

Prot. n. 66/14

Milano, 30 settembre 2014

MFE/mbi/lm

CONSOB  
Divisione Mercati  
Via G.B. Martini, 3  
00198 – Roma

**OGGETTO: Gli aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo**

Con riferimento alla consultazione di cui all'oggetto, l'Associazione ha nuovamente verificato con gli intermediari associati la percorribilità e l'efficacia della soluzione proposta da codesta Autorità ("*modello rolling*") per eliminare gli effetti distorsivi prodotti dagli aumenti di capitale fortemente diluitivi.

Prima di affrontare nello specifico il modello *rolling*, si desidera svolgere alcune considerazioni preliminari.

Come evidenziato anche nel documento di consultazione, il perdurare della situazione di crisi fa sì che gli emittenti ricorrano ancora a richieste di capitali superiori alla capitalizzazione di mercato con il conseguente manifestarsi di anomalie nei movimenti dei prezzi dei titoli interessati dall'aumento, difficoltà di arbitraggio tra azioni e diritti, scarsità delle azioni e generali condizioni di forte inefficienza dei mercati. Occorre inoltre considerare che anomalie dei prezzi e scarsità dei titoli sono amplificati laddove sull'azione siano negoziati strumenti derivati.

La situazione descritta ha dato luogo a numerosi procedimenti sanzionatori da parte di codesta Autorità, spesso ispirati a un principio di responsabilità oggettiva degli intermediari negozianti che non hanno potuto assicurare il puntuale regolamento delle compravendite sui titoli oggetto degli aumenti di capitale pur avendo adottato le necessarie misure tecniche e di *compliance* con "diligenza, correttezza e trasparenza al fine di assicurare l'integrità dei mercati" e senza aver assunto comportamenti censurabili.

A tal riguardo, questa Associazione evidenzia ancora una volta la necessità di implementare fin da subito, quale regola generale di mercato (applicabile non solo in costanza di aumenti di capitale), la compensazione "automatica" delle istruzioni di regolamento relative al medesimo titolo e riguardanti operazioni concluse sui mercati *cash* e su quelli derivati sin dalla *intended settlement date*. Detta soluzione, che ad avviso della scrivente associazione

dovrebbe essere introdotta a prescindere da qualsiasi intervento volto a porre rimedio alle accennate anomalie nei corsi di mercato, consentirebbe finalmente di eliminare un forte elemento di inefficienza delle attuali procedure di *clearing* e *settlement* e, nel caso di specie, di ridurre sostanzialmente il numero di *fail* a seguito dell'esercizio di opzioni *call deep in the money* (negoziare sul mercato Idem) e contestuale vendita in borsa delle azioni rinvenienti dall'esercizio. Risulterebbe conseguentemente ridotto anche il rischio che possa essere censurata la condotta dell'intermediario che, al fine di salvaguardare l'interesse del cliente<sup>1</sup>, abbia eseguito ordini in tal senso.

## **Il modello rolling**

Per quanto riguarda la proposta avanzata da codesta Autorità, Assosim, pur condividendone in via generale l'efficacia al fine di contenere gli effetti distorsivi sui corsi azionari, desidera oltremodo sottolineare le difficoltà che, in concreto, ne ostacolano l'implementazione. In particolare, come già evidenziato in precedenti occasioni e sottolineato nello stesso documento di consultazione in argomento, il modello *rolling* presenta le seguenti criticità:

1. Disallineamento rispetto agli standard europei per la gestione delle *corporate actions* e, nello specifico, sia con i “*Market Standards for Corporate Actions Processing*” elaborati dal *Corporate Actions Joint Working Group (CAJWG)*<sup>2</sup> sia con gli standard per la gestione delle *corporate actions on flows* predisposti dal *T2S Corporate Actions Sub-Group (CASG)*.
2. Elevati costi di implementazione e necessità di adeguamenti organizzativi e procedurali, la cui stima risulta ad oggi più elevata rispetto a quanto evidenziato in passato a causa della riduzione del ciclo di regolamento (a partire dal 6 ottobre p.v.).
3. Potenziali rischi di contenzioso con i clienti dovuti all'informativa non tempestiva sulla possibilità di esercizio dei diritti.

Proprio in considerazione di quanto sopra gli intermediari aderenti hanno chiesto a questa Associazione di dare evidenza della disponibilità dell'industria all'adozione del modello *rolling* solo alle seguenti condizioni:

- Sia avviata la *procedure for non compliance* stabilita dall'*Advisory Group* di T2S, in accordo con il *T2S Board*, la quale prevede che il mancato rispetto degli standard sia analizzato dall'*Advisory Group* caso per caso per identificarne gli

---

<sup>1</sup> Qualora un intermediario non desse seguito agli ordini dei clienti del tipo descritto, lo stesso non opererebbe nel loro migliore interesse, considerato che, in occasione degli aumenti diluitivi, il prezzo delle azioni, dopo una fase di crescita, torna ad assestarsi su livelli più bassi e l'impossibilità di vendere le azioni rinvenienti da esercizio anticipato equivale a una perdita.

<sup>2</sup> Gli standard del CAJWG sono parte integrante delle cosiddette “regole di T2S” in quanto sono stati recepiti come tali nel 2009 dall'*Advisory Group* di T2S.

impatti, incluse eventuali esternalità sugli altri mercati partecipanti a T2S. Pertanto, si ritiene che la soluzione *rolling* possa essere adottata solo in esito alla validazione positiva dell'*Advisory Group*. Allo scopo si ritiene opportuno il preventivo coinvolgimento del National User Group;

- Sia prevista una tempistica di implementazione compatibile con gli impegni richiesti dall'avvio di T2S, *first wave*, e dunque almeno cinque mesi dopo la partenza di T2S e decorsi almeno dodici mesi dall'adozione del relativo provvedimento da parte di codesta Autorità;
- Siano anticipati i tempi dell'informativa al pubblico sulle caratteristiche dell'aumento di capitale al fine di consentire agli intermediari una comunicazione tempestiva ai propri clienti relativamente alle tempistiche di esercizio dei diritti, riducendo in tal modo il rischio di contenzioso.

Nel seguito le **risposte alle domande di cui all'Allegato 1** del documento di consultazione:

1. Considerati i rilevanti impatti organizzativi richiesti dalla gestione di un aumento di capitale con modalità *rolling*, si propone di adottare il modello in questione solo per gli aumenti riguardanti azioni che sono sottostante di uno o più strumenti derivati quotati e laddove il K sia inferiore a 0,25 ("diluitivi");
2. Non si riscontrano vantaggi e svantaggi ulteriori rispetto a quelli già evidenziati in passato. Relativamente ai costi, come detto sopra, si stima un incremento in ragione dell'avvio del ciclo di regolamento a "T+2" il 6 ottobre p.v.;
3. In linea con la teoria economica l'attività di arbitraggio è in astratto idonea a correggere l'allontanamento temporaneo dei prezzi dalla condizione di equilibrio; occorre tuttavia accertare che non sussistano in concreto ostacoli o disincentivi che portino tale attività a un livello insufficiente a livellare l'andamento anomalo dei corsi. A tal fine, la soluzione *ad hoc* individuata da Monte Titoli (cfr. pag. 12 del documento di consultazione) andrebbe prevista in ciascun giorno del periodo di offerta, pena un forte disincentivo all'arbitraggio. Ad ogni modo, pur adottando tale soluzione, l'arbitraggio verrà probabilmente posto in essere a un livello sub-ottimale. Infatti, per consentire l'invio delle istruzioni di esercizio entro le 13.30, l'acquisto dei diritti deve essere regolato puntualmente alla *intended settlement date*; dato che il buon fine della procedura non può essere garantito, il residuo rischio di *fail* potrà condizionare la propensione a porre in essere strategie di arbitraggio;
4. Per ridurre la possibilità di contenzioso con i clienti, si chiede di anticipare i tempi dell'informativa al pubblico sulle caratteristiche dell'aumento di capitale. A tal fine è auspicabile che il nulla osta di codesta Autorità alla pubblicazione del prospetto informativo venga accordato due giorni prima rispetto alle tempistiche attuali. Si chiede inoltre a codesta Autorità di pubblicare, anche tramite la società di gestione

del mercato, un coefficiente di rettifica “presuntivo” ( $K^*$ ) che sarà rilevante ai fini della qualificazione dell’offerta quale diluitiva, indipendentemente dal valore del  $K$  “definitivo” pubblicato da Borsa Italiana prima dell’avvio dell’operazione sul capitale, il quale non avrà quindi alcuna valenza ai fini della qualificazione dell’operazione come diluitiva;

5. Al fine di prevedere una tempistica di implementazione compatibile con gli impegni richiesti dall’avvio di T2S, *first wave*, si propone che, previa validazione positiva dell’*Advisory Group*, l’avvio del modello *rolling* avvenga almeno cinque mesi dopo la partenza di T2S e comunque decorsi almeno dodici mesi dall’adozione del relativo provvedimento da parte di codesta Autorità.

Si ribadisce, infine, la richiesta formulata in premessa di introdurre fin da subito, ovverosia già nelle more della soluzione strutturale sopra descritta, la compensazione automatica delle istruzioni di regolamento relative al medesimo titolo e riguardanti operazioni concluse sui mercati *cash* e su quelli derivati sin dalla *intended settlement date*.

Si resta a disposizione per eventuali chiarimenti.

Cordiali saluti

Il Segretario Generale  
Gianluigi Gugliotta

