



## REVISIONE PERIODICA DELLE DISPOSIZIONI RIGUARDANTI IL MODELLO ROLLING PER LA GESTIONE DEGLI AUMENTI DI CAPITALE IPERDILUITIVI

Documento per la consultazione

10 febbraio 2020

Le osservazioni al documento di consultazione dovranno pervenire entro il **10 marzo 2020** 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

### INFORMATIVA SULLA PROTEZIONE DEI DATI PERSONALI

Ai sensi della normativa europea e nazionale in materia di protezione dei dati personali, si informa che i dati personali eventualmente forniti partecipando alla consultazione pubblica saranno utilizzati dalla CONSOB, Commissione nazionale per le società e la borsa (titolare del trattamento), nei modi e nei limiti necessari per adottare gli atti di sua competenza ai sensi della normativa vigente, con l'utilizzo di procedure anche informatizzate.

Tali dati saranno conservati per il tempo necessario allo svolgimento delle attività istituzionali.

I commenti pervenuti saranno pubblicati nel sito internet della Consob corredati della indicazione del nome e cognome del loro autore, salva espressa richiesta di non divulgarli.

Dei dati personali possono venire a conoscenza i Responsabili delle Unità Organizzative interessate dall'attività di regolamentazione cui è riferita la consultazione, nonché gli addetti degli Uffici autorizzati al trattamento.

Gli interessati possono esercitare il diritto di accesso ai dati personali e gli altri diritti riconosciuti dalla legge, tra i quali il diritto di ottenere la rettifica o l'integrazione dei dati, la cancellazione, la trasformazione in forma anonima o il blocco di quelli trattati in violazione di legge nonché il diritto di opporsi in tutto in parte, per motivi legittimi, al loro trattamento.

Tali diritti possono essere fatti valere nei confronti del Titolare del trattamento: CONSOB, Commissione nazionale per le società e la borsa, via G.B. Martini n. 3 - 00198 Roma – posta elettronica certificata: [consob@pec.consob.it](mailto:consob@pec.consob.it), e-mail: [protocollo@consob.it](mailto:protocollo@consob.it).

Il Responsabile della Protezione dei Dati per la Consob può essere contattato presso la Consob (email: [responsabileprotezione.dati@consob.it](mailto:responsabileprotezione.dati@consob.it)).

Gli interessati, qualora ritengano che il trattamento che li riguarda sia effettuato in violazione di legge, possono proporre reclamo al Garante per la protezione dei dati personali - Piazza di Monte Citorio, n. 121- Roma.

## Indice

PREMESSA.....	2
1. GLI AUMENTI IPERDILUITIVI.....	3
2. IL MODELLO <i>ROLLING</i> : DESCRIZIONE .....	7
3. L'APPLICAZIONE CONCRETA DEL MODELLO <i>ROLLING</i> .....	9
4. POSSIBILI EVOLUZIONI DEL MODELLO .....	10

## PREMESSA

Il 5 ottobre 2016 è stata pubblicata la Comunicazione n. 0088305 (la “Comunicazione”), con cui la Consob, *inter alia*, ha fissato al 15 dicembre 2016 la data di entrata in vigore del modello c.d. *rolling* per la gestione degli aumenti di capitale iperdiluitivi.

La Comunicazione ha inoltre previsto che le disposizioni riguardanti il modello *rolling* fossero sottoposte a revisione almeno ogni tre anni, ai sensi dell'articolo 8 del Regolamento concernente i procedimenti per l'adozione di atti di regolazione generale adottato con delibera n. 19654 del 5 luglio 2016.

In particolare, il summenzionato articolo 8 prevede, al comma 1, che “*La Consob sottopone a revisione periodica, almeno ogni tre anni a partire dalla data di adozione, per aree tematiche, le disposizioni contenute negli atti indicati all'articolo 1, comma 1<sup>1</sup>, valutando l'idoneità degli stessi a conseguire le finalità perseguite in relazione all'onerosità complessiva del quadro regolatorio.*”

Con il presente documento di consultazione si intende pertanto condurre la revisione periodica del modello *rolling* per la gestione degli aumenti di capitale iperdiluitivi, essendo trascorsi tre anni dalla sua implementazione.

Il documento di consultazione è strutturato come segue:

1. nel paragrafo 1 si descrivono gli aumenti di capitale iperdiluitivi;
2. nel paragrafo 2 si descrive il modello *rolling*;
3. nel paragrafo 3 si descrive l'applicazione concreta del modello; e
4. nel paragrafo 4 si pongono alcune domande sul modello *rolling*.

---

<sup>1</sup> L'articolo 1, comma 1 del regolamento suindicato prevede che: “*Il presente regolamento disciplina l'adozione degli atti di regolazione generale da parte della Consob, intendendosi per tali i regolamenti e gli atti di contenuto generale aventi natura prescrittiva*”.

## 1. GLI AUMENTI IPERDILUITIVI

A partire dal 2009 alcune società con azioni quotate sul mercato regolamentato italiano MTA gestito da Borsa Italiana S.p.A. (“Borsa Italiana”) hanno posto in essere operazioni di aumento di capitale, con diritto d’opzione<sup>2</sup>, caratterizzate da un elevato ammontare di nuove risorse finanziarie chieste al mercato rispetto alla capitalizzazione pre-aumento.

Nel prosieguo tali operazioni sono definite come aumenti “iperdiluitivi”.

Per via dell’ingente divario fra risorse chieste e capitalizzazione, gli aumenti iperdiluitivi sono caratterizzati da: 1) un elevato rapporto tra il numero di azioni da emettere e il numero di azioni in circolazione; e 2) 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.

Questi due elementi sono sintetizzati nel c.d. coefficiente  $K^3$ , un valore, calcolato poco prima dell’avvio dell’aumento, che misura il grado di diluizione dell’operazione. Come indicato nella Comunicazione, si considerano iperdiluitivi gli aumenti che presentano un valore del coefficiente  $K$  pari o inferiore a 0,3 e non iperdiluitivi gli aumenti con un valore del coefficiente  $K$  superiore a 0,3.

In termini numerici, dal gennaio 2009 al dicembre 2016 sono stati conclusi 19 aumenti iperdiluitivi, pari a circa il 15% di tutti gli aumenti di capitale con diritto di opzione conclusi nello stesso periodo.

In tutti gli aumenti iperdiluitivi – fino all’adozione del modello *rolling* – si sono verificate rilevanti ed anomale oscillazioni dei prezzi dei titoli azionari dopo l’avvio del periodo d’offerta; in dettaglio, nei primi giorni dei periodi di offerta si sono registrati andamenti fortemente rialzisti dei prezzi, mentre negli ultimi giorni dei periodi di offerta si è assistito ad andamenti fortemente ribassisti.

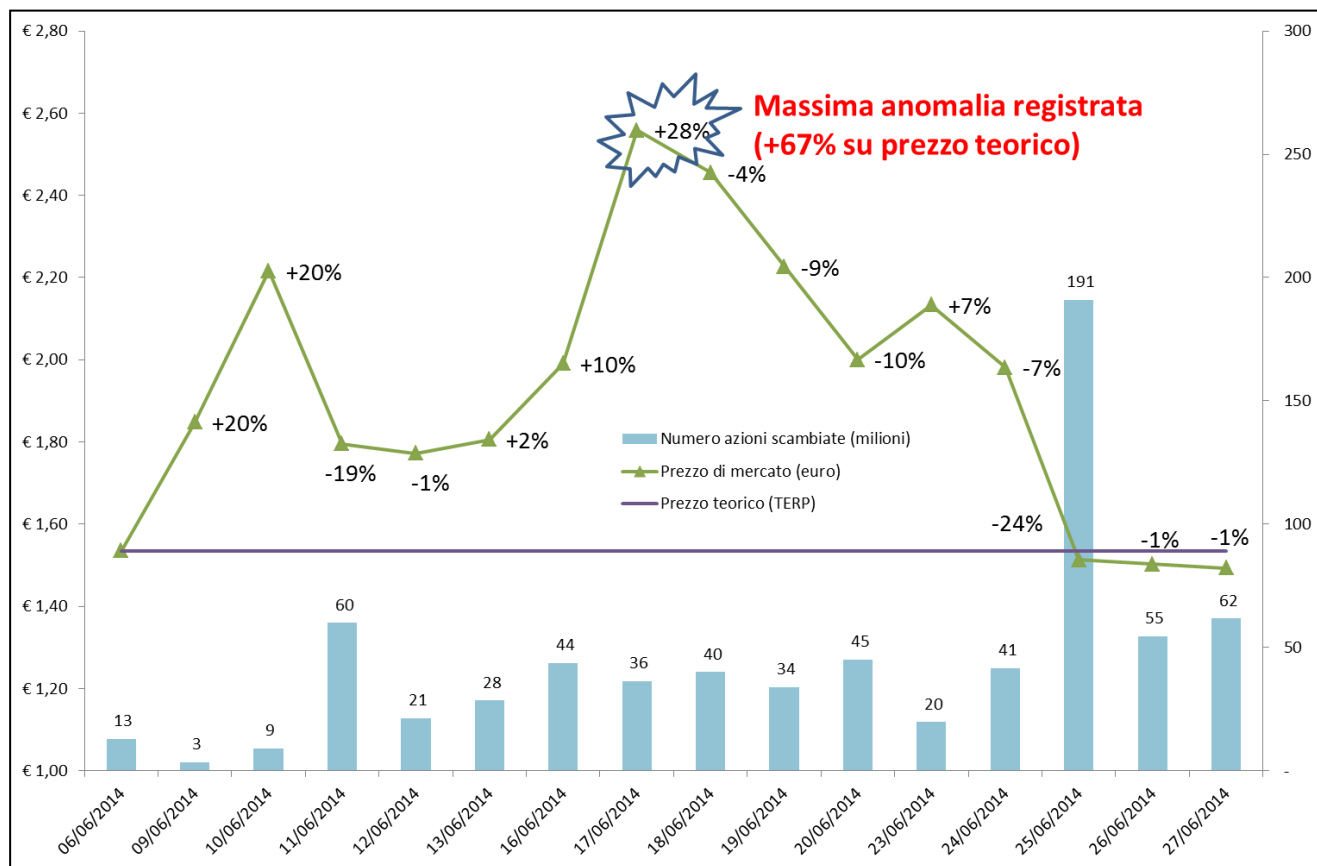
A titolo di esempio, nel grafico sotto riportato (**grafico 1**) è rappresentato l’andamento del prezzo del titolo azionario Banca MPS durante l’aumento iperdiluitivo condotto nel 2014.

---

<sup>2</sup> L’aumento di capitale con diritto d’opzione prevede che siano assegnati gratuitamente agli azionisti dell’emittente un numero di 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. Viene contestualmente definito un prezzo teorico (“TERP”) per le azioni pari al prezzo delle azioni nell’ultimo giorno pre-aumento ridotto del prezzo dei diritti di opzione. 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). Nel modello tradizionale di gestione degli aumenti di capitale, 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. Per un esempio si rimanda al documento di consultazione Consob del 7 agosto 2014 disponibile presso la sezione dedicata agli aumenti iperdiluitivi del sito internet Consob .

<sup>3</sup> Il coefficiente  $K$  è un indicatore convenzionalmente utilizzato per misurare il grado di diluizione dell’aumento di capitale; esso 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 viene calcolato come il rapporto tra il prezzo teorico del titolo *ex* diritto e il prezzo *cum* di chiusura dell’ultimo giorno di negoziazione.

**Grafico 1 – Andamento azioni Banca MPS (aumento 2014)**



Legenda: Nel grafico sono indicate le singole variazioni giornaliere del prezzo di mercato rispetto al prezzo del giorno precedente.

Queste anomale oscillazioni di prezzo appaiono causate da una pluralità di fattori di natura tecnica, legate alle caratteristiche di estrema diluizione degli aumenti in esame<sup>4</sup>. Inoltre, a causa di tali fattori, si genera una scarsità di titoli durante il periodo d'offerta che impedisce alle dinamiche di mercato di riequilibrare i prezzi dei titoli.

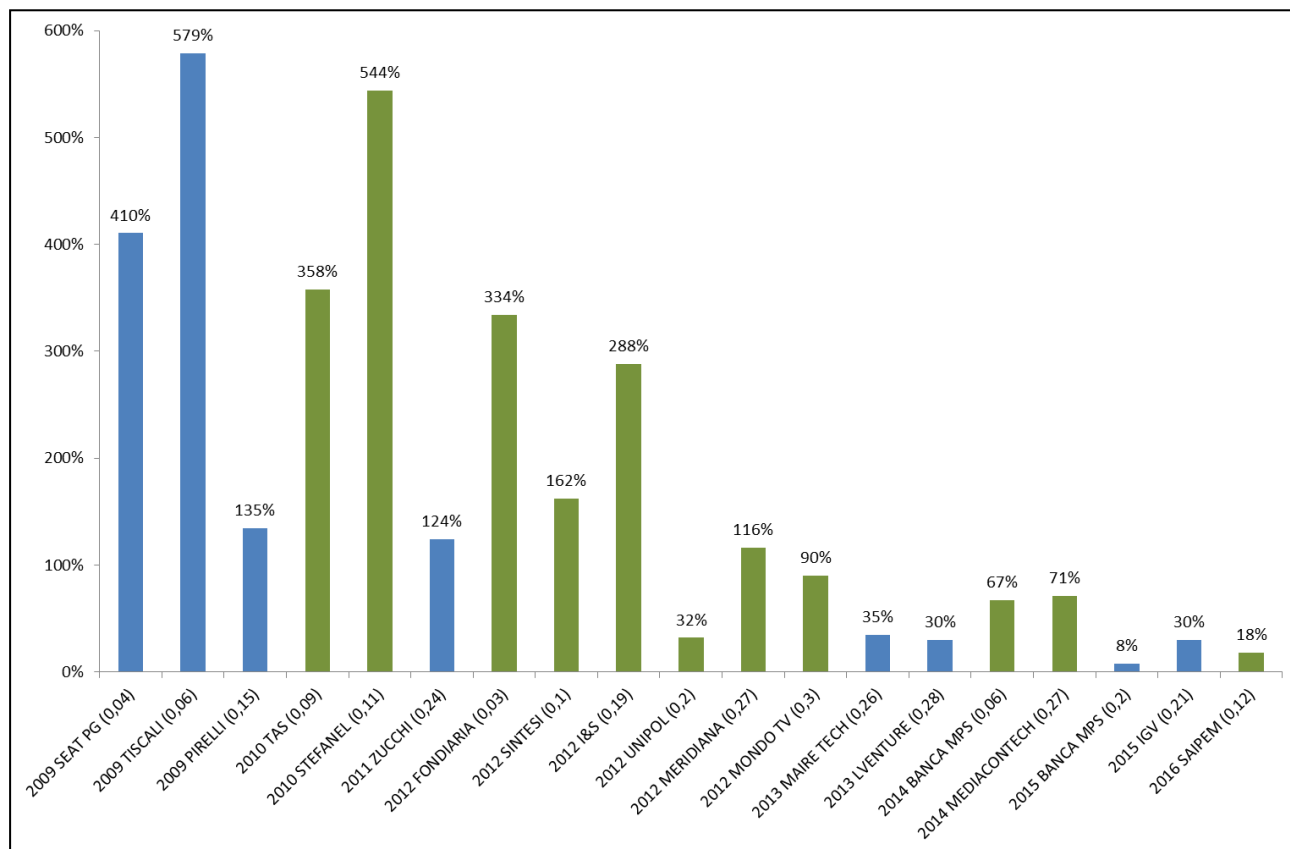
Le anomale oscillazioni di prezzo rappresentano, senza dubbio alcuno, un danno all'integrità del mercato, all'ordinato ed efficiente svolgimento delle negoziazioni e alla tutela degli investitori.

In dettaglio, la massima oscillazione anomala di prezzo ad aumento è stata pari, in media, al +181%, con un minimo del +8% e un massimo del +579%, come evidenziato nel grafico sottostante (**grafico 2**)<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> Per ulteriori informazioni sulle cause delle anomalie di prezzo si rimanda al documento di consultazione Consob del 7 agosto 2014.

<sup>5</sup> Le anomalie di prezzo rappresentano la massima anomalia registrata durante il periodo di offerta, calcolata come differenza fra il più elevato prezzo di mercato registrato nel corso del periodo di offerta e il prezzo teorico (TERP) dei titoli.

**Grafico 2 – Anomalie di prezzo negli aumenti iperdiluitivi (2009-2016)**



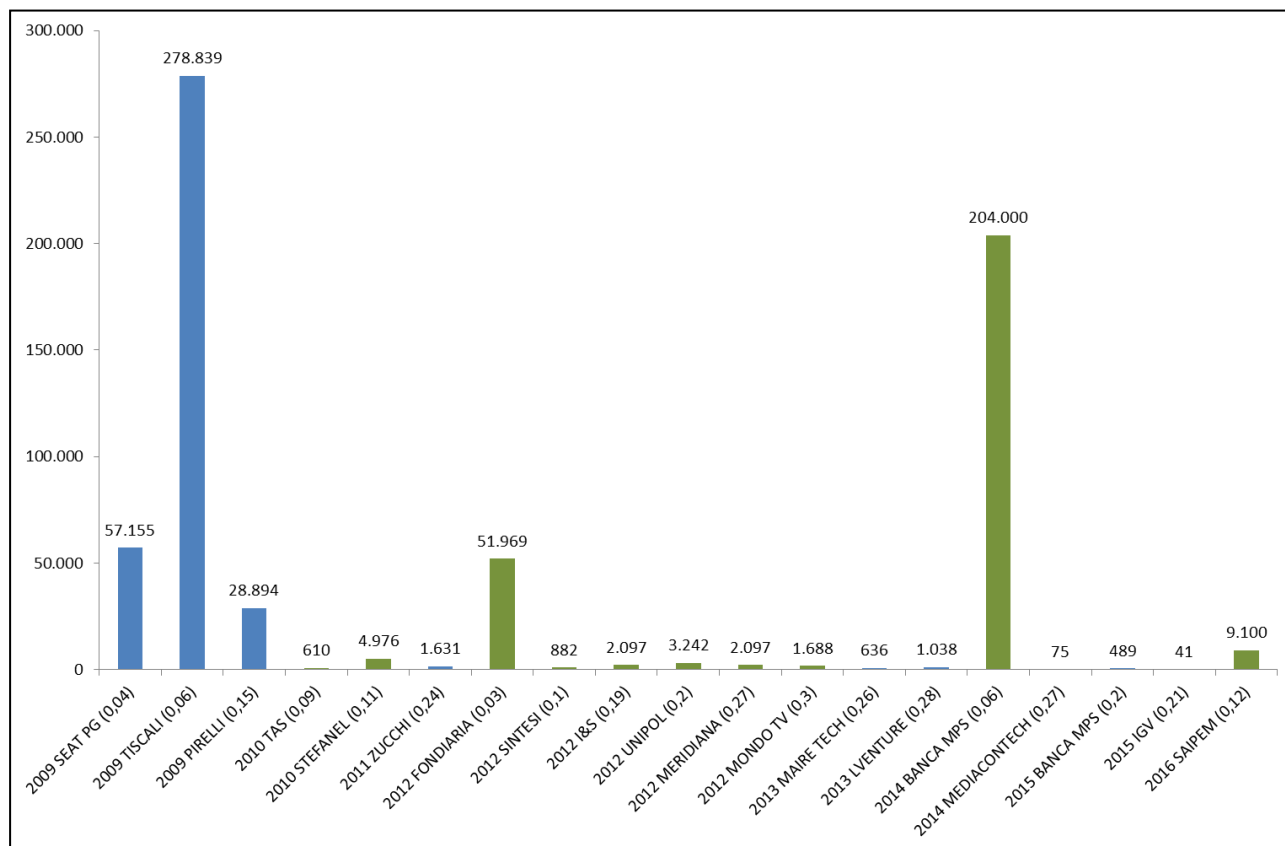
Legenda: Per ogni aumento è indicato l'anno di esecuzione, l'emittente, il coefficiente K e la massima anomalia registrata.

La Consob ha inoltre sviluppato un secondo indicatore, il c.d. valore delle anomalie, che rappresenta il controvalore “anomalo” effettivamente scambiato<sup>6</sup>. Ciò allo scopo di quantificare con maggior precisione l'entità del danno all'integrità del mercato causata dalle anomalie di prezzo e valutare, in un'ottica costi-benefici, i possibili interventi correttivi.

Secondo tale indicatore, il valore delle anomalie è stato pari, in media, a Eur 34,18 mln per aumento, con un minimo di 41.000 euro ed un massimo di Eur 278,84 mln, come evidenziato nel grafico sottostante (**grafico 3**).

<sup>6</sup> Il valore delle anomalie è pari alla differenza fra il prezzo di mercato e il prezzo teorico delle azioni (TERP) in ciascuna giornata del periodo d'offerta, moltiplicato per il numero di titoli azionari scambiati in tale giornata. Si considerano solo le giornate in cui il prezzo di mercato è superiore al prezzo teorico (cfr. il documento di consultazione Consob del 7 agosto 2014).

**Grafico 3 – Valore delle anomalie negli aumenti iperdiluitivi (2009-2016)**



Legenda: Per ogni aumento è indicato l'anno di esecuzione, l'emittente, il coefficiente K e il valore delle anomalie in migliaia di euro.

E' opportuno evidenziare che i due indicatori sopra individuati rappresentano solo una parte dei danni per il mercato causati dalle anomale oscillazioni di prezzo. Sussistono altri svantaggi per il mercato di non agevole misurazione, quali ad esempio le conseguenze per gli investitori che detenevano strumenti finanziari derivati sul titolo oggetto di aumento di capitale o i danni reputazionali per il mercato italiano nel suo complesso.

Alla luce dei rilevanti danni per il mercato, la Consob ha monitorato il fenomeno degli aumenti iperdiluitivi sin dal suo iniziale manifestarsi, al fine di individuare la soluzione più appropriata per risolvere le citate anomalie di prezzo.

Dopo varie consultazioni<sup>7</sup>, l'adozione di alcune misure parzialmente efficaci<sup>8</sup> ed un'intesa attività di vigilanza<sup>9</sup>, anche sanzionatoria<sup>10</sup>, la Consob, sulla scorta delle prevalenti esigenze di integrità dei

<sup>7</sup> La Consob ha condotto sul tema: 1) una prima consultazione pubblica nell'aprile 2010; 2) una seconda consultazione, riservata agli operatori di mercato, nell'aprile 2011; 3) una terza consultazione, riservata agli operatori di mercato, nell'aprile 2014; 4) una quarta consultazione pubblica nell'agosto 2014.

<sup>8</sup> Nel 2012 e nel 2014 la controparte centrale italiana CC&G ha eseguito la compensazione dei *fail* su azioni oggetto di aumento iperdiluitivo; nel 2016 Borsa Italiana ha deciso di sospendere la facoltà di esercizio anticipato delle opzioni IDEM avente come sottostante azioni oggetto di aumenti iperdiluitivo.

<sup>9</sup> 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 iperdiluitivo e del rischio di anomalie di prezzo anomalie rialziste di prezzo (cfr. ad esempio la Comunicazione DME/0047343 del 6-6-2014); e 2)

mercati regolamentati e di garanzia dell'ordinato ed efficiente svolgimento delle negoziazioni, nonché di tutela degli investitori, ha deciso di promuovere la soluzione denominata "modello *rolling*".

Nell'aprile 2016 la Consob ha pertanto chiesto a Borsa Italiana, in qualità di gestore del mercato regolamentato italiano MTA, di procedere all'implementazione del citato modello *rolling*.

L'implementazione ha richiesto modifiche al Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana, nonché alle Istruzioni al Regolamento dei Servizi di Monte Titoli S.p.A., in qualità di depositario centrale italiano.

Le suddette modifiche, e dunque il modello *rolling*, sono entrate in vigore il 15 dicembre 2016, come indicato nella Comunicazione.

## 2. IL MODELLO *ROLLING*: DESCRIZIONE

Obiettivo del modello *rolling* è risolvere il problema della scarsità di titoli durante il periodo d'offerta degli aumenti iperdiluitivi, in modo da permettere alle dinamiche di mercato, ed in particolare all'attività di arbitraggio<sup>11</sup>, di riequilibrare i prezzi dei titoli e prevenire le anomalie di prezzo tipiche di questi aumenti.

Da un punto di vista tecnico, il modello *rolling* consente di esercitare i diritti d'opzione e ricevere le nuove azioni rivenienti in ciascun giorno del periodo di offerta, a partire dal terzo (giorno T+2, dove T rappresenta il giorno di avvio dell'aumento di capitale); nel modello tradizionale di gestione degli aumenti di capitale le nuove azioni sono invece consegnate soltanto alla fine del periodo di offerta.

La consegna anticipata delle nuove azioni permessa dal modello *rolling* consente di effettuare l'arbitraggio fra azioni e diritti di opzione già a partire dal giorno di avvio dell'aumento di capitale, prevenendo sul nascere le anomalie di prezzo<sup>12</sup>.

---

nella richiesta a Borsa Italiana e CC&G di adottare provvedimenti per minimizzare le probabili anomalie di prezzo (ad es. inibizione degli ordini al meglio; limitazione della banda di oscillazione dei prezzi; compensazione fra *fail*).

<sup>10</sup> Nel complesso, sono state irrogate sanzioni a circa 20 soggetti per un totale di Eur 3 mln per violazioni della normativa pro-tempore vigente sulle vendite allo scoperto e sull'obbligo di consegna in fase di liquidazione.

<sup>11</sup> Con il termine arbitraggio si indica un'attività che consente di ottenere un profitto certo senza che il soggetto che la pone in essere corra alcun rischio finanziario. Solitamente l'arbitraggio consiste nell'acquisto/vendita di uno strumento finanziario e in una contemporanea operazione di segno opposto sullo stesso strumento presso un mercato diverso dal primo, oppure su uno strumento diverso ma avente le stesse caratteristiche del primo in termini di payout. Si sfruttano in questo modo le differenze di prezzo sui diversi mercati al fine di ottenere un profitto. L'operazione è ovviamente possibile se il guadagno che si ottiene supera i costi di transazione. L'effetto dell'arbitraggio è quello di riportare in linea i prezzi che erano temporaneamente disallineati, contribuendo così all'efficienza del mercato.

<sup>12</sup> Come da ultimo indicato nella Comunicazione, l'arbitraggio permesso dal modello *rolling* consiste nella seguente attività:

- a) acquisto dei diritti d'opzione sul mercato nel giorno T;
- b) vendita allo scoperto, lo stesso giorno T, di un numero di azioni pari a quello delle azioni che si riceveranno esercitando i diritti; tali vendite permettono di limitare eventuali rialzi anomali di prezzo che si dovessero verificare sul mercato; il preventivo acquisto dei diritti di opzione permette di rispettare il divieto, contenuto nel Regolamento (UE) n. 236/2012, di effettuare vendite allo scoperto "nude";

In particolare, il modello *rolling* prevede i seguenti passaggi organizzativi:

1. entro due giorni di borsa aperta dall'avvio dell'aumento, l'emittente comunica al pubblico le condizioni definitive dell'operazione, ossia il prezzo di sottoscrizione e il numero di nuove azioni che saranno offerte;
2. Borsa Italiana, in qualità di gestore del mercato regolamentato MTA, verifica se il coefficiente K è pari o inferiore alla soglia di 0,3; per il calcolo del coefficiente vengono utilizzate le condizioni definitive pubblicate dall'emittente, il prezzo di mercato ed il numero di azioni in circolazione all'ultima data disponibile;
3. se la verifica dà esito positivo (ossia se il coefficiente K è pari o inferiore a 0,3), l'aumento si considera iperdiluitivo; in tal caso, Borsa Italiana pubblica apposito Avviso con cui comunica al mercato che l'operazione sarà gestita secondo il modello *rolling*;
4. se la verifica dà esito negativo (ossia se il coefficiente K è maggiore di 0,3), l'operazione viene gestita secondo il modello tradizionale, non *rolling*;
5. la Consob, prima dell'avvio dell'aumento iperdiluitivo, pubblica apposito Richiamo d'attenzione sul proprio sito internet, con cui annuncia al mercato l'imminente avvio dell'aumento gestito con il modello *rolling*;
6. una volta iniziato l'aumento, è possibile esercitare in via "anticipata" i diritti di opzione in ciascun giorno dell'aumento a partire dal terzo, ricevendo immediatamente le azioni di nuova emissione; l'esercizio deve avvenire con le modalità ed entro gli orari previsti nelle Istruzioni al Regolamento dei Servizi di Monte Titoli e alle condizioni contrattuali stabilite con il proprio intermediario caso per caso;
7. tale consegna "anticipata" delle azioni di nuova emissione permette di effettuare l'arbitraggio fra azioni e diritti di opzione; a sua volta, l'attività di arbitraggio permette di evitare sul nascere le anomalie di prezzo;
8. in alternativa, i diritti di opzione possono essere esercitati secondo il modello tradizionale, con la consegna delle azioni di nuova emissione alla fine dell'aumento.

Il modello si applica soltanto agli aumenti di capitale che prevedono l'emissione del diritto di opzione. Gli altri aumenti di capitale (ad es. tramite obbligazioni convertibili o senza il diritto di opzione) e l'eventuale offerta dell'inoptato non vengono mai gestiti con il modello *rolling*.

La scelta di applicare il modello *rolling* ad un numero limitato di aumenti di capitale – ossia soltanto a quegli aumenti in cui è ragionevole attendersi rilevanti anomalie di prezzo – deriva dall'esigenza di contenere i costi, derivanti dall'applicazione del modello *rolling*, a carico dell'industria.

- 
- c) esercizio, a T+2, dei diritti di opzione acquistati il giorno T e ricezione delle nuove azioni nel corso dello stesso giorno T+2;
  - d) utilizzo, a T+2, delle nuove azioni emesse in T+2 per soddisfare gli obblighi di consegna generati dalle vendite di azioni concluse nel giorno T.



Inoltre, è opportuno evidenziare che, nel caso in cui l'emittente pubblici, durante il periodo di offerta, un supplemento al Prospetto dell'aumento di capitale, il modello *rolling* può impattare sulla facoltà di revoca prevista dall'articolo 95-*bis*, comma 2, del TUF<sup>13</sup>.

Pertanto, nella Comunicazione, sono state formulate alcune raccomandazioni agli intermediari, in caso di richiesta, da parte di un cliente, di usufruire della consegna anticipata delle azioni prevista dal modello *rolling*, e agli emittenti, con riguardo al contenuto del Prospetto e del suo supplemento.

La Consob, per rendere note le caratteristiche del modello *rolling*, vi ha dedicato la seguente sezione del proprio sito internet istituzionale<sup>14</sup>:

<http://www.consob.it/web/area-pubblica/aumenti-di-capitale-iperdiluitivi>

### **3. L'APPLICAZIONE CONCRETA DEL MODELLO *ROLLING***

Dal 15 dicembre 2016 al 31 dicembre 2019 sono stati avviati due aumenti iperdiluitivi, ai quali è stato applicato il modello *rolling*. Si tratta degli aumenti promossi da Banca Carige S.p.A. ("Banca Carige") nel 2017 e Credito Valtellinese S.p.A. nel 2018.

In entrambi gli aumenti di capitale il modello *rolling* è stato ampiamente utilizzato; tramite le finestre di consegna anticipata previste dal modello sono state sottoscritte e messe a disposizione il 30% circa delle nuove azioni offerte da ciascun emittente.

Nei due aumenti non si sono verificate anomalie di prezzo. Ciò verosimilmente grazie all'attività degli arbitraggisti, supportata dalle nuove azioni emesse nelle finestre di consegna anticipata.

Il modello *rolling* ha quindi dimostrato di essere efficace nel prevenire le anomalie di prezzo tipiche degli aumenti iperdiluitivi.

Ciò ha permesso di evitare interamente il danno per il mercato causato dalle anomalie di prezzo.

Tuttavia, come evidenziato nel corso dei lavori condotti dalla Consob e propedeutici all'adozione del modello *rolling*, il modello comporta anche degli elementi di attenzione.

Un primo elemento di attenzione è costituito dal potenziale impatto del modello sulla facoltà di revoca prevista dall'articolo 95-*bis*, comma 2, del TUF. A tal riguardo, si osserva che uno dei due emittenti coinvolti (Banca Carige) ha pubblicato, durante il periodo di offerta, un supplemento al Prospetto. Ciononostante, non sono stati riscontrati profili di criticità.

Un secondo elemento di attenzione del modello *rolling* è rappresentato dal potenziale incremento del contenzioso fra intermediari e clienti derivante dall'applicazione del citato modello, a causa

---

<sup>13</sup> Per ulteriori informazioni sulla facoltà di revoca, si rimanda al par. 3.10 del documento "Esiti delle consultazioni" del 28 aprile 2016 disponibile presso la sezione dedicata agli aumenti iperdiluitivi del sito internet Consob.

<sup>14</sup> Su tale sezione del sito internet sono anche state pubblicate alcune Q&A dedicate all'interazione fra modello *rolling* e assolvimento degli obblighi di comunicazione in tema di posizioni nette corte e partecipazioni rilevanti.

degli elementi di novità del modello stesso. A tal riguardo, ad esito delle due operazioni iperdilutive eseguite finora, risulta pervenuto all'Arbitro per le controversie finanziarie istituito presso la Consob un solo ricorso inerente al modello *rolling*. Tale ricorso, tra l'altro, è stato respinto con Decisione n. 1671 del 24 giugno 2019.

Pertanto, l'esperienza concreta conferma il giudizio positivo sul modello *rolling*.

## 4. POSSIBILI EVOLUZIONI DEL MODELLO

La Consob intende acquisire commenti sulle seguenti tematiche:

1. Ritenete che il modello *rolling* andrebbe modificato? Se sì, come?
2. Ritenete che il modello *rolling* andrebbe esteso ad altri aumenti di capitale?
3. In caso di estensione del modello *rolling*, quale potrebbe essere la nuova soglia del coefficiente K rilevante per l'applicazione del modello?
4. Avete riscontrato difficoltà operative nell'utilizzo del modello *rolling*? Se sì, quali?
5. Quali costi avete sostenuto per l'implementazione del modello *rolling*? Ritenete che i costi di gestione degli aumenti *rolling* si incrementerebbero in caso di estensione del modello?
6. Avete altre osservazioni sul modello *rolling*?