

POSITION PAPER

GLI AUMENTI DI CAPITALE CON RILEVANTE EFFETTO DILUITIVO

19 aprile 2010

Le osservazioni al presente *position paper* dovranno pervenire entro il 3 giugno 2010 al seguente indirizzo:

C O N S O B
Divisione Mercati
Via G. B. Martini, n. 3
00198 ROMA

oppure on-line per il tramite del SIPE - Sistema Integrato per l'Esterno

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.

Indice

1.	Premessa	p. 3
2.	Descrizione del fenomeno	p. 3
3.	Attività di vigilanza	p. 6
4.	Efficientamento delle operazioni di aumento di capitale a pagamento	p. 7
5.	La soluzione proposta	p. 10
	5.1 Soluzione a)	p. 11
	5.2 Soluzione b)	p. 13
	5.3 Confronto tra le due soluzioni	p. 14
6.	Implicazioni normative e regolamentari	p. 16
	6.1 Ambito di applicazione	p. 16
	6.2 Supplemento al prospetto informativo e diritto di revoca	p. 17
	6.3 Parità di trattamento	p. 18
7.	Conclusioni	p. 18
	Tabella n. 1	p. 5
	Tabella n. 2	p. 12
	Tabella n. 3	p. 12
	Tabella n. 4	p. 14
	Tabella n. 5	p. 16
	Grafico n. 1	p. 5
	Box n. 1	p. 13
	Box n. 2	p. 14
	Box n. 3	p. 15

1. Premessa

Nel corso del 2009 alcuni emittenti con azioni quotate sui mercati gestiti ed organizzati da Borsa Italiana S.p.A. (“Borsa Italiana”) hanno posto in essere operazioni di aumento di capitale con caratteristiche simili, finalizzate, nella maggioranza dei casi, alla raccolta di risorse finanziarie strategiche per la salvaguardia della continuità aziendale. Tali operazioni hanno avuto come caratteristica comune un elevato rapporto tra il numero di azioni emesse e il numero di azioni in circolazione, con il fine di massimizzare il valore dello sconto per i sottoscrittori rispetto al valore delle azioni in circolazione (“operazioni di aumento di capitale con rilevante effetto diluitivo”).

Il presente documento analizza le operazioni di aumento di capitale con rilevante effetto diluitivo evidenziandone le peculiarità alla luce delle criticità rilevate in merito all’andamento dei prezzi e dei volumi negoziati nel periodo dell’offerta in opzione agli azionisti delle nuove azioni (**paragrafo 2**). Il documento descrive, altresì, le attività istituzionali poste in essere dalla Consob – anche in collaborazione con l’industria – per far fronte alle problematiche riscontrate.

La Consob si è mossa su due fronti. Da una parte, ha svolto la consueta attività di vigilanza sull’operatività degli intermediari (**paragrafo 3**). Dall’altra, in collaborazione con l’industria, ha valutato possibili soluzioni strutturali, individuando la soluzione più appropriata in una modifica delle modalità operative di gestione degli aumenti di capitale a pagamento, che preveda la consegna delle azioni rivenienti in una o più finestre di consegna durante il periodo d’offerta (**paragrafo 5**). Al fine di meglio comprendere la soluzione proposta, in considerazione del fatto che la suddetta soluzione si fonda su di un progetto più generale di modifica delle modalità operative di gestione degli aumenti di capitale a pagamento, è necessario riportare i punti essenziali di detto progetto (**paragrafo 4**). Nel **paragrafo 6** sono analizzati i risvolti normativi della soluzione proposta. Il **paragrafo 7** conclude.

2. Descrizione del fenomeno

Nel corso dell’ultimo anno diversi emittenti hanno fatto ricorso al mercato dei capitali, con l’obiettivo dichiarato di raccogliere nuove risorse finanziarie, nella forma di capitale di rischio, finalizzate prevalentemente alla salvaguardia della continuità aziendale.

Le suddette operazioni si sono inserite in un contesto di mercato problematico sia con riferimento al mercato primario, in cui la possibilità di raccogliere capitale di rischio, per definizione “risorsa scarsa”, si è ulteriormente ridotta a causa degli effetti della crisi economica in atto, sia con riferimento alla maggiore volatilità che ha caratterizzato le negoziazioni sui mercati secondari.

In ragione della situazione di mercato, gli emittenti che si sono trovati nella condizione di raccogliere nuovo capitale, hanno cercato di agire su diverse leve al fine di “invogliare” i propri azionisti ad aderire alle operazioni di aumento di capitale. Alcuni di essi, in particolare, hanno realizzato operazioni di aumento di capitale in opzione agli azionisti, caratterizzate da un rilevante quantitativo di azioni da emettere a fronte del numero di azioni già in circolazione, con l’obiettivo di massimizzare il valore dello sconto per i potenziali sottoscrittori rispetto al valore di mercato delle azioni in circolazione. La conseguenza è stata la diluizione del capitale in un numero molto

elevato di azioni, caratterizzate, evidentemente, da un prezzo di riferimento corrispondentemente inferiore.

Operazioni con le suddette caratteristiche sono state realizzate da Seat Pagine Gialle S.p.A. (“SEAT-PG”), da Pirelli RE S.p.A. (“PIRELLI RE”), da Tiscali S.p.A. (“TISCALI”) e da Banca Italease S.p.A. (“BANCA ITALEASE”). Con riferimento ai rispettivi “periodi di offerta” (o “periodi di sottoscrizione”), tali operazioni di aumento di capitale presentano alcuni tratti comuni, che evidenziano taluni aspetti meritevoli di attenzione.

Innanzitutto, facendo il confronto con l’ultimo prezzo ufficiale delle azioni *cum* (diritto di opzione), a seguito dell’avvio delle operazioni, i prezzi hanno fatto registrare un andamento inizialmente estremamente positivo, per poi progressivamente riallinearsi ai livelli precedenti ai periodi di offerta.

Inoltre, i quantitativi scambiati sono stati estremamente rilevanti e, in modo particolare nelle ultime giornate del periodo di sottoscrizione, apparivano già correlati ai quantitativi delle azioni oggetto degli aumenti di capitale, piuttosto che alle azioni in circolazione.

Il suddetto andamento dei prezzi delle azioni ha, di fatto, determinato un disallineamento tra il prezzo delle azioni e i prezzi dei diritti di opzione (tenuto conto, evidentemente, dei rapporti di conversione e dei prezzi di sottoscrizione), rimasti sostanzialmente in linea con i prezzi delle azioni precedenti ai periodi di offerta.

Tali anomalie nell’andamento dei prezzi e delle quantità scambiate hanno avuto un’intensità diversa in ragione: a) del rapporto tra il quantitativo di azioni da emettere ed il quantitativo di azioni in circolazione (nel prosieguo, “rapporto di conversione”); b) dell’esistenza di strumenti finanziari derivati quotati aventi come sottostante le azioni medesime.

In particolare, per ciò che concerne il punto *sub a)*, le operazioni di aumento di capitale che prevedevano un rapporto di conversione più elevato sono state caratterizzate da una maggiore volatilità dei prezzi delle azioni e, al contempo, da un maggior disallineamento tra i prezzi delle azioni ed i prezzi dei diritti.

Inoltre, in relazione al punto *sub b)*, le operazioni di aumento di capitale realizzate da emittenti le cui azioni rappresentavano, nello stesso periodo, il sottostante di strumenti finanziari derivati, in modo particolare *stock option* quotate sul mercato IDEM, sono state caratterizzate da fenomeni di reciproca influenza tra le negoziazioni poste in essere sull’MTA e le negoziazioni effettuate sull’IDEM, in ragione degli elementi di seguito sintetizzati.

1. L’applicazione di un coefficiente di rettifica K, definito da Borsa Italiana in conseguenza della mutata composizione del capitale dell’emittente, sia al prezzo di esercizio delle *stock option* che al numero di azioni sottostanti, fa sì che il suddetto numero sia collegato al numero di azioni da emettere, piuttosto che al numero di azioni in circolazione;

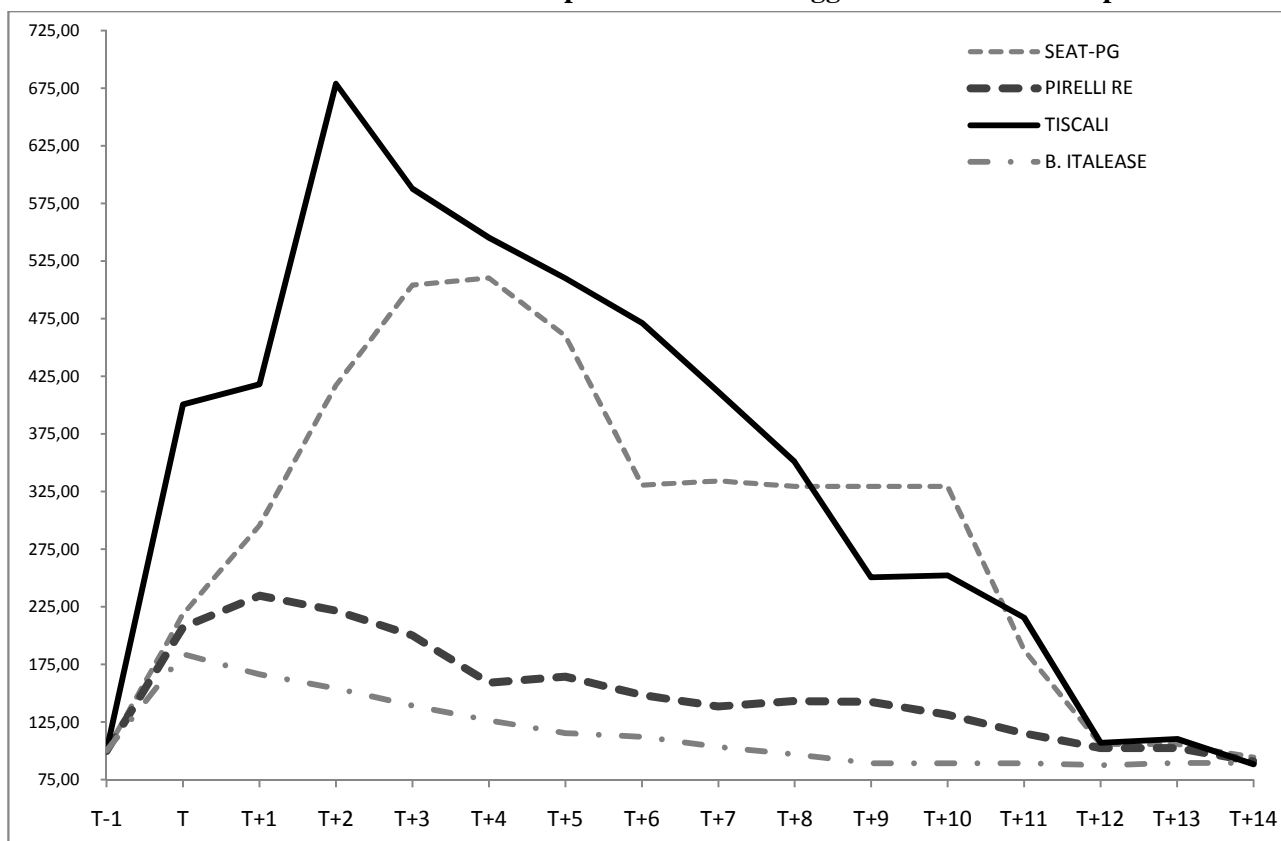
2. Le variazioni rilevanti dei prezzi delle azioni, registrate nei primi giorni di negoziazione dei periodi di offerta, ha determinato la possibilità di esercitare profittevolmente le *stock option* del tipo *call*, in quanto *deep in the money*;
3. L'esercizio anticipato delle *stock option call* ha determinato, per gli operatori risultati assegnatari, l'esigenza di acquisire il maggior numero di azioni possibile, tramite acquisti sull'MTA, contribuendo in tal modo ad aumentare la pressione dal lato degli acquisti, oppure a loro volta esercitando le opzioni del medesimo tipo eventualmente in loro possesso, contribuendo così a generare nuove assegnazioni per altri operatori.

Nella **tabella n. 1** sono sintetizzati gli elementi su indicati – ossia, rapporto di conversione e contemporanea presenza di strumenti finanziari derivati quotati – con riferimento alle diverse operazioni di aumento di capitale analizzate. Il **grafico n. 1**, invece, evidenzia l'evoluzione dell'andamento dei prezzi delle azioni nel periodo di offerta in opzione (“Periodo di Opzione”).

Tabella n. 1

Società Emittente	Rapporto di conversione (nuove azioni / azioni in circolazione)	Strumenti derivati quotati
SEAT-PG	45	SI
TISCALI	29	SI
PIRELLI RE	19	NO
BANCA ITALEASE	10	NO

Grafico n. 1: Evoluzione dell'andamento dei prezzi delle azioni oggetto di aumento di capitale



Il grafico rappresenta i prezzi ufficiali delle diverse azioni in relazione al prezzo ufficiale del giorno precedente a quello di avvio dell'operazione (T-1), definito pari a 100, nel Periodo di Opzione (da T a T+14).

Come si vede, le variazioni più rilevanti, rispetto all'ultimo prezzo ufficiale rilevato nel periodo precedente le operazioni di aumento di capitale, sono state registrate con riferimento alle azioni TISCALI e SEAT-PG, ossia le azioni i cui emittenti hanno definito un rapporto di conversione più elevato, pari, rispettivamente, a circa 29 e circa 45; le stesse azioni, inoltre, rappresentavano il sottostante di strumenti finanziari derivati quotati sull'IDEM (*stock option e future*).

Infine, dall'osservazione dell'andamento dei prezzi, si evince che gli stessi si sono pressoché riallineati ai livelli precedenti all'avvio delle operazioni, a partire dal tredicesimo giorno del Periodo di Opzione (T+12), in concomitanza, tra l'altro, con la possibilità da parte degli operatori di mercato di vendere un maggior numero di azioni senza, presumibilmente, incorrere nella mancata consegna delle stesse in fase di regolamento, in ragione della presumibile consegna delle azioni rinvenienti dagli aumenti di capitale entro la stessa data di regolamento.¹

In altri termini, poiché le azioni rinvenienti dall'aumento di capitale sono, generalmente, messe a disposizione degli azionisti, il primo giorno successivo al Periodo di Opzione (T+15), gli operatori che avevano esercitato, o intendevano esercitare, i relativi diritti, potrebbero aver venduto le azioni corrispondenti agli stessi diritti, a partire dal tredicesimo giorno del periodo di sottoscrizione (T+12), poiché contavano sulla presumibile consegna delle azioni rinvenienti dagli aumenti di capitale per il regolamento delle suddette vendite.

Tali vendite, che per volumi negoziati sono state particolarmente rilevanti, hanno avuto un impatto considerevole sull'andamento dei prezzi delle azioni, riallineando, di fatto, gli stessi ai livelli registrati nei periodi precedenti alle operazioni di aumento di capitale.

3. Attività di vigilanza

Sebbene il fenomeno su rappresentato abbia avuto un'intensità diversa nelle diverse operazioni, la Consob ha posto in essere un'attività di vigilanza ad ampio spettro, finalizzata sia all'analisi di comportamenti potenzialmente riconducibili ad abusi di mercato sia alla *detection* di operazioni che potrebbero essere state poste in essere violando l'obbligo di agire con diligenza e correttezza al fine di assicurare l'integrità dei mercati, anche in considerazione di quanto previsto in materia di vendite allo scoperto.

Nel dettaglio, la Consob ha posto in essere un monitoraggio giornaliero sia dell'operatività di mercato sia della puntuale consegna delle azioni in fase di regolamento (c.d. *fail*), focalizzando le indagini sugli operatori (italiani ed esteri) maggiormente attivi.

¹ Le vendite in discorso sono state presumibilmente effettuate allo scoperto, ossia senza il possesso delle azioni al momento dell'ordine. Tale attività era espressamente vietata dalla normativa in vigore all'epoca dei fatti, in base alle vigenti delibere della Consob.

Sulla base delle risultanze dell'attività di vigilanza, il fenomeno della sopravvalutazione delle azioni oggetto delle operazioni di aumento di capitale in questione sembra sostanzialmente dipendere da una mancata comprensione degli effetti diluitivi sui prezzi delle azioni.

Per ciò che concerne, invece, le indagini, tuttora in corso, relative al rispetto dell'obbligo di agire con diligenza e correttezza al fine di assicurare l'integrità dei mercati, anche in considerazione di quanto previsto, all'epoca dei fatti, in materia di vendite allo scoperto, tali indagini hanno ad oggetto l'operatività posta in essere, in qualità di operatori ammessi alle negoziazioni nei mercati regolamentati italiani, da 15 intermediari italiani e da 15 operatori esteri.

Al riguardo, si rappresenta che, allo stato, la Consob ha avviato 9 diversi procedimenti sanzionatori.

4. Efficientamento delle operazioni di aumento di capitale a pagamento

Oltre alla consueta attività di vigilanza sull'operatività degli intermediari, la Consob ha valutato, in collaborazione con l'industria, possibili soluzioni strutturali alle problematiche associate con le operazioni di aumento di capitale con rilevante effetto diluitivo.

Al fine di meglio comprendere la soluzione che si intenderebbe perseguire (si veda il paragrafo 5) per eliminare, o quantomeno limitare, in via strutturale i problemi riscontrati, è necessario riportare i tratti essenziali di un progetto di modifica delle operazioni di aumento di capitale a pagamento, che attualmente si trova nella fase di elaborazione delle specifiche funzionali. La suddetta soluzione strutturale, infatti, si pone come un'estensione del modello base descritto nel presente paragrafo.

Nel corso del 2008 Banca d'Italia e Consob (le "Autorità") – avvalendosi della facoltà prevista dall'articolo 82, comma 2, del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e successive modificazioni e integrazioni (il "TUF") – hanno inviato a Monte Titoli S.p.A. ("Monte Titoli"), quale società autorizzata, ai sensi dell'articolo 80 del TUF, alla gestione accentrata di strumenti finanziari, un documento contenente alcune linee guida (le "Linee Guida") tese a rendere più efficienti le modalità operative di gestione degli aumenti di capitale a pagamento.

L'analisi contenuta nelle Linee Guida era stata stimolata dalle problematiche sorte in relazione all'aumento di capitale in opzione di azioni ordinarie Gemina S.p.A. ("GEMINA", Periodo di Opzione dal 12 al 30 novembre 2007), nell'ambito del quale la Consob ha autorizzato, ai sensi dell'articolo 94, comma 7, del TUF,² la pubblicazione di un supplemento al prospetto informativo in data 30 novembre 2007, ossia l'ultimo giorno del Periodo di Opzione.

Le problematiche sorte in relazione all'aumento di capitale GEMINA derivavano dalle circostanze concomitanti che:

² "Qualunque fatto nuovo significativo, errore materiale o imprecisione relativi alle informazioni contenute nel prospetto che sia atto ad influire sulla valutazione dei prodotti finanziari e che sopravvenga o sia rilevato tra il momento in cui è approvato il prospetto e quello in cui è definitivamente chiusa l'offerta al pubblico deve essere menzionato in un supplemento del prospetto."

- le attuali modalità operative di gestione degli aumenti di capitale a pagamento prevedono che il pagamento delle azioni rivenienti, in relazione alle sottoscrizioni pervenute alla società di gestione accentrata entro il penultimo giorno del Periodo di Opzione, sia effettuato tra le ore 11:00 e le ore 12:00 dell'ultimo giorno del Periodo di Opzione;
- la pubblicazione di un supplemento al prospetto informativo attribuisce agli investitori, ai sensi dell'articolo 95-bis, comma 2, del TUF,³ il diritto di revocare la sottoscrizione precedentemente effettuata.

Al fine di conseguire i suddetti obiettivi, il documento individuava tre diverse linee evolutive e, tra queste, individuava quale opzione migliore quella consistente nell'introduzione di un obbligo di regolamento del contante nel sistema di pagamento lordo gestito dalla Banca d'Italia (TARGET2 – Banca d'Italia, "TARGET2"). L'utilizzo, per il regolamento del contante, di un sistema di pagamento lordo permette un efficiente processo di "intermediazione" da parte di Monte Titoli, in base al quale la stessa Monte Titoli è in grado di: (i) controllare l'esattezza dei pagamenti ricevuti dagli intermediari, in funzione delle proprie evidenze; (ii) in caso affermativo, trasmettere i pagamenti ricevuti all'emittente e contemporaneamente garantire la disponibilità dei titoli rivenienti agli intermediari. Allo stesso tempo, l'utilizzo di un sistema di pagamento lordo rende più flessibile l'operatività di Monte Titoli.

Successivamente, Monte Titoli ha costituito un gruppo di lavoro interno per valutare la fattibilità delle diverse ipotesi di massima di modifica dell'attuale modello, il quale ha confermato la preferibilità dell'opzione di regolamento del contante nel sistema di pagamento TARGET2.

Infine, nel maggio 2009, Monte Titoli ha costituito un tavolo tecnico ("Tavolo Tecnico") – di cui fanno parte, oltre a Monte Titoli e alle Autorità, Borsa Italiana, alcuni intermediari e emittenti e le relative associazioni di categoria (ABI, ASSOSIM e ASSONIME) – che ha sviscerato tutti gli aspetti tecnici del nuovo modello di gestione degli aumenti di capitale a pagamento, temperando le esigenze di tutti gli *stakeholder*. Il Tavolo Tecnico ha esaurito la fase preliminare di condivisione del modello operativo.

Le caratteristiche principali del modello operativo di gestione delle operazioni di aumento di capitale a pagamento concordato dal Tavolo Tecnico costituito da Monte Titoli sono le seguenti:

1. Esercizio dei diritti di opzione entro le ore 15:30 dell'ultimo giorno del Periodo di Opzione;
2. Come già anticipato, regolamento del contante nel sistema di pagamento lordo gestito dalla Banca d'Italia (TARGET2), tra le ore 15:30 e le ore 16:30;
3. Accredito delle azioni rivenienti con blocco, tra le ore 16:20 e le ore 16:30;
4. Sblocco automatico delle azioni rivenienti dopo le ore 18:00 e disponibilità per il ciclo di liquidazione notturna del giorno successivo.

³ "Gli investitori che hanno già concordato di acquistare o sottoscrivere i prodotti finanziari prima della pubblicazione di un supplemento hanno il diritto, esercitabile entro il termine indicato nel supplemento e comunque non inferiore a due giorni lavorativi dopo tale pubblicazione, di revocare la loro accettazione."

Il nuovo modello operativo permette di superare le problematiche sorte in relazione all'aumento di capitale GEMINA. Infatti, da una parte, viene meno il pagamento delle azioni rivenienti prima della chiusura del Periodo di Opzione, dall'altra, l'utilizzo di TARGET2 rende più flessibile l'operatività di Monte Titoli con riferimento, in particolare, alla gestione dell'evento "pubblicazione di un supplemento al prospetto informativo". Di fatto, il nuovo modello operativo consente di gestire la pubblicazione di un supplemento al prospetto informativo fino alle ore 15:30 dell'ultimo giorno del Periodo di Opzione. In tali circostanze, Monte Titoli potrà facilmente sospendere i pagamenti e gli accrediti delle azioni rivenienti per tutto il periodo in cui gli investitori hanno il diritto di revocare le proprie accettazioni (*ex* articolo, 95-*bis*, comma 2, del TUF).⁴

In relazione al nuovo modello operativo di gestione delle operazioni di aumento di capitale a pagamento, si rende necessario modificare il prospetto informativo. In particolare, per ciò che concerne il punto *sub* 1, relativo al "Periodo di validità dell'Offerta e modalità di sottoscrizione", si potrebbe suggerire la seguente formulazione:

Il periodo di validità dell'Offerta decorre dal xxxx al xxxx (Periodo di Opzione).

I diritti di opzione, che daranno diritto alla sottoscrizione delle Azioni, dovranno essere esercitati, a pena di decadenza, nel Periodo di Opzione tramite gli intermediari autorizzati aderenti al sistema di gestione accentrata che sono tenuti a dare le relative istruzioni alla Monte Titoli entro le 15.30 dell'ultimo giorno del Periodo d'Opzione. Pertanto, ciascun sottoscrittore dovrà presentare apposita richiesta di sottoscrizione con le modalità e nel termine che il suo intermediario depositario gli avrà comunicato per assicurare il rispetto del termine finale di cui sopra.

Tale formulazione riflette la circostanza che il nuovo modello operativo, a differenza di quello attuale, prevede un termine orario (le ore 15:30), valido per gli intermediari partecipanti alla gestione accentrata.

La predisposizione di un termine orario (le ore 15:30) per l'esercizio dei diritti di opzione è propedeutico alle successive fasi – ossia, regolamento del contante (punto *sub* 2) e accredito delle azioni rivenienti (punto *sub* 3). Per ciò che concerne il punto *sub* 2, giova ribadire che l'utilizzo per il regolamento del contante di un sistema di pagamento di tipo lordo permette a Monte Titoli di controllare l'operazione di aumento di capitale nella sua interezza. Ciò fa sì che Monte Titoli possa accreditare le azioni rivenienti senza il benestare esplicito dell'emittente, come invece avviene oggi, cosa che rende il processo più spedito e, nello specifico, rende possibile l'accredito delle azioni rivenienti dalle 16:20 alle 16:30 (punto *sub* 3).

Più precisamente, Monte Titoli effettuerà gli addebiti del contante sui conti degli intermediari dalle ore 15:30 alle ore 16:20 e, contestualmente all'accredito delle azioni rivenienti sui conti degli

⁴ Rimane, comunque, la possibilità che – nel caso in cui l'obbligo di pubblicazione del supplemento al prospetto informativo "sopravvenga o sia rilevato" a ridosso della fine del Periodo di Opzione – la pubblicazione debba essere effettuata successivamente Periodo di Opzione. Il verificarsi di tale eventualità è ineliminabile, in quanto connessa al ricevimento della necessaria autorizzazione alla pubblicazione del supplemento medesimo (articolo 11, comma 1, del Regolamento Consob in materia di emittenti).

intermediari, l'accredito del contante sul conto degli emittenti, o delle relative banche collettrici, dalle ore 16:20 alle ore 16:30.

Per ciò che concerne il punto *sub* 3, si evidenziano alcune caratteristiche specifiche relative all'accredito delle azioni rivenienti. In primo luogo, tutte le azioni rivenienti dall'aumento di capitale, per le quali gli intermediari abbiano provveduto a fare i fondi, sono accreditate in un unico momento.

Viene meno, dunque, la distinzione tra primo e secondo termine, in base alla quale alcuni investitori ricevono i titoli bloccati l'ultimo giorno del Periodo di Opzione, mentre altri li ricevono, con blocco della disponibilità, il giorno successivo. La disponibilità dei titoli si ha solo con il benessere dell'emittente. Come già detto, nel nuovo modello operativo il benessere dell'emittente non ha più ragion d'essere.

Viene altresì meno la possibilità per gli azionisti di controllo di vedersi accreditati i titoli rivenienti, senza blocco della disponibilità, durante il Periodo di Opzione.

Infine, con il nuovo modello operativo (punto *sub* 4), i titoli rivenienti continuano ad essere accreditati con blocco della disponibilità. Il blocco, tuttavia, ha solo natura tecnica ed infatti viene meno automaticamente, subito dopo le ore 18:00, con il passaggio alla data contabile relativa al giorno successivo. In tal modo, i titoli rivenienti sono disponibili per il ciclo di liquidazione notturna del giorno successivo.

5. La soluzione proposta

In relazione ai problemi riscontrati nell'ambito delle operazioni di aumento di capitale con rilevante effetto diluitivo sono state analizzate, in collaborazione con l'industria, quattro possibili soluzioni strutturali:

1. Riduzione del rapporto di conversione tra azioni nuove e azioni vecchie;
2. Eliminazione tout-court del divieto di vendite allo scoperto;
3. Modifica delle modalità di regolamento durante il Periodo di Opzione – ossia, sostituzione temporanea del regolamento a tre giorni con un regolamento in un determinato giorno successivo alla fine del Periodo di Opzione;
4. Modifica delle modalità operative di gestione degli aumenti di capitale, con finestre giornaliere di consegna.

La **soluzione n. 1** (riduzione del rapporto di conversione tra azioni nuove e azioni vecchie), sebbene rappresenti la soluzione maestra in quanto riduce la domanda potenziale di titoli a prestito, con i quali effettuare la copertura delle vendite allo scoperto *covered*, in proporzione alla riduzione del rapporto di conversione, rende più difficoltosi gli aumenti di capitale delle società che hanno problemi di salvaguardia della continuità aziendale.

La **soluzione n. 2** è stata di fatto attuata con la delibera Consob n. 17078 del 26 novembre 2009, la quale ha limitato il divieto di vendite allo scoperto alle azioni di società oggetto di aumenti di capitale che risultino “deliberati” al 30 novembre 2009. La soluzione n. 2, da sola, non permette di risolvere le problematiche riscontrate, stante che la possibilità di vendere allo scoperto, ossia senza avere il possesso dei titoli al momento dell’ordine, non esime gli operatori di mercato dagli obblighi di consegna delle azioni nei termini stabiliti e che, nelle condizioni date, i venditori allo scoperto non sarebbero comunque in grado di soddisfare gli obblighi di consegna delle azioni.

La **soluzione n. 3** consiste nell’introduzione, con riferimento precipuo al Periodo di Opzione, di un periodo contabile, al termine del quale verrebbero regolate tutte le transazioni eseguite durante il Periodo di Opzione medesimo; in altri termini, limitatamente al Periodo di Opzione, per le transazioni di mercato si passerebbe dall’ormai consueto regolamento del tipo *rolling* (a tre giorni), alla vecchia liquidazione a termine, con regolamento un determinato giorno successivo al Periodo di Opzione.

Tale soluzione è considerata troppo costosa e, allo stesso tempo, foriera di rischi elevati, a causa dell’allungamento, corrispondentemente elevato, dell’intervallo di regolamento.

La soluzione più efficace sembra essere una variante della **soluzione n. 4**. Come detto, la soluzione n. 4 prevede una consegna giornaliera delle azioni rivenienti. La soluzione prospettata è una variante della soluzione n. 4, in quanto si prevedono più finestre di consegna delle azioni rivenienti, non necessariamente giornaliere.

La **soluzione prospettata** consiste in un’estensione del modello base di gestione degli aumenti di capitale a pagamento (descritto nel paragrafo precedente). In particolare, le modalità operative di gestione dell’unica finestra di consegna prevista nel modello base sono replicate nelle diverse finestre di consegna eventualmente previste nell’ambito della soluzione in discorso.

Tale soluzione avrebbe l’effetto di riequilibrare il rapporto tra azioni nuove e azioni in circolazione, rendendo disponibili le azioni agli arbitraggisti, i quali, in una situazione di sopravvalutazione del prezzo delle azioni, rispetto al loro valore teorico, in linea generale, potrebbero:

- Sottoscrivere l’aumento di capitale;
- Vendere le azioni;
- Ricevere ‘prontamente’ le azioni rivenienti; e, infine,
- Consegnare le azioni vendute.⁵

In seguito ad un incontro intercorso con Monte Titoli e Borsa Italiana, e grazie al supporto tecnico fornito dai competenti uffici della Monte Titoli, è stato possibile declinare due soluzioni di dettaglio (soluzione a e soluzione b), entrambe compatibili con la soluzione prospettata. Ricordiamo che **T** rappresenta il primo giorno di negoziazione delle azioni *ex diritto* e dei diritti medesimi.

⁵ Tale descrizione è di ordine generale e necessità di ulteriori specificazioni, come meglio descritto nei paragrafi 5.1, 5.2 e 5.3.

5.1 Soluzione a)

L'obiettivo minimale della soluzione prospettata è garantire la consegna dei titoli rivenienti – oltre che, come previsto nel modello base, l'ultimo giorno del Periodo di Opzione (T+14) – anche a **T+2**, con disponibilità per il ciclo notturno della liquidazione netta di T+3. Ciò in quanto, la consegna a T+2, con disponibilità per il ciclo notturno della liquidazione netta di T+3, permette a quanti abbiano venduto a T di soddisfare prontamente gli obblighi di consegna delle azioni vendute (intervallo di regolamento a tre giorni).

D'altra parte, la scelta di T+2, nell'ambito della soluzione minimale, dipende dalle regole di mercato e dagli standard internazionali, i quali prescrivono che l'accredito dei diritti sia effettuato sulla base delle posizioni contabili esistenti alla fine della giornata operativa di T+2, la quale rappresenta l'ultima giornata di regolamento delle transazioni di mercato sui titoli *cum* diritto.

La consegna dei titoli a T+2 permetterebbe di aumentare il numero di azioni in circolazione e dunque lo stock di titoli disponibili per il prestito titoli. Dal lato dell'offerta si potrebbero porre gli azionisti comunque intenzionati a sottoscrivere l'aumento di capitale, mentre dal lato della domanda si porrebbero, come detto, gli arbitraggisti (si veda la **tabella n. 2**).

Tabella n. 2

T	T+1	T+2	T+3
Vendita delle azioni da parte degli arbitraggisti		Accredito dei diritti di opzione	Prestito titoli da parte degli azionisti che hanno esercitato il diritto di opzione agli arbitraggisti
		Consegna delle azioni rivenienti con blocco (disponibilità per il ciclo notturno di liquidazione del giorno successivo) agli azionisti che hanno esercitato il diritto di opzione	
Esercizio diritti di opzione da parte degli azionisti			Regolamento delle operazioni di vendita delle azioni

Alternativamente, in assenza di un mercato del prestito titoli sufficientemente vivace, gli arbitraggisti potrebbero acquistare i giorni precedenti al Periodo di Opzione, nell'aspettativa di un rialzo del prezzo delle azioni da T-1 a T (come verificatosi nelle operazioni di aumento di capitale in opzione descritte nel paragrafo 2; si veda la **tabella n. 3**).

Tabella n. 3

Fino a T-1	T	T+1	T+2	T+3
Acquisto delle azioni <i>cum</i> da parte degli arbitraggisti	Vendita delle azioni da parte degli arbitraggisti		Accredito dei diritti di opzione	Regolamento delle operazioni di vendita delle azioni
			Consegna delle azioni rivenienti con blocco (disponibilità per il ciclo notturno di liquidazione del giorno successivo) agli arbitraggisti	
Esercizio diritti di opzione da parte degli arbitraggisti				

Tale fattispecie implica:

- Un rischio di mancata consegna delle azioni *cum* diritto;
- Un rischio di mercato, seppur probabilmente limitato.

La soluzione a) è descritta in dettaglio nel **box n. 1**.

Box n. 1: La soluzione a)

In generale, gli standard internazionali prescrivono una relazione precisa tra ex-date (“ExD”) e record date (“RD”), la quale dipende dall’intervallo di regolamento (“IR”):

$$RD = ExD + (IR-1). \quad (1)$$

In base all’attuale intervallo di regolamento di tre giorni, la RD deve essere successiva alla ExD di due giorni o, il che è lo stesso, deve essere successiva all’ultima giornata cum di tre giorni.

Poiché il modello base di gestione degli aumenti di capitale (si veda il paragrafo precedente) prevede la consegna, con blocco, dei titoli rivenienti dalle ore 16:20 alle ore 16:30, è necessario anticipare l’accredito dei diritti ad un momento precedente tale finestra temporale. Ciò in quanto la consegna delle azioni rivenienti non può prescindere dall’accredito dei diritti di opzione. È opportuno anticipare l’accredito dei diritti alla chiusura della liquidazione lorda relativamente all’operatività di mercato. In tal modo, è sfruttato l’intero periodo di liquidazione delle transazioni di mercato effettuate l’ultimo giorno di negoziazione cum diritto (T-1).

È opportuno evidenziare che, in base alla presente soluzione, avrebbero il diritto a sottoscrivere l’aumento di capitale, per consegna a T+2, con disponibilità per il ciclo notturno della liquidazione netta di T+3, solo quanti risultano registrati sui conti degli intermediari sulla base delle evidenze contabili derivanti dalla chiusura della liquidazione lorda relativamente all’operatività di mercato, ossia solo i possessori delle azioni cum diritto.

Conseguentemente, la presente soluzione non rende possibile l’arbitraggio, il quale consiste nella predisposizione di una strategia fondata sull’acquisto e sulla sottoscrizione dei diritti di opzione. Infatti, l’acquisto dei diritti a T verrebbe regolato a T+3 e non permetterebbe di soddisfare i propri obblighi di consegna nel medesimo giorno.

In base alla presente soluzione, o gli arbitraggisti sono in grado di prendere le azioni a prestito, in tempo per soddisfare i propri obblighi di consegna a T+3, oppure debbono preventivamente acquistare le azioni cum, fino a T-1, nell’aspettativa di un rialzo del prezzo delle azioni da T-1 a T.

5.2 Soluzione b)

La soluzione a) non rende possibile l’arbitraggio privo di rischio, ossia l’arbitraggio in senso stretto, il quale consiste nella predisposizione di una strategia fondata sull’acquisto e sulla sottoscrizione dei diritti di opzione.

Al fine di permettere l'arbitraggio privo di rischio è necessario formulare un'ipotesi alternativa che permetta agli arbitraggisti di ottenere le azioni rivenienti a T+2, con disponibilità per il ciclo di liquidazione notturna a T+3, per il tramite dell'esercizio dei diritti di opzione acquistati a T. Tale soluzione è descritta in dettaglio nel **box n. 2** ed è ulteriormente specificata nella **tabella n. 4**.

Box n. 2: La soluzione b)

La soluzione prevede:

- L'accredito dei diritti a T+1, invece che a T+2; conseguentemente, onde rispettare la relazione (1),
- Un intervallo di regolamento a due giorni limitatamente alle transazioni di mercato, sulle azioni in questione, effettuate l'ultimo giorno di negoziazione cum diritto (T-1);
- Un intervallo di regolamento a due giorni delle transazioni di mercato sui diritti; e, infine
- Il mantenimento della prima finestra di consegna a T+2.

In tal modo:

- I diritti accreditati a T+1 potrebbero essere trasferiti a partire dal ciclo notturno della liquidazione netta di T+2, a fronte delle transazioni di mercato effettuate a T;
- I diritti acquistati il giorno T verrebbero regolati a T+2;
- L'esercizio dei diritti garantirebbe la consegna delle azioni a T+2, con blocco e disponibilità a partire dal ciclo notturno della liquidazione netta di T+3, per far fronte agli obblighi di consegna delle azioni vendute a T.

Tale soluzione fa sì che T+1 diventi la giornata di regolamento di due diverse giornate di negoziazione, T-2 e T-1. In considerazione di ciò, le conseguenze di un'eventuale riduzione dell'intervallo di regolamento (da tre a due giorni), limitatamente alle transazioni di mercato sulle azioni in questione effettuate l'ultimo giorno di negoziazione cum diritto (T-1), meritano di essere attentamente valutate, sotto il profilo degli eventuali rischi operativi.

Tabella n. 4

T	T+1	T+2	T+3
Vendita delle azioni da parte degli arbitraggisti	Accredito dei diritti di opzione	Regolamento delle operazioni di acquisto dei diritti di opzione	Regolamento delle operazioni di vendita delle azioni
Acquisto dei diritti di opzione		Consegna delle azioni rivenienti con blocco (disponibilità per il ciclo notturno di liquidazione del giorno successivo) agli arbitraggisti	
Esercizio diritti di opzione da parte degli arbitraggisti			

5.3 Confronto tra le due soluzioni

La **soluzione a)**, rispetto alla soluzione b), è presumibilmente caratterizzata da minori svantaggi e altresì da minori vantaggi. In particolare con riferimento a detta soluzione:

1. La consegna dei titoli rivenienti durante il Periodo di Opzione non è in linea con gli standard in materia di *corporate action* concordati dall'industria europea del post-trading, sotto l'egida della Commissione Europea, nell'ambito dei lavori per la rimozione delle cosiddette barriere Giovannini (ciò vale anche per la soluzione b);
2. Le possibilità di arbitraggio sono potenzialmente limitate.

Invece, la **soluzione b)**:

1. Oltre a quanto detto in relazione al precedente punto 1, prevede:
 - a) una soluzione speciale per ciò che concerne l'intervallo di regolamento dell'ultimo giorno di negoziazione *cum* (intervallo di regolamento a due giorni invece che tre), con possibile incremento del rischio operativo e dei *fail*; e
 - b) una riduzione dell'intervallo di regolamento per la negoziazione dei diritti (da tre giorni a due giorni), la qual cosa, tuttavia, non appare particolarmente problematica;
2. Consente di sfruttare appieno le possibilità di arbitraggio.

Per ciò che concerne, infine, la possibilità di prevedere ulteriori finestre di consegna – oltre a quella prevista a T+2 (**ipotesi minimale**) e a quella prevista a T+14 (modello base) – è necessario confrontare i costi che ne derivano per il sistema (intermediari, emittenti e società di gestione accentrata) con i benefici potenziali derivanti dall'attività di arbitraggio. Questi ultimi dipendono dalla persistenza dei descritti fenomeni di sopravvalutazione delle azioni a T+1 e oltre.

In parte, il perdurare della sopravvalutazione delle azioni a T+1 e oltre dipende dalla soluzione prescelta. Se la soluzione prescelta fosse la soluzione a), allora i benefici di un'ulteriore finestra di consegna a **T+3**, con disponibilità a partire dal ciclo notturno della liquidazione netta di T+4, sarebbero forse non trascurabili (**ipotesi minimale allargata**).

Nella misura in cui la soluzione a) non consenta di sfruttare appieno le possibilità di arbitraggio al giorno T, la previsione di un'ulteriore finestra di consegna a **T+3** faciliterebbe ulteriormente l'attività degli arbitraggisti. Il meccanismo sottostante è descritto in dettaglio nel **box n. 3** e nella **tabella n. 5**.

Box n. 3: Previsione di un'ulteriore finestra di consegna a T+3, nell'ambito della soluzione a)

La previsione di un'ulteriore finestra di consegna a T+3, nell'ambito della soluzione a), faciliterebbe ulteriormente l'attività degli arbitraggisti. Essi, infatti, potrebbero:

- Acquistare i diritti a T;
- Vendere le azioni a T+1;
- Ricevere i diritti acquistati a T+3;

- Sottoscrivere l'aumento di capitale e ricevere i titoli rivenienti a T+3, con disponibilità a partire dal ciclo notturno della liquidazione netta di T+4;
- Soddisfare prontamente i propri obblighi di consegna a T+4.

Tabella n. 5

T	T+1	T+2	T+3	T+4
Acquisto dei diritti di opzione da parte degli arbitraggisti	Vendita delle azioni da parte degli arbitraggisti	Accredito dei diritti di opzione	Regolamento delle operazioni di acquisto dei diritti di opzione Consegna delle azioni rivenienti con blocco (disponibilità per il ciclo notturno di liquidazione del giorno successivo) agli arbitraggisti	Regolamento delle operazioni di vendita delle azioni
Esercizio diritti di opzione da parte degli arbitraggisti				

Al contrario, al di fuori delle finestre esplicitamente considerate – T+2 e T+3 per la soluzione a) e T+2 per la soluzione b) – è molto probabile che i benefici di ulteriori finestre di consegna siano trascurabili. Conseguentemente, è probabilmente auspicabile che in un primo momento la soluzione adottata sia limitata, a seconda che si propenda per la soluzione a) o per la soluzione b), all'ipotesi minimale allargata o all'ipotesi minimale. Tale soluzione potrebbe essere rivista alla luce dell'esperienza.

In ogni caso, nelle more di un'analisi più approfondita delle possibili soluzioni ai problemi associati alle operazioni di aumento di capitale con rilevante effetto diluitivo, le specifiche funzionali relative al nuovo modello operativo di gestione degli aumenti di capitale prevedono comunque la possibilità di avere più finestre di consegna, da T+2 a T+14, a prescindere dalla decisione finale che verrà presa.

6. Implicazioni normative e regolamentari

È a questo punto necessario analizzare le implicazioni normative e regolamentari delle soluzioni prospettate nel paragrafo precedente. Si intravedono tre potenziali problematiche. La prima è relativa all'ambito di applicazione delle proposte. La seconda si riferisce alle interrelazioni tra le proposte e le previsioni del TUF in materia di pubblicazione di un supplemento al prospetto informativo (art. 94, comma 7) e del relativo diritto di revoca (art. 95-bis, comma 2). La terza riguarda il tema della parità di trattamento degli investitori (art. 92, comma 1, del TUF).

6.1 Ambito di applicazione

Quantomeno in una prima fase, che potremmo definire di sperimentazione, si propone di applicare le soluzioni prospettate solo alle operazioni di aumento di capitale con rilevante effetto diluitivo.

Nel corso della fase di sperimentazione, si potrà valutare se non sia preferibile utilizzare l'estensione del modello base a tutti gli aumenti di capitale.

L'applicazione delle soluzioni prospettate esclusivamente alle operazioni di aumento di capitale con rilevante effetto diluitivo pone due domande, a cui bisogna dare una risposta. Primo, quali aumenti di capitale siano da considerarsi "con rilevante effetto diluitivo"? Secondo, quale ente o istituzione sia deputata a dirimere la questione precedente?

Al fine di dare certezza agli operatori, si ritiene che la determinazione delle operazioni da considerare con rilevante effetto diluitivo debba essere effettuata in via generale, stabilendo che sono da considerare con rilevante effetto diluitivo tutte le operazioni di aumento di capitale per le quali il rapporto di conversione tra azioni nuove e azioni vecchie sia superiore ad una determinata soglia. Per ciò che concerne, invece, la seconda domanda – ossia, l'ente o istituzione deputata a stabilire la soglia rilevante del rapporto di conversione – sembra preferibile attribuire la responsabilità di stabilire la soglia rilevante del rapporto di conversione al mercato di quotazione, in considerazione del fatto che tale soglia si può considerare un fattore tecnico, avente un impatto rilevante sulla regolarità di formazione dei prezzi.

6.2 Supplemento al prospetto informativo e diritto di revoca

Le problematiche connesse alla pubblicazione di un supplemento al prospetto informativo e al relativo diritto di revoca, come detto (si veda il paragrafo 4), hanno costituito l'elemento che ha indotto le Autorità a formulare le Linee Guida, tese a rendere più efficienti le modalità operative di gestione degli aumenti di capitale a pagamento.

Con riferimento all'estensione del modello base per prevedere più finestre di consegna dei titoli rivenienti, è evidente come la validità delle soluzioni prospettate debba essere valutata alla luce delle interrelazioni con le suddette problematiche. Più precisamente, la fattibilità delle soluzioni prospettate dipende dalla circostanza che, in concomitanza della pubblicazione di un supplemento al prospetto informativo, il diritto di revoca previsto dall'articolo 95-bis, comma 2, del TUF non si applichi agli investitori ai quali siano già state consegnate le azioni nelle finestre intermedie di consegna.

L'articolo 95-bis, comma 2, prevede:

“Gli investitori che hanno già *concordato* di acquistare o sottoscrivere i prodotti finanziari prima della pubblicazione di un supplemento hanno il diritto, esercitabile entro il termine indicato nel supplemento e comunque non inferiore a due giorni lavorativi dopo tale pubblicazione, di revocare la loro accettazione.”

La lettera della norma si riferisce agli investitori che hanno *concordato* di sottoscrivere l'aumento di capitale, non anche agli investitori che, avendo già ricevuto i titoli rivenienti dall'aumento di capitale, hanno a tutti gli effetti sottoscritto l'aumento di capitale. In altri termini, l'articolo 95-bis, comma 2, sembra riferirsi ad una fase del processo di sottoscrizione precedente a quello della consegna dei titoli. Conseguentemente, appare ragionevole sostenere che il diritto di revoca non si

applichi agli investitori ai quali siano già state consegnate le azioni nelle finestre intermedie di consegna.

D'altra parte, è opportuno ricordare che gli investitori che hanno interesse a vedersi consegnate le azioni rivenienti nell'ambito delle finestre intermedie di consegna non sono interessati a esercitare il diritto di revoca. Di più, essi non potrebbero esercitare il diritto di revoca. Essi sono, peraltro, generalmente interessati all'eventuale differenza tra il prezzo di mercato e il prezzo complessivamente pagato per l'acquisto dei diritti e per la sottoscrizione. Nell'eventualità della pubblicazione di un supplemento al prospetto informativo, non potrebbero esercitare il diritto di revoca in quanto non più in possesso delle azioni (le azioni sarebbero già state vendute nell'ambito delle operazioni di arbitraggio descritte nel paragrafo 5).

Per ciò che concerne la generalità degli investitori, il prospetto informativo avrà cura di avvertirli delle conseguenze di un esercizio del diritto di opzione per consegna nelle finestre intermedie di consegna.

6.3 Parità di trattamento

Si potrebbe altresì sostenere che proprio la non applicabilità del diritto di revoca agli investitori ai quali siano già state consegnate le azioni nelle finestre intermedie di consegna possa essere incompatibile con il principio della parità di trattamento degli investitori previsto dall'articolo 92, comma 1, del TUF.

L'articolo 92, comma 1, prevede:

“Gli *emittenti* quotati e gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine assicurano il medesimo trattamento a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati che si trovino in identiche condizioni.”

La norma pone un onere a carico degli *emittenti* di assicurare a tutti gli investitori una parità di trattamento. Le soluzioni prospettate, in quanto pongono tutti gli investitori su un medesimo piano, soddisfano l'articolo 92, comma 1. Gli investitori che volessero garantirsi il diritto di revoca fino all'ultimo giorno del Periodo di Opzione non hanno che utilizzare l'ultima finestra di consegna delle azioni rivenienti, quella prevista dal modello base (si veda il paragrafo 4). In effetti, eccezion fatta per gli arbitraggisti, il predetto comportamento costituisce il comportamento razionale.

Nulla cambia, peraltro, per ciò che concerne il periodo temporale all'interno del quale gli investitori possono sottoscrivere l'aumento di capitale, che continua ad essere l'intero Periodo di Opzione. Più precisamente, la volontà da parte di un investitore di vedersi consegnare i titoli alla fine del Periodo di Opzione non pone alcuna restrizione in relazione al momento in cui lo stesso investitore può esercitare il diritto di opzione.

Pragmaticamente, si potrebbe prevedere un opzione di *default* in base alla quale le azioni rivenienti sono consegnate alla fine del Periodo di Opzione, salvo espressa volontà dell'investitore di usufruire di una delle finestre intermedie di consegna.

7. Conclusioni

Il presente documento ha valutato il tema degli aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo. In particolare, dopo una breve descrizione del fenomeno e dell'attività di vigilanza svolta dalla Consob sull'operatività degli intermediari, il documento si è concentrato sulle possibili soluzioni strutturali alle criticità riscontrate. Da un punto di vista generale, la soluzione proposta, individuata in collaborazione con l'industria, consiste in una modifica delle modalità operative di gestione degli aumenti di capitale a pagamento, che preveda la consegna delle azioni rivenienti in una o più finestre di consegna durante il periodo d'offerta.

Nell'ambito della suddetta soluzione di tipo generale, sono state individuate due soluzioni di dettaglio. La prima consiste nell'introduzione di due finestre di consegna – oltre a quella prevista dal modello base di gestione degli aumenti di capitale a pagamento, alla fine del Periodo di Opzione – il terzo e il quarto giorno del Periodo di Opzione, rispettivamente. La seconda soluzione prevede l'introduzione di una finestra di consegna – oltre a quella prevista dal modello base – il terzo giorno del Periodo di Opzione, unitamente all'accorciamento a due giorni dell'intervallo di regolamento dell'ultima liquidazione *cum* delle azioni oggetto dell'aumento di capitale e dell'intervallo di regolamento delle negoziazioni di mercato dei diritti di opzione.

Con il presente documento, la Consob invita tutte le parti interessate a fornire ogni utile suggerimento, al fine di addivenire alla soluzione più appropriata.