue regole proprie, e quindi gli effetti diluitivi dell'aumento di capitale su ciascun indice possono essere diversi a seconda delle regole di aggiornamento sull'indice.

Nell'aumento fortemente diluitivo avviato da BMPS nel giugno 2014, il numero di azioni da emettere è stato pari a circa 5 miliardi, contro i circa 116 milioni di azioni esistenti. Il prezzo di sottoscrizione delle nuove azioni è stato fissato dall'emittente ad €1, rispetto al prezzo di riferimento *cum* di €24,64 nell'ultimo giorno prima dell'avvio dell'aumento (6 giugno 2014). Il coefficiente K per l'aumento BMPS è stato pari a circa 0,06248; l'aumento è quindi risultato estremamente diluitivo.

Alla fine dell'ultimo giorno di negoziazione *cum*, Borsa Italiana ha rettificato il prezzo del titolo azionario. Il prezzo teorico post-aumento del titolo BMPS è risultato uguale a €1,54, calcolato moltiplicando l'ultimo prezzo *cum* (€24,64) per il coefficiente K (ossia  $1,54 = 24,64 * 0,06248$ ). La differenza fra i due valori ha rappresentato il prezzo teorico dei diritti d'opzione, pari ad €23,1 (ossia  $23,1 = 24,64 - 1,54$ ).

Contestualmente, Borsa Italiana ha rettificato prezzi e lotti degli strumenti finanziari derivati, negoziati sul mercato italiano regolamentato IDEM, aventi come sottostante le azioni BMPS. A seguito di tale rettifica, il lotto della tipologia di strumento derivato più trattato è stato incrementato da 50 azioni a 800 azioni BMPS (ossia  $800 = 50 / 0,06248$ ). Un identico aggiustamento è stato effettuato dal gestore del mercato regolamentato tedesco Eurex Exchange per gli strumenti finanziari derivati su azioni BMPS ivi trattati.

Poiché le azioni BMPS costituiscono il sottostante di numerosi indici finanziari, i gestori di tali indici hanno effettuato le opportune modifiche. In particolare, per quanto concerne il principale indice italiano, il FTSEMIB, il gestore dell'indice ha incrementato il numero di azioni BMPS sottostante l'indice, che è passato da circa 116 milioni a circa 1,8 miliardi (ossia  $1,8 \text{ miliardi} = 116 \text{ milioni} / 0,06248$ ). Successivamente, nel corso del periodo d'offerta, il gestore dell'indice ha effettuato una rettifica alla composizione dell'indice al fine di minimizzare gli effetti dell'aumento.

### **3. Le anomalie di prezzo**

Come indicato al par. 2, il gestore del mercato, all'inizio del periodo d'offerta, effettua le rettifiche sulla base del coefficiente K, seguendo l'ipotesi finanziaria che l'aumento sia già avvenuto. Tuttavia, le nuove azioni saranno emesse solo alla fine del periodo d'offerta. Ciò origina, evidentemente, una scarsità di titoli nel corso del periodo d'offerta.

Negli aumenti di capitale fortemente diluitivi, con l'avvio del periodo d'offerta, si è assistito ad un incremento delle quantità di azioni scambiate sul mercato, verosimilmente a causa del valore unitario di ciascun titolo *ex*, ben più basso rispetto al valore *cum*. A parità di ammontare monetario investito, quindi, il numero di azioni *ex* acquistate si incrementa notevolmente<sup>4</sup>.

Soprattutto, è stata registrata una forte sopravvalutazione del prezzo di mercato *ex* dei titoli azionari rispetto al loro valore teorico nel corso del periodo d'offerta, specialmente nei primi giorni.

Tale forte sopravvalutazione di prezzo può spiegarsi con una serie di motivazioni, ossia:

1) **Effetto ottico** - Il prezzo di mercato, dopo l'avvio dell'aumento, può essere confrontato da alcuni investitori *retail* con l'ultimo prezzo *cum* e non, come sarebbe corretto, con il valore teorico. L'investitore *retail* può quindi, erroneamente, ritenere che le azioni *ex* siano offerte a prezzi particolarmente vantaggiosi e quindi comprare il titolo. Tanto minore è il valore del coefficiente K, tanto maggiore è la differenza fra l'ultimo prezzo *cum* e il prezzo teorico e più rilevante può essere il citato effetto "ottico".

---

<sup>4</sup> Un investitore che avesse voluto investire ad es. €100.000 in azioni BMPS pre-aumento avrebbe dovuto acquistare circa 4.000 titoli al prezzo *cum* di €24,64. Dopo l'aumento, lo stesso investimento avrebbe comportato l'acquisto di circa 65.000 titoli al prezzo teorico di €1,54.

2) **Minor valore unitario dei titoli** - Vista la notevole riduzione del prezzo *ex*, a parità di ammontare monetario investito, il numero di azioni che è possibile acquistare si incrementa notevolmente. Poiché il numero di azioni in circolazione è però pari all'ammontare pre-aumento, ciò può generare un eccesso di domanda sull'offerta e quindi un incremento del prezzo.

3) **Speculazione** - Poiché negli aumenti fortemente diluitivi si sono spesso verificate anomalie rialziste di prezzo, alcuni investitori potrebbero essere indotti ad acquistare il titolo confidando nel fatto che il prezzo salirà ancora e loro potranno quindi "sfruttare" il *trend* rialzista per rivendere le azioni acquistate a condizioni più vantaggiose.

4) **Effetto Derivati (Opzioni call)** - Se, a seguito dell'anomalo *trend* rialzista causato dai fattori precedenti, il prezzo del titolo supera gli *strike price* delle opzioni *call* in essere, chi ha comprato tali strumenti derivati trova conveniente esercitarli. Chi ha venduto opzioni e viene esercitato dalla controparte quasi certamente non possiede un numero sufficiente di azioni da consegnare, in quanto il lotto di ciascun derivato è stato incrementato a seguito dell'avvio dell'aumento, ed è quindi costretto a comprare i titoli mancanti sul mercato alimentando così il *trend* rialzista. Anche in caso di non esercizio, chi ha assunto posizioni corte in derivati può acquistare i titoli sottostanti per finalità di *hedging* delle posizioni aperte.

5) **Effetto ETF/Indice** - Se il titolo oggetto di aumento di capitale fa parte di indici finanziari, i gestori di ETF e altri strumenti simili, tenuti a replicare passivamente la composizione dell'indice, potrebbero acquistare azioni sul mercato per poter essere in grado di replicare correttamente l'andamento dell'indice e per far fronte ad eventuali richieste di rimborso in natura (*redemption*). Similmente può accadere in caso di *future* o altri strumenti finanziari derivati su indice con consegna fisica.

Ciò posto, si osserva che tali anomalie di prezzo potrebbero essere risolte attraverso l'attività di arbitraggio consistente nella vendita delle azioni e nell'acquisto dei diritti d'opzione e loro successivo esercizio.

Tuttavia, tale attività di arbitraggio, per essere in linea con le previsioni contenute nel Regolamento UE n. 236/2012 in materia di vendite allo scoperto e taluni aspetti dei *credit default swap* ("Regolamento *Short Selling*") e per non generare mancate consegne (c.d. *fail*) nel sistema di regolamento, dovrebbe essere supportata dal prestito titoli o misure equivalenti.

L'elevato incremento del numero di azioni scambiate nel periodo d'offerta impedisce al mercato del prestito titoli di supportare adeguatamente l'attività degli arbitraggisti. Infatti, sono disponibili al prestito, nella migliore delle ipotesi, solo le azioni del "vecchio" capitale sociale, che, nel caso di aumenti fortemente diluitivi, rappresentano una quota assolutamente minoritaria rispetto ai titoli da emettere e a quelli scambiati sul mercato durante il periodo d'opzione.

Gli arbitraggisti non possono quindi effettuare vendite allo scoperto "coperte", e ciò in definitiva impedisce il riequilibrio del prezzo del titolo, fino agli ultimi tre giorni del periodo d'offerta,

quando è possibile effettuare l'arbitraggio senza necessità del prestito titoli in quanto le nuove azioni diventano disponibili in tempo utile per il regolamento delle vendite effettuate<sup>5</sup>.

In questi ultimi tre giorni si assiste quindi ad un drastico calo del prezzo di mercato delle azioni, che si riallinea al prezzo teorico dei titoli o al prezzo di sottoscrizione delle nuove azioni.

In conclusione, gli aumenti di capitale fortemente diluitivi portano ad un notevole incremento della volatilità sul mercato, con un forte *trend* rialzista all'inizio del periodo d'offerta, ed un quasi speculare *trend* ribassista alla fine dello stesso.

Si osserva che le citate anomalie di prezzo non si verificano durante l'offerta dell'inoptato. Ciò in quanto l'offerta dell'inoptato avviene dopo che si è concluso il periodo d'offerta principale e, quindi, la scarsità dei titoli è stata superata grazie all'emissione delle nuove azioni rivenienti dai diritti d'opzione esercitati.

#### **4. Rilevanza del fenomeno**

Da un punto di vista quantitativo, fra il gennaio 2009 e il luglio 2014 risultano portati a termine 23 aumenti di capitale fortemente diluitivi, pari al 25% del totale degli aumenti a pagamento con diritto d'opzione effettuati nel medesimo periodo. Gli aumenti diluitivi hanno raccolto complessivamente €11,4 mld, pari al 22% circa delle risorse raccolte dal totale degli aumenti di capitale.

Al fine di fornire una stima delle anomalie di prezzo, nella Tabella n. 1 è indicato, per ciascuna operazione, l'incremento massimo del prezzo ufficiale rispetto al valore teorico che si è verificato nel corso dell'aumento<sup>6</sup>. Tale valore rappresenta quindi la "punta massima" delle anomalie di prezzo.

Nella Tabella n. 1 è anche riportato un secondo indicatore inerente alle anomalie di prezzo, che può essere definito come il c.d. valore delle anomalie, calcolato come differenza fra prezzo ufficiale di mercato e valore teorico in ciascuna giornata del periodo d'opzione, moltiplicato per il numero di titoli scambiati. Esso rappresenta quindi il controvalore "anomalo" effettivamente scambiato.

E' opportuno evidenziare che i due indicatori presentati nella Tabella n. 1 evidenziano solo una parte delle conseguenze per il mercato causate dalle operazioni fortemente dilutive, ossia la parte più facilmente e oggettivamente misurabile. Vi è tuttavia un'altra parte di svantaggi per il mercato che non è di agevole misurazione – quali le conseguenze sugli investitori che detenevano strumenti finanziari derivati e prodotti su indice. Infatti, in alcuni casi investitori che avevano posizioni corte aperte in opzioni *call*, dopo l'avvio del *trend* rialzista, hanno preferito chiudere le posizioni in

---

<sup>5</sup> Le vendite allo scoperto effettuate il terz'ultimo giorno del periodo d'opzione (in genere un mercoledì) saranno infatti regolate 3 giorni dopo, stante il ciclo di regolamento di tre giorni (T+3); questa giornata coincide con la data di messa a disposizione delle azioni di nuova emissione (in genere un lunedì). Con il passaggio del mercato italiano ad un ciclo di due giorni (T+2), a partire dall'ottobre 2014, l'attività di arbitraggio senza ricorso al prestito titoli sarà possibile solo a partire dal penultimo giorno del periodo d'opzione.

<sup>6</sup> Il valore teorico può essere considerato il prezzo "corretto" del titolo in assenza di altri eventi societari che influiscano sul valore della società.

derivati con la controparte, sostenendo costi aggiuntivi, anziché rischiare di essere esercitati e dover acquistare i titoli sul mercato e/o trovarsi inadempienti in fase di regolamento. Non è di facile quantificazione neanche l’impatto reputazionale per il mercato italiano dovuto a tali anomalie.

**Tabella n. 1 – Aumenti fortemente diluitivi**

Aumento	Anno	Ammontare raccolto (Eur mln)	Fattore K	Variazione massima prezzo di mercato su teorico	Valore delle anomalie (Eur mln)	Presenza derivati Idem
<b>SEAT PG</b>	<b>2009</b>	<b>200</b>	<b>0,041</b>	<b>410%</b>	<b>57</b>	<b>SI</b>
<b>TISCALI</b>	<b>2009</b>	<b>180</b>	<b>0,057</b>	<b>579%</b>	<b>279</b>	<b>SI</b>
PIRELLI RE	2009	400	0,151	135%	29	NO
BANCA ITALEASE	2009	1.199	0,411	84%	9	NO
TAS	2010	21	0,086	358%	1	NO
STEFANEL	2010	50	0,115	544%	5	NO
INVEST. E SVILUPPO	2010	15	0,420	69%	0	NO
ZUCCHI	2011	15	0,242	124%	2	NO
BPM	2011	799	0,324	1%	0	SI
EMAK	2011	58	0,325	-1%	0	NO
JUVENTUS	2011	120	0,421	62%	2	NO
<b>FONDIARIA SAI</b>	<b>2012</b>	<b>1.100</b>	<b>0,026</b>	<b>334%</b>	<b>52</b>	<b>SI</b>
INVEST. E SVILUPPO	2012	5	0,195	288%	2	NO
UNIPOL	2012	1.100	0,200	32%	3	SI
MERIDIANA FLY	2012	119	0,271	116%	2	NO
MONDO TV	2012	11	0,298	90%	2	NO
MOVIEMAX	2012	5	0,434	44%	0	NO
SINTESI	2012	5	0,095	162%	1	NO
MAIRE TECNIMONT	2013	134	0,260	35%	1	NO
LVENTURE GROUP	2013	5	0,277	30%	1	NO
MEDIACONTECH	2014	19	0,269	71%	0	NO
<b>BMPS</b>	<b>2014</b>	<b>5.000</b>	<b>0,062</b>	<b>67%</b>	<b>204</b>	<b>SI</b>
BANCA CARIGE	2014	800	0,409	7%	4	NO
		11.360	0,234	158%	656	6 volte
		(somma)	(media)	(media)	(somma)	(conteggio)

Come si nota dalla Tabella n. 1, la parte preponderante delle anomalie di prezzo è concentrata su un numero piuttosto ristretto di aumenti, principalmente le operazioni promosse da Tiscali spa e Seat-PG spa nel 2009, Fondiaria-Sai spa (“Fondiaria-Sai”) nel 2012 e BMPS nel 2014 (evidenziati in grassetto), operazioni caratterizzate da un coefficiente K inferiore al valore di 0,1 e dalla presenza di strumenti finanziari derivati sul titolo.

## **5. L’attività svolta dalla Consob**

La Consob si è attivata sul tema degli aumenti fortemente diluitivi fin dal loro primo verificarsi, nel 2009. Dopo una fase di analisi e studio del problema, anche alla luce delle risultanze dell’attività di vigilanza, il 19 aprile 2010 la Consob ha pubblicato un primo documento di consultazione che analizzava il problema e prospettava l’introduzione di una “finestra” addizionale di consegna delle nuove azioni il terzo giorno del periodo di offerta (T+2), allo scopo di permettere l’attività di arbitraggio fra le azioni *ex* diritto e i corrispondenti diritti di opzione, così da mitigare il *trend* rialzista. Durante il periodo di consultazione è stato organizzato, il 13 maggio 2010, un incontro con l’industria, nell’ambito del quale è stato possibile raccoglierne i commenti.

Il 3 agosto 2010, a conclusione della consultazione, la Consob individuava quale soluzione preferibile il modello *rolling* con finestre giornaliere di consegna per tutto il periodo d'offerta.

Tuttavia, a seguito dei successivi approfondimenti condotti con l'industria, è emerso che la soluzione *rolling*, sebbene sia quella che garantisce le maggiori possibilità di arbitraggio e quindi fornisce migliori probabilità di risolvere le anomalie di prezzo riscontrate, comporta costi e tempi di realizzazione non indifferenti, che tra l'altro gravano quasi interamente su un'unica categoria di soggetti, ossia gli intermediari depositari.

Poiché la valutazione sul tipo di intervento da apportare non può prescindere, tra l'altro, da considerazioni sui costi per gli operatori rispetto ai benefici che si intende perseguire, anche alla luce del numero di operazioni fortemente diluitive concluse, si è preferito analizzare ulteriormente la questione in diverse riunioni con l'industria, anche per il tramite di due ulteriori consultazioni, di natura più tecnica, svolte nell'aprile 2011 e nell'aprile 2014.

Sono quindi state individuate e analizzate numerose altre soluzioni, fra cui:

1. la compensazione fra *fail* da azioni e *fail* da derivati;
2. il divieto di esercizio anticipato delle opzioni;
3. la consegna di un paniere di azioni e diritti d'opzione in luogo delle sole azioni in caso di esercizio/scadenza di derivati;
4. la chiusura coattiva delle posizioni in strumenti finanziari derivati.

Ad esito dei lavori condotti, è emerso che nessuna delle soluzioni sopra citate consentiva di risolvere del tutto le anomalie di prezzo. Molti dei suddetti interventi presentavano inoltre rilevanti controindicazioni, fra cui il rischio di uno spostamento delle negoziazioni su mercati esteri, con una riduzione della liquidità del mercato italiano, un peggioramento competitivo della piazza nazionale e, in ultimo, una diminuzione dell'efficacia della soluzione stessa. Si rimanda alla Tabella n. 3 (cfr. All. n. 2) per una rappresentazione schematica di vantaggi e svantaggi associati a ciascuna delle soluzioni sopra elencate; nella Tabella n. 3 si fornisce anche un resoconto degli esiti della consultazione con l'industria condotta nell'aprile 2014, distinguendo le risposte ricevute a seconda della nazionalità dell'intermediario.

L'unico intervento, fra quelli sopra elencati, che non presenta rilevanti controindicazioni è costituito dalla compensazione fra *fail* da azioni e *fail* da derivati. Tale intervento diminuisce l'ammontare delle mancate consegne nel sistema di regolamento, ma ha lo svantaggio di non produrre alcun effetto sulle anomalie di prezzo di mercato. L'intervento in parola è stato attuato da Cassa di Compensazione e Garanzia spa ("CCG") in occasione degli aumenti di capitale fortemente diluitivi avviati da Fondiaria-Sai nel 2012 e da BMPS nel 2014.

In sintesi, nonostante il tentativo di individuare un approccio il più possibile condiviso, non è stato possibile identificare una soluzione che potesse soddisfare tutte le istanze presentate dai vari *stakeholder*.

E' opportuno evidenziare che, nelle more dell'adozione di una soluzione strutturale al problema, la Consob ha svolto una intensa attività di informativa al mercato, supervisione e vigilanza con lo scopo di minimizzare le anomalie di prezzo.

Tale attività si è sostanziata:

1. nella pubblicazione, a ridosso dell'avvio delle operazioni più rilevanti, di apposite Comunicazioni Consob con le quali si avvertiva il mercato dell'avvio dell'aumento di capitale fortemente diluitivo e del rischio, date le caratteristiche dell'aumento, che si verificassero anomalie rialziste di prezzo (cfr. ad esempio la Comunicazione DME/0047343 del 6-6-2014 inerente all'aumento BMPS);
2. nella richiesta a Borsa Italiana e CCG di adottare provvedimenti per minimizzare le probabili anomalie di prezzo. Sempre con riferimento all'aumento BMPS, Borsa Italiana ha disposto l'inibizione degli ordini al meglio e ha ristretto la banda di oscillazione dei prezzi, mentre CCG ha disposto la compensazione fra *fail* da azioni e *fail* da derivati;
3. nella conclusione, con irrogazione di sanzioni, di 14 procedimenti sanzionatori per violazioni della normativa pro-tempore vigente sulle vendite allo scoperto e sull'obbligo di consegna in fase di liquidazione.

Anche grazie agli interventi sopra citati, le anomalie di prezzo registrate nel corso degli ultimi aumenti fortemente diluitivi (BMPS e Banca Carige) sono risultate molto più contenute rispetto alle variazioni registrate nel corso dei precedenti aumenti fortemente diluitivi, come si desume dalla Tabella n. 1. Nonostante l'intensa attività condotta, il fatto che si siano comunque verificate delle anomalie di prezzo su titoli di assoluto rilievo a livello internazionale quale BMPS rende necessario valutare ulteriormente l'adozione di una soluzione strutturale al problema.

Dai lavori fin qui condotti, emerge come la soluzione *rolling* sia l'unica potenzialmente in grado di risolvere completamente le anomalie di prezzo. Essa viene quindi presentata in dettaglio nel paragrafo seguente.

## **6. La soluzione *rolling***

La soluzione *rolling* consiste nel mettere a disposizione le nuove azioni rivenienti dall'esercizio dei diritti d'opzione in ciascuna giornata del periodo d'offerta, anziché solo alla fine dello stesso.

Ciò ha l'obiettivo di permettere, nel corso del periodo d'opzione, l'attività di arbitraggio fra le azioni e i diritti d'opzione. In particolare, in presenza di un anomalo *trend* rialzista del prezzo delle azioni *ex diritto*, l'arbitraggista dovrebbe essere in grado di:

1. comprare i diritti di opzione;
2. vendere le azioni; la vendita delle azioni permette di riallineare il prezzo di mercato al valore teorico, risolvendo così le anomalie di prezzo;

3. esercitare i diritti e ricevere le azioni di nuova emissione;
4. regolare le vendite effettuate con le azioni di nuova emissione.

L'attività di arbitraggio viene già effettuata negli ultimi tre giorni del periodo di offerta e l'esperienza empirica dimostra che si è rivelata molto efficace nel risolvere le anomalie di prezzo, riportando il prezzo di mercato in linea con il valore teorico.

Tra l'altro, un'attività di arbitraggio del tutto simile a quella sottostante l'ipotesi *rolling* è già effettuata dagli operatori con riferimento alle opzioni *call* di tipo americano, che sono negoziate sul mercato regolamentato italiano IDEM e sono esercitabili in qualsiasi giorno fino alla loro scadenza. La differenza principale fra le due attività di arbitraggio sta nel fatto che, con il modello *rolling*, le vendite effettuate verrebbe regulate con le nuove azioni rivenienti dall'esercizio dei diritti d'opzione, mentre nel caso delle opzioni *call*, le vendite devono essere soddisfatte con titoli azionari che sono già emessi.

La vendita delle azioni sul mercato effettuata dall'arbitraggista il primo giorno del periodo d'offerta ("T") consente il riequilibrio del prezzo del titolo su valori corretti, fatto salvo quanto si andrà a specificare al successivo punto c). La possibilità di ricevere i titoli di nuova emissione nel corso del periodo d'offerta fa venir meno la necessità di ricorrere al mercato del prestito titoli, che, in caso di aumento fortemente diluitivo, non è in grado di far fronte all'enorme incremento della domanda.

Il modello *rolling* rappresenta quindi la soluzione più efficace al problema, ed è anzi l'unica potenzialmente in grado di risolvere completamente le anomalie di prezzo.

A seguito dei lavori condotti, sono tuttavia emersi cinque svantaggi che penalizzano la soluzione *rolling*, ossia:

- a) costi di implementazione;
- b) tempi di implementazione;
- c) dubbi sulla possibilità di svolgere l'attività di arbitraggio nel primo giorno del periodo d'opzione;
- d) problemi legali relativi all'informativa agli azionisti;
- e) disallineamento con gli standard europei in materia di *corporate actions*.

\*\*\*

Sul fronte dei costi di implementazione, l'industria, nel corso dei lavori condotti, ha stimato costi di implementazione per l'intero sistema bancario italiano, derivanti dalla predisposizione delle nuove procedure, informatiche e non, necessarie per l'adozione del modello *rolling*, per circa Eur 50 mln *una tantum* più costi di "mantenimento" fissi per circa Eur 7 mln annui e costi variabili pari a circa Eur 0,8 mln ad operazione.

Si tratterebbe di costi che graverebbero solo su un settore d'attività – gli intermediari depositari – e che potrebbero essere compensati - a livello aggregato - laddove si verificasse un numero adeguato di operazioni fortemente diluitive di rilevante ammontare.

Un punto di attenzione concerne l'opportunità di adottare il modello *rolling* solamente per gli aumenti fortemente diluitivi, o estenderlo a tutte le operazioni di aumento di capitale con emissione del diritto d'opzione. Nel corso dei lavori è stato da più parti osservato che dover mantenere in essere due procedure distinte, una "ordinaria" (modello attuale) e una "speciale" (modello *rolling*), potrebbe portare ad un incremento della complessità del *back office*, con un aumento di costi e rischi operativi.

Per quanto concerne gli oneri a carico delle società emittenti derivanti dall'adozione del modello *rolling*, dai lavori condotti essi appaiono piuttosto limitati<sup>7</sup>.

Per quanto concerne invece il sistema di regolamento e di gestione accentrata, non vi dovrebbero essere costi o impatti significativi derivanti dall'adozione del modello *rolling*.

\*\*\*

Circa i tempi di implementazione, è stato fatto notare nel corso dei lavori che il sistema italiano del *post-trading* è fortemente impegnato nella migrazione al sistema di regolamento pan-europeo T2S, prevista per giugno 2015.

L'adozione del modello *rolling* richiederebbe una fase di analisi e definizione dei requisiti di dettaglio dell'intervento, che potrebbe essere portata avanti contestualmente ai progetti per la migrazione a T2S, sebbene questi ultimi avrebbero verosimilmente la priorità. Le fasi successive (definizione delle specifiche tecniche, loro validazione da parte di tutti i partecipanti, test, e avvio in produzione) potrebbero avvenire solo dopo la migrazione al sistema di regolamento pan-europeo. La soluzione *rolling* quindi non potrebbe essere implementata prima della seconda metà del 2015.

\*\*\*

Una possibile limitazione del modello *rolling* è rappresentata da una sua possibile inefficacia nel primo giorno del periodo d'offerta (giorno "T" nella Tabella n. 2 di seguito riportata).

Sulla base delle attuali modalità di gestione degli aumenti di capitale, in caso di adozione del modello *rolling*, la disponibilità delle nuove azioni sarebbe garantita solo alla data di regolamento T+4 (venerdì) e, dunque, non in tempo utile per regolare le vendite effettuate il giorno T.

In altri termini, le vendite effettuate il giorno T potrebbero essere destinate a non essere regolate il giorno di liquidazione contrattualmente previsto (T+3), la qual cosa implica che le suddette vendite

---

<sup>7</sup> Vi potrebbero anzi essere dei vantaggi per gli emittenti derivanti dall'incasso anticipato, all'inizio del periodo d'offerta, di quella parte di risorse finanziarie versate dai sottoscrittori dell'aumento nelle prime finestre di consegna delle nuove azioni.

corrisponderebbero a delle vendite allo scoperto “nude”, e quindi vietate ai sensi del Regolamento UE n. 236/2012 in materia di vendite allo scoperto. La vendita delle azioni nel giorno T non sarebbe dunque legittima.

La problematica è rappresentata più analiticamente nella tabella che segue.

**Tabella n. 2 – Attività di arbitraggio con modello *rolling***

<b>T-1 (ven)</b>	<b>T (lun)</b>	<b>T+2 (mer)</b>	<b>T+3 (gio)</b>	<b>T+4 (ven)</b>
ultimo giorno di negoziazione delle azioni <i>cum</i> (data di regolamento mercoledì)	avvio del periodo d’offerta		regolamento diritti acquistati in T	
	anomalie di prezzo	regolamento transazioni negoziate l’ultimo giorno <i>cum</i>	esercizio diritti da parte dell’arbitraggista e creazione nuove azioni con disponibilità a T+4	disponibilità nuove azioni regolamento delle vendite effettuate in T con le nuove azioni
	vendita delle azioni da parte dell’arbitraggista (data di regolamento giovedì)	creazione e assegnazione diritti agli azionisti <i>cum</i>	<i>fail</i> sulle vendite delle azioni effettuate in T	
	riallineamento del prezzo			
	acquisto diritti da parte dell’arbitraggista (data di regolamento giovedì)			

Legenda: T è il primo giorno del periodo d’offerta.

Sul punto, Monte Titoli spa ha preliminarmente evidenziato la possibilità di adottare una soluzione ad hoc, valida solamente per il primo giorno del periodo d’offerta, che permetterebbe di avere la disponibilità dei nuovi titoli in tempo utile per T+3 e quindi permetterebbe l’arbitraggio nel giorno T. A tal fine, gli intermediari dovrebbe inviare a Monte Titoli spa le istruzioni di esercizio dei diritti entro le ore 13.30 del giorno T+3.

Negli altri giorni del periodo d’offerta, invece, verrebbe mantenuto il modello “ordinario” di gestione degli aumenti di capitale, e quindi i nuovi titoli rivenienti dall’esercizio dei diritti d’opzione sarebbero disponibili dopo un giorno dall’esercizio. Dal secondo giorno del periodo d’offerta, quindi, l’attività di arbitraggio sarebbe “imperfetta”, in quanto l’arbitraggista dovrebbe acquistare i diritti nel giorno T+1 e vendere le azioni sul mercato nel giorno T+2. Sul punto, si potrà valutare l’eventuale estensione della soluzione ad hoc sopra citata anche a giornate successive alla prima.

Peraltro, appare ragionevole ritenere che, man mano che i diritti di opzione sono esercitati e i titoli rivenienti consegnati, il mercato del prestito titoli possa riprendere a funzionare, con ciò riducendo la necessità di un arbitraggio “imperfetto”, e le anomalie di prezzo possano essere risolte.

\*\*\*

Nel corso dei lavori, è stato osservato dall'industria che il modello *rolling* potrebbe porre problemi di coordinamento con una norma tra quelle che disciplinano il contenuto dei contratti bancari, ossia con l'art. 1838 cc, secondo comma, in virtù della quale “*Se per i titoli depositati si deve provvedere al versamento di decimi o si deve esercitare un diritto di opzione, la banca deve chiedere in tempo utile istruzioni al depositante e deve eseguirle, qualora abbia ricevuto i fondi all'uopo occorrenti.*”

Nella prassi vigente le banche informano la loro clientela dell'avvio e dei termini dell'aumento di capitale e della possibilità di esercitare i relativi diritti nel corso del periodo d'opzione, tenuto conto che la consegna delle nuove azioni avrà luogo solamente al termine dello stesso.

Ove si adottasse il modello *rolling*, invece, gli intermediari depositari dovrebbero informare la loro clientela in tempo utile per la prima finestra di consegna delle nuove azioni (T+3 o T+4).

Sul punto, è stato argomentato che il modello *rolling* esporrebbe gli intermediari depositari ad un maggior rischio di contenzioso con la clientela in caso di tardiva comunicazione al cliente. Infatti, alla banca potrebbe essere addebitata la responsabilità del minor “guadagno” riportato dal cliente che non è stato messo nella condizione di sfruttare la prima finestra di consegna anticipata delle nuove azioni.

E' pure opportuno osservare, come risulta da un'indagine svolta dall'industria<sup>8</sup>, che oltre metà della clientela *retail* italiana utilizza canali informativi diversi da quelli tradizionali (*internet* e *mobile banking* hanno coperto, nel 2013, il 59% circa della clientela *retail*, con un *trend* in crescita). Canali, questi, che consentono un'informativa tempestiva al cliente a costi molto contenuti se non in maniera del tutto gratuita.

In ogni caso, pur se i rischi di contenzioso evidenziati dall'industria potrebbero non essere completamente eliminati, almeno nell'immediato, l'adozione del modello *rolling* si giustificerebbe in ragione di prevalenti esigenze di integrità dei mercati regolamentati e di garanzia dell'ordinato ed efficiente svolgimento delle negoziazioni, esigenze prioritarie rispetto alle questioni civilistiche poste all'attenzione dall'industria.

\*\*\*

Infine, l'ultimo punto di attenzione del modello *rolling* è costituito dalla circostanza che la citata soluzione non appare in linea con gli standard per la gestione degli eventi societari (*corporate action*) previsti a livello UE.

E' opportuno premettere che in sede UE la Commissione Europea, negli ultimi anni, ha promosso un'intensa attività di armonizzazione, anche a livello tecnico, nel settore del *post-trading*, al fine di favorire l'attività *cross-border*. Nell'ambito di questa attività rientra l'emanazione, da parte dell'industria europea del *post-trading*, di standard per la gestione delle *corporate action*. Gli standard sono poi stati ripresi dalla Banca Centrale Europea nell'ambito del progetto T2S.

---

<sup>8</sup> Indagine Abi-GfK Eurisko su dati del 2013.

Negli standard applicabili agli aumenti di capitale (“*Voluntary Reorganisations*”), è previsto, allo standard n. 12, che l’investitore abbia a disposizione almeno 10 giorni di mercato aperto fra l’avvio dell’aumento di capitale e il termine per l’esercizio dei diritti di opzione (c.d. *election period*). Nel caso di termini “multipli” di esercizio, come nel modello *rolling*, il periodo di 10 giorni va calcolato considerando la prima scadenza utile. Con la soluzione *rolling*, quindi, tale periodo scenderebbe a 2 giorni, nell’ipotesi in cui il termine per esercitare i diritti e la prima finestra di consegna delle nuove azioni fosse fissata a T+3.

Sul punto, si ritiene che il disallineamento con lo standard n. 12 sia, tutto sommato, parziale. L’*election period* complessivo avrebbe infatti una durata di 10 o più giorni di mercato aperto, in linea con lo standard, ma sarebbe “frazionato” in più parti.

Tra l’altro, gli standard in commento rappresentano *best practices* concordate dall’industria con il beneplacito delle autorità europee, e non hanno, quindi, forza di legge. Prova ne è che già oggi, indipendentemente dall’adozione del modello *rolling*, il mercato italiano non risulta in regola con lo standard n. 11 sulle *Voluntary Reorganisations*, il quale prevede che l’emittente annunci le condizioni definitive dell’offerta con almeno due giorni lavorativi di anticipo rispetto all’avvio del periodo d’opzione. Nell’ordinamento italiano non è invece previsto un termine minimo e, nella prassi, specie per gli aumenti di rilevante ammontare, le condizioni definitive dell’aumento sono spesso annunciate con un giorno lavorativo di anticipo.

Gli standard sono pertanto derogabili a fronte di opportune motivazioni, come certamente appare essere la tutela dell’ordinato svolgimento delle negoziazioni, obiettivo della soluzione *rolling*.

***Allegato n. 1***

Domande:

1. Si ritiene preferibile adottare il modello *rolling* per tutti gli aumenti di capitale con diritto d'opzione o solo limitatamente a quelli fortemente diluitivi? Nel secondo caso, come andrebbero definiti gli aumenti fortemente diluitivi?
2. Si ritiene che vi siano altri vantaggi o costi derivanti dal modello *rolling*? E' possibile fornire una stima quantitativa di tali vantaggi o costi aggiuntivi?
3. In caso di adozione del modello *rolling*, si ritiene che l'attività di arbitraggio sia sufficiente a risolvere le anomalie di prezzo? Sono ipotizzabili ulteriori misure al fine di facilitare l'attività di arbitraggio?
4. Si concorda che il rischio di contenzioso con la clientela per comunicazioni non tempestive sia nel complesso limitato e pertanto non dovrebbe inficiare l'adozione del modello *rolling*?
5. Quale tempistica di implementazione si ritiene fattibile per il modello *rolling*?

Allegato n .2

Tabella n. 3 – Esiti consultazione dell’aprile 2014

N.	Soluzione	Vantaggi	Svantaggi	Tempi	Esiti consultazione aprile 2014	Italiani	Esteri	TOT
1	Compensazione automatica tra <i>fail</i> su azioni e derivati	Diminuisce il numero di <i>fail</i> .	Non risolve affatto le anomalie di prezzo.	2 mesi + tempi Monte Titoli	Pro	8	2	10
		Limita la responsabilità degli intermediari.			Contro	2	2	4
		Costi trascurabili.			Neutrali	11	2	13
2	Divieto di esercizio anticipato delle opzioni	Sterilizza gli effetti causati dalla presenza delle opzioni.	Non risolve completamente le anomalie di prezzo.	4 mesi	Pro	7	1	8
		Costi trascurabili.	Distorsione della competizione con mercati esteri.		Contro	4	4	8
			Maggior rischio per i <i>market maker</i> .		Neutrali	10	1	11
3	Chiusura a <i>Fair Value</i> dei derivati	Sterilizza gli effetti causati dalla presenza dei derivati.	Non risolve completamente le anomalie di prezzo.	4 mesi	Pro	4	2	6
		Costi poco rilevanti.	Distorsione della competizione con mercati esteri.		Contro	8	4	12
			Maggior rischio per l’investitore.		Neutrali	9	0	9
4	Consegna <i>basket</i> azioni e diritti	Sterilizza <i>parzialmente</i> gli effetti causati dalla presenza dei derivati.	Non risolve completamente le anomalie di prezzo.	12 mesi	Pro	3	2	5
			Distorsione della competizione con mercati esteri.		Contro	8	3	11
			Richiede modifiche alle procedure interne di CCG e intermediari.		Neutrali	10	1	11