



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

AUMENTI DI CAPITALE CON RILEVANTE EFFETTO DILUITIVO

ESITI DELLE CONSULTAZIONI

2: aprile 2016

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” o “iperdiluitivi”) 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.

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. Allo stesso tempo, il valore dei diritti d’opzione, su cui si sposta gran parte della capitalizzazione della società, ha fatto registrare una netta sottovalutazione. Le anomalie appaiono causate da una pluralità di fattori, perlopiù di natura tecnica e legati alle caratteristiche di estrema diluizione di tali aumenti.

Le condizioni di estrema diluizione di tali aumenti generano a loro volta una scarsità di titoli nel corso del periodo d’offerta; tale scarsità di titoli impedisce alle dinamiche di mercato di riequilibrare i corsi azionari fino agli ultimi giorni del periodo d’offerta, quando è possibile condurre attività di arbitraggio consistenti nell’esercitare i diritti d’opzione e vendere le azioni rivenienti.

Le anomalie più consistenti si sono verificate su un numero ristretto di operazioni (in particolar modo, gli aumenti avviati da Seat-Pg e Tiscali nel 2009, da Fondiaria-Sai nel 2012 e da Banca MPS nel 2014), caratterizzate da condizioni di estrema diluizione (valori del c.d. coefficiente K inferiore a 0,1) e dalla concomitante presenza di strumenti finanziari derivati.

La Consob, a partire dall’aprile 2010, ha condotto sul tema quattro consultazioni, che hanno evidenziato come tutte le possibili soluzioni al problema presentino dei costi e/o dei rischi per il sistema. Nelle more dell’individuazione di una soluzione strutturale, in prossimità dell’avvio delle operazioni più rilevanti la Consob ha pubblicato apposite Comunicazioni in cui avvertiva il mercato del rischio di anomalie rialziste di prezzo ed ha condotto un attento monitoraggio delle negoziazioni in borsa che, in alcuni casi, ha portato all’irrogazione di sanzioni. Borsa Italiana, in qualità di gestore del mercato, ha effettuato interventi sui parametri di negoziazione per contenere le citate anomalie rialziste. Alcune delle società che hanno avviato aumenti iperdiluitivi facevano parte di rilevanti indici finanziari (ad es. il FTSEMIB); nel corso del 2014, i gestori dei principali indici finanziari hanno modificato le modalità di composizione degli indici gestiti al fine di contenere gli effetti distorsivi di tali operazioni. Tali interventi hanno permesso di contenere, ma non di eliminare, le citate anomalie di prezzo.

L’ultima consultazione sull’argomento è stata avviata il 7 agosto 2014, con la pubblicazione di un documento di consultazione (“*Consultation Paper*”). Nel *Consultation Paper* si è focalizzata l’attenzione sulla soluzione basata sul c.d. modello *rolling*. Tale modello prevede l’introduzione di una finestra di consegna addizionale delle nuove azioni in ciascuna giornata del periodo d’offerta, così da ovviare alla scarsità di titoli e permettere alle dinamiche di mercato – in particolare, all’attività degli arbitraggisti – di risolvere le anomalie rialziste, mantenendo il prezzo del titolo azionario su valori corretti. Nel *Consultation Paper* sono inoltre stati posti sei quesiti specifici inerenti al modello *rolling*.

La consultazione pubblica si è chiusa il 30 settembre 2014. Nell'ambito della consultazione sono pervenute 12 risposte. Hanno inviato commenti al documento di consultazione associazioni di categoria e infrastrutture di mercato (ABI, ASSOGESTIONI, ASSONIME, ASSOSIM, Borsa Italiana, Stoxx Ltd), esponenti del mondo accademico (proff. Bolognesi, Gallo e Tasca; proff. Petrella e Resti; prof. Spolidoro) e altri soggetti (sig. Bava, dott. Radaelli). E' stata altresì ricevuta una risposta confidenziale.

E' opportuno evidenziare che nel gennaio 2016 Borsa Italiana ha modificato le regole di mercato al fine di prevedere la sospensione della facoltà di esercizio anticipato dei contratti di opzione in occasione di aumenti iperdiluitivi (v. *infra*).

Di seguito viene riportata una descrizione del modello *rolling* (cf. par. 2), le valutazioni effettuate dalla Consob sui commenti ricevuti nel corso della consultazione, anche tenuto conto delle novità intervenute (cfr. par. 3) e i prossimi passi (cfr. par. 4).

2. Descrizione del modello *rolling*

Come anticipato in premessa, il modello *rolling* consiste nel mettere a disposizione le nuove azioni rivenienti dall'esercizio dei diritti d'opzione in ciascuna giornata del periodo d'offerta dell'aumento di capitale, anziché solo alla fine dello stesso come avviene attualmente. Sono potenzialmente oggetto del modello *rolling* gli aumenti di capitale a pagamento con emissione del diritto d'opzione ex art. 2441 c.c., avviati da società con azioni quotate in mercati regolamentati italiani, in quanto è su tale tipologia di operazioni che si sono verificate le anomalie di prezzo citate in premessa.

Grazie all'emissione anticipata dei nuovi titoli prevista dal modello *rolling* si risolve il problema della scarsità delle azioni durante il periodo d'offerta dei nuovi titoli e si permette alle dinamiche di mercato – in particolare, all'attività degli arbitraggisti – di eliminare le citate anomalie di prezzo.

Come descritto nel documento di consultazione del 7 agosto 2014, infatti, il modello *rolling* permette all'arbitraggista di acquistare ed esercitare i diritti d'opzione e vendere le azioni rivenienti nel corso del periodo d'offerta. Tale attività porta ad un riallineamento del prezzo del titolo azionario e del diritto d'opzione su valori corretti.

Nella tabella seguente è rappresentata l'attività di arbitraggio nell'ipotesi di adozione del modello *rolling* e di avvio dell'aumento di capitale di lunedì (giorno T). Si tiene inoltre conto dell'adozione, a partire dal 6 ottobre 2014, di un ciclo di regolamento a due giorni sul mercato italiano.

Tabella n. 1 – Attività di arbitraggio con modello *rolling*

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

Legenda: T è il primo giorno del periodo d'offerta¹.

Nella rappresentazione in tabella, si è seguita l'ipotesi conservativa secondo cui le attuali modalità di gestione degli aumenti di capitale in opzione vengano replicate in ciascuna giornata dell'aumento di capitale a partire dalla terza (T+2).

Le attuali modalità di gestione degli aumenti di capitale prevedono un giorno di disallineamento fra l'esercizio dei diritti di opzione e la disponibilità delle nuove azioni. In ogni caso, se anche tale disallineamento non potesse essere eliminato, il modello *rolling*, laddove implementato, consentirà di risolvere le anomalie di prezzo a partire dal secondo giorno del periodo d'offerta, con un effetto segnaletico univoco sulle dinamiche di prezzo.

Eventuali mancate consegne (c.d. *fail*) sugli acquisti dei diritti d'opzione non dovrebbero avere impatti significativi sull'attività di arbitraggio, tenuto conto della generale bassa incidenza dei *fail*.

E' opportuno evidenziare che l'investitore potrà chiedere la consegna delle nuove azioni nella finestra di consegna immediatamente successiva all'esercizio dei diritti d'opzione o nell'ultima finestra disponibile. A titolo di esempio, sarà quindi possibile esercitare i diritti d'opzione all'inizio del periodo di offerta (giorno T), chiedendo che la consegna delle nuove azioni avvenga nell'ultima finestra di consegna disponibile (T+18).

Potenzialmente, il modello *rolling* dovrebbe interessare tutte le classi di azioni (ordinarie, privilegiate, di risparmio, ecc.) oggetto dell'aumento di capitale, al fine di evitare anomalie nell'andamento di titoli azionari di classe diversa emessi dalla stessa società.

E' opportuno ricordare che l'avvio dell'operazione è preceduto dal rilascio, da parte della Consob, del nulla osta alla pubblicazione del prospetto informativo, e dalla fissazione e pubblicazione delle condizioni definitive (prezzo di sottoscrizione, numero di azioni emesse) da parte dell'emittente. In

¹ Nel resto del presente documento, per esigenze di semplificazione, si farà l'ipotesi che le operazioni di aumento di capitale durino tre settimane ed inizino sempre di lunedì (giorno T). Per la numerazione dei giorni si segue il calendario civile.

caso di adozione del modello *rolling*, si ritiene opportuno intervenire anche su tale ultimo aspetto (cfr. par. 3.3).

Alla fine dell'aumento di capitale vengono offerti sul mercato i diritti di opzione rimasti non esercitati (c.d. inoptato). A norma dell'art. 2441, comma 3, c.c., ciò deve avvenire entro un mese dalla fine della parte principale dell'aumento. Si ritiene che, laddove implementato, il modello *rolling* non dovrebbe interessare la fase di offerta dell'inoptato; ciò in quanto le nuove azioni emesse durante la parte principale dell'aumento sono sufficienti a garantire un'adeguata quantità di azioni in circolazione per la successiva fase di offerta dell'inoptato; ciò è corroborato dall'evidenza empirica, che non mostra anomalie di prezzo durante l'offerta dell'inoptato.

Al termine della parte principale dell'aumento sono inoltre previsti, dalle norme vigenti, obblighi di pubblicità legale in capo agli emittenti e ai detentori di partecipazioni rilevanti. Nel paragrafi 3.5 e 3.6 si declinano tali obblighi in caso di adozione del modello *rolling*, anche sulla base di un parere ricevuto dal Ministero dello Sviluppo Economico ("MISE") il 3 novembre 2015.

3. Considerazioni Consob sui commenti pervenuti

I partecipanti alla consultazione hanno espresso posizioni estremamente variegata circa l'adozione del modello *rolling*. Ad un estremo si colloca l'ABI, che ha espresso la netta contrarietà all'implementazione del modello, alla luce, *inter alia*, dei costi di implementazione e dei problemi legali relativi all'informativa agli azionisti che può portare a rischi di contenzioso fra intermediari e clienti. All'altro estremo si collocano ASSOGESTIONI, che auspica una soluzione strutturale al problema, nonché Petrella e Resti, favorevoli al modello *rolling* per via degli effetti positivi che dovrebbe portare nel risolvere le anomalie rialziste di prezzo sulle azioni e la sottovalutazione dei diritti d'opzione. Gli altri partecipanti hanno adottato posizioni più sfumate, come riassunto nella Tabella A2 in appendice.

Molti partecipanti alla consultazione hanno inoltre avanzato proposte su alcune tematiche connesse al modello *rolling* e/o hanno chiesto chiarimenti sull'assolvimento di alcuni obblighi di legge in caso di adozione del modello *rolling*.

E' opportuno evidenziare che la distribuzione di benefici e costi derivanti dal modello *rolling* è asimmetrica: mentre i benefici del modello, ossia la risoluzione delle anomalie di prezzo, ricadrebbero sulla generalità degli investitori, i costi dovrebbero essere sopportati principalmente dagli intermediari custodi. Ciò spiega le posizioni divergenti assunte dai partecipanti alla consultazione.

Va tuttavia osservato che benefici e costi del modello *rolling* non hanno il medesimo rango. Difatti, le esigenze pubblicistiche di tutela dell'integrità dei mercati, di garanzia dell'ordinato ed efficiente svolgimento delle negoziazioni e di tutela degli investitori non possono non prevalere sulle questioni di natura "privatistica" evidenziate da alcuni dei partecipanti alla consultazione.

Perciò, pur in presenza di giudizi diffusi circa l'opportunità di adottare il modello *rolling*, si ritiene opportuno analizzare in dettaglio i punti di interesse emersi relativi al citato modello, di seguito presentati:

1. Definizione di aumento iperdiluitivo;
2. Sospensione della facoltà di esercizio anticipato delle opzioni;
3. Approvazione anticipata del prospetto;

4. Pubblicazione anticipata delle condizioni definitive;
5. Obblighi di pubblicità legale in capo alle società emittenti;
6. Obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti;
7. Obblighi di comunicazione delle posizioni nette corte;
8. Trasparenza sull'identità di compratori e venditori;
9. Informazioni sul numero di diritti esercitati;
10. Facoltà di revoca;
11. Disallineamento con gli standard europei sulle *corporate action*;
12. Altri interventi sugli strumenti finanziari derivati;
13. Riduzione del ciclo di regolamento dei diritti;
14. Compensazione automatica delle istruzioni di regolamento o dei *fail* da MTA e IDEM;
15. Partecipazione obbligatoria all'aumento di capitale;
16. Illiceità degli aumenti iperdiluitivi.

3.1 Definizione di aumento iperdiluitivo

Un punto chiave oggetto di consultazione è stato se, in caso di adozione del modello *rolling*, questo debba essere applicato a tutti gli aumenti in opzione, oppure solamente alle operazioni iperdiluitive.

I partecipanti alla consultazione hanno espresso posizioni molto divergenti in proposito, con alcuni (ASSONIME, ASSOSIM) a favore dell'applicazione del *rolling* solo agli aumenti iperdiluitivi, mentre altri a favore dell'estensione del modello *rolling* a tutti gli aumenti in opzione (ASSOGESTIONI, Petrella e Resti, Bava, Risposta confidenziale), ed altri ancora incerti o su posizioni più sfumate (ABI, Borsa Italiana).

In caso di applicazione del modello *rolling* solo agli aumenti iperdiluitivi, è necessario definire quali operazioni siano da considerarsi iperdiluitive.

Vi è stato un consenso abbastanza ampio (ABI, ASSONIME, ASSOSIM, Bolognesi, Gallo e Tasca) sull'utilizzo del coefficiente K per definire il grado di diluizione di un aumento di capitale e, quindi, la sua eventuale natura iperdiluitiva.

Ciò in quanto il coefficiente K sintetizza in un unico valore gli effetti diluitivi derivanti da:

- a) il prezzo di sottoscrizione delle nuove azioni rispetto al prezzo di mercato dei titoli esistenti prima dell'avvio dell'aumento; e
- b) il numero di nuove azioni che saranno emesse rispetto al numero di azioni esistenti.

E' perciò un indicatore più completo rispetto al considerare solamente uno dei due elementi di diluizione che lo compongono.

Come indicato nel *Consultation Paper*, il coefficiente K varia fra 0 e 1; tanto maggiore il grado di diluizione dell'operazione, tanto minore sarà il coefficiente K.

Alcuni dei partecipanti alla consultazione (ASSONIME, Bolognesi, Gallo e Tasca) hanno condiviso l'approccio seguito finora, consistente nel considerare come iperdiluitivi gli aumenti di capitale che presentano un coefficiente K pari o inferiore a 0,5. Altri (ABI, ASSOSIM) hanno invece ritenuto troppo elevata tale soglia ed hanno suggerito di adottare due criteri: a) un valore del coefficiente K pari o inferiore a 0,2 – 0,25; e, congiuntamente b) la presenza di strumenti derivati quotati. Ciò in quanto, come indicato nel *Consultation Paper* (pag. 5), la presenza di strumenti derivati può portare ad intensificare le anomalie rialziste.

Nel corso del 2015 e dei primi mesi del 2016 l'esperienza empirica si è arricchita di cinque aumenti aventi coefficiente K inferiore a 0,5, ossia l'aumento avviato da Banca MPS il 25 maggio 2015 per un ammontare di € 3 mld (K = 0,2), l'operazione iniziata da Banca Carige il 6 giugno 2015 da € 850 mln (K = 0,31), l'aumento avviato da Aedes l'8 giugno 2015 da € 40 mln (K = 0,3), l'operazione de I Grandi Viaggi del 15 giugno 2015 da € 20 mln (K = 0,2) e l'aumento avviato da Saipem il 25 gennaio 2016 da € 3,5 mld (K= 0,1). Fra queste, le azioni Banca MPS e le azioni Saipem costituivano il sottostante di strumenti finanziari derivati quotati sul mercato IDEM; in occasione dell'aumento Saipem, inoltre, Borsa Italiana ha sospeso la facoltà di esercizio anticipato dei contratti di opzione (v. par. seguente).

Dei cinque aumenti sopracitati, quattro operazioni (Saipem, Aedes, I Grandi Viaggi e, in misura minore, Banca MPS) hanno fatto registrare anomalie rialziste di prezzo durante il periodo d'offerta.

L'aumento avviato da Banca Carige, che presentava il minor grado di diluizione fra i quattro considerati, non è invece stato caratterizzato da significative anomalie rialziste.

Inoltre, già nel *Consultation Paper* si era osservato come la parte preponderante delle anomalie di prezzo fosse concentrata sulle operazioni caratterizzate da un coefficiente K molto inferiore alla soglia di 0,5.

Pertanto, alla luce delle analisi contenute nel *Consultation Paper*, arricchite dalle ultime esperienze empiriche, si ritiene che il valore soglia del coefficiente K che individua un aumento come iperdiluitivo possa essere ragionevolmente riconsiderato, passando dalla soglia di 0,5 utilizzata finora, a valori inferiori.

Nella consultazione avviata da Borsa Italiana nell'ottobre 2015 (v. par. successivo), il gestore del mercato ha proposto di considerare come iperdiluitivi gli aumenti che presentano un coefficiente K pari o inferiore al valore di 0,3; tale valore è stato confermato da Borsa Italiana ad esito della consultazione e, alla luce dell'esperienza empirica, si ritiene condivisibile.

Pertanto, si ritiene opportuno individuare come iperdiluitivo un aumento in opzione che presenta un coefficiente K pari o inferiore alla soglia di 0,3.

Basandosi sull'esperienza pregressa, tale soglia dovrebbe individuare come iperdiluitive circa tre operazioni l'anno.

Si ritiene inoltre opportuno non subordinare la definizione di aumento iperdiluitivo alla presenza di strumenti finanziari derivati. Ciò in quanto, come l'esperienza empirica dimostra, la presenza di strumenti derivati può intensificare le anomalie di prezzo, ma non ne è la causa principale. Pertanto, l'eventuale adozione del modello *rolling* dovrebbe riguardare tutti gli aumenti iperdiluitivi, a prescindere dalla presenza di strumenti finanziari derivati quotati.

Va considerato che il coefficiente K viene calcolato da Borsa Italiana al termine delle contrattazioni dell'ultimo giorno di mercato aperto precedente all'avvio dell'operazione. Ciò in quanto uno degli elementi utilizzato per il suo calcolo è il prezzo di chiusura del titolo dell'ultimo giorno prima dell'avvio dell'aumento.

In caso di adozione del modello *rolling* ai soli aumenti iperdiluitivi, si ritiene opportuno informare il mercato il prima possibile circa il fatto che l'operazione sarà gestita secondo il modello *rolling* anziché secondo il modello ordinario.

Ciò al fine di concedere più tempo agli azionisti per venire a conoscenza dell'applicazione del modello *rolling*, e quindi valutare l'opportunità di aderire all'aumento in una delle finestre intermedie di consegna, prevenendo possibili asimmetrie informative fra investitori. L'informazione tempestiva è inoltre utile agli intermediari per avviare le attività propedeutiche alla gestione dell'aumento secondo la modalità *rolling* alternativa al modello ordinario. Di riflesso, ciò dovrebbe consentire di ridurre i rischi di disparità di trattamento fra investitori, evidenziati da alcuni partecipanti alla consultazione (ABI, Radaelli) e di contenzioso fra intermediari e clienti.

Al fine di poter individuare se un aumento è da considerarsi iperdiluitivo con alcuni giorni di anticipo rispetto all'avvio dell'operazione, è necessario considerare un coefficiente K "convenzionale", calcolato utilizzando di norma il prezzo di chiusura del titolo del giorno in cui l'emittente diffonde le condizioni definitive dell'aumento (prezzo di sottoscrizione delle nuove azioni e numero di nuove azioni emesse).

Tale coefficiente K "convenzionale" condivide tre elementi su quattro con il coefficiente K "definitivo"², quest'ultimo calcolato alla fine dell'ultimo giorno precedente all'avvio dell'operazione. La differenza fra i due coefficienti non dovrebbe perciò essere particolarmente elevata, fatte salve situazioni di elevata volatilità negli ultimi giorni prima dell'avvio dell'aumento o casi, piuttosto rari³, in cui l'emittente annunci le condizioni definitive con ampio anticipo rispetto all'avvio dell'aumento.

Pertanto, laddove fosse deciso di adottare il modello *rolling* limitatamente agli aumenti iperdiluitivi, Borsa Italiana, in qualità di gestore del mercato, dovrebbe calcolare il coefficiente K "convenzionale" in maniera tempestiva non appena diffuse dall'emittente le condizioni definitive.

Nei rari casi in cui le condizioni definitive siano rese note dall'emittente con un anticipo di più di una settimana rispetto all'avvio dell'aumento, Borsa Italiana dovrebbe calcolare il coefficiente K "convenzionale" all'inizio della settimana precedente rispetto all'avvio previsto dell'operazione. In tal modo, il prezzo di chiusura del titolo utilizzato per il calcolo del coefficiente K "convenzionale" non dovrebbe discostarsi in maniera significativa da quello utilizzato per il coefficiente K "definitivo".

Nel caso in cui il coefficiente K "convenzionale" sia pari o inferiore al valore di 0,3, Borsa Italiana dovrebbe informare tempestivamente il mercato che l'aumento è da considerarsi iperdiluitivo e che sarà quindi gestito secondo il modello *rolling*.

In parte, l'approccio testé descritto (calcolo del coefficiente K "convenzionale" con soglia dello 0,3) è stato implementato da Borsa Italiana dal 20 gennaio 2016, limitatamente agli aumenti che presentano strumenti finanziari derivati IDEM, ad esito della consultazione avviata nell'ottobre 2015 dal gestore del mercato (cfr. par. seguente).

² Ossia il numero azioni da emettere, il numero azioni in circolazione e il prezzo di sottoscrizione. I due coefficienti divergerebbero solamente per il quarto componente, consistente nel prezzo di chiusura del titolo.

³ A fronte di 28 aumenti con coefficiente K pari o inferiore al valore di 0,5 eseguiti dal 2009 all'aprile 2016, soltanto in due casi l'emittente ha annunciato le condizioni definitive dell'operazione con un preavviso di più di due giorni di mercato aperto dall'avvio dell'operazione. Si tratta degli aumenti Tiscali (in cui le condizioni definitive furono rese note con un anticipo di circa 3 mesi) e Fondiaria-Sai (con un preavviso di poco più di una settimana).

3.2 Sospensione della facoltà di esercizio anticipato delle opzioni

Come descritto nel *Consultation Paper*, la presenza di strumenti finanziari derivati, in particolare di opzioni *call* di tipo americano, può intensificare le anomalie di prezzo tipiche degli aumenti iperdiluitivi.

Infatti, se a seguito dell'anomalo *trend* rialzista causato dalle condizioni iperdilutive dell'aumento, 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 immediato esercizio, chi ha assunto posizioni corte in opzioni può acquistare i titoli sottostanti per coprirsi dal rischio di essere esercitato successivamente nel corso del periodo d'offerta.

Per tale motivo, Borsa Italiana, ha avviato, nell'ottobre 2015, una consultazione sulla possibilità di sospendere, per tutta la durata del periodo d'opzione, la facoltà di esercizio anticipato dei contratti d'opzione, negoziati sul mercato IDEM, che hanno come sottostante un titolo oggetto di aumento di capitale iperdiluitivo (ossia con un valore del coefficiente K "convenzionale" pari o inferiore alla soglia di 0,3).

La sospensione della facoltà di esercizio anticipato delle opzioni è un intervento che il gestore del mercato effettua già per alcune tipologie di *corporate action*⁴. Rispetto a tali situazioni, la principale novità dell'intervento in esame consiste nella maggior durata dell'inibizione.

L'intervento non ha richiesto modifiche tecniche ai sistemi utilizzati dal gestore del mercato e dagli intermediari ed è stata perfezionata, da un punto di vista regolamentare, il 20 gennaio 2016, con la modifica agli artt. IA.3.2.1, IA.9.1.12 e IA.9.3.23 delle Istruzioni al Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana ("Regolamento" di Borsa Italiana).

L'intervento in esame permette di neutralizzare quasi interamente il rischio che le anomalie di prezzo del mercato azionario influenzino il mercato delle opzioni, e siano a loro volta da questo influenzate.

Infatti i venditori di opzioni *call* non corrono il rischio che tali opzioni siano esercitate nel corso del periodo d'opzione e quindi non hanno necessità di acquistare azioni a copertura delle posizioni corte in derivati.

Inoltre, Borsa Italiana ha previsto, nell'ambito delle modifiche alle Istruzioni sopra richiamate, la non ammissione di nuovi contratti derivati con scadenza entro il periodo d'opzione, e l'introduzione di una regola di condotta in capo agli intermediari, secondo la quale gli operatori sono tenuti a non incrementare l'*open interest* sui contratti derivati la cui scadenza è precedente alla conclusione del periodo d'offerta.

Permane il rischio, certamente residuale, che durante il periodo d'offerta vengano a scadenza posizioni, assunte prima dell'avvio dell'aumento, in opzioni (di cui è stata inibita la facoltà di esercizio anticipata) e *future* negoziati sull>IDEM. Poiché le date di scadenza dei contratti derivati negoziati sull>IDEM sono note (coincidendo in genere con il terzo venerdì di ogni mese), tale

⁴ Ossia: 1) nella seduta precedente il giorno della distribuzione di dividendi; 2) nella seduta precedente il giorno in cui prendono avvio operazioni sul capitale; 3) nell'ultimo giorno di durata di un'offerta pubblica di acquisto.

rischio potrebbe essere eliminato dall'emittente, il quale potrebbe definire un periodo d'offerta che non includa tali date.

E' opportuno sottolineare che la sospensione dell'esercizio anticipato delle opzioni limita le facoltà inerenti ai contratti derivati già conclusi ma ancora in essere, andando a impattare sulle prospettive di profitto o perdita di alcuni investitori. Si tratta quindi di un intervento eccezionale, che può trovare ragionevole giustificazione sulla scorta di prevalenti esigenze di integrità dei mercati regolamentati, di garanzia dell'ordinato ed efficiente svolgimento delle negoziazioni e di tutela degli investitori.

Inoltre, tale intervento non può risolvere completamente le anomalie di prezzo. E ciò in quanto:

- solo una parte minoritaria (7 su 19) degli aumenti iperdiluitivi finora condotti con coefficiente K pari o inferiore a 0,3 ha visto la presenza di strumenti finanziari derivati; solo su questi aumenti, quindi, l'intervento sulle opzioni può avere un effetto positivo;
- una parte delle anomalie di prezzo si origina direttamente sul mercato azionario, a causa dell'effetto "ottico" e delle altre motivazioni già descritte nel documento di consultazione; pertanto, è ragionevole aspettarsi che, anche dopo la sospensione della facoltà di esercizio anticipato delle opzioni, vi siano comunque anomalie di prezzo sui corsi azionari, sebbene di minor intensità.

Sul punto, è opportuno evidenziare che l'aumento di capitale avviato da Saipem il 25 gennaio 2016 è stato il primo per il quale Borsa Italiana ha disposto la sospensione della facoltà di esercizio anticipato dei contratti d'opzione. Ciò ha permesso di ridurre, ma non di eliminare, le anomalie di prezzo.

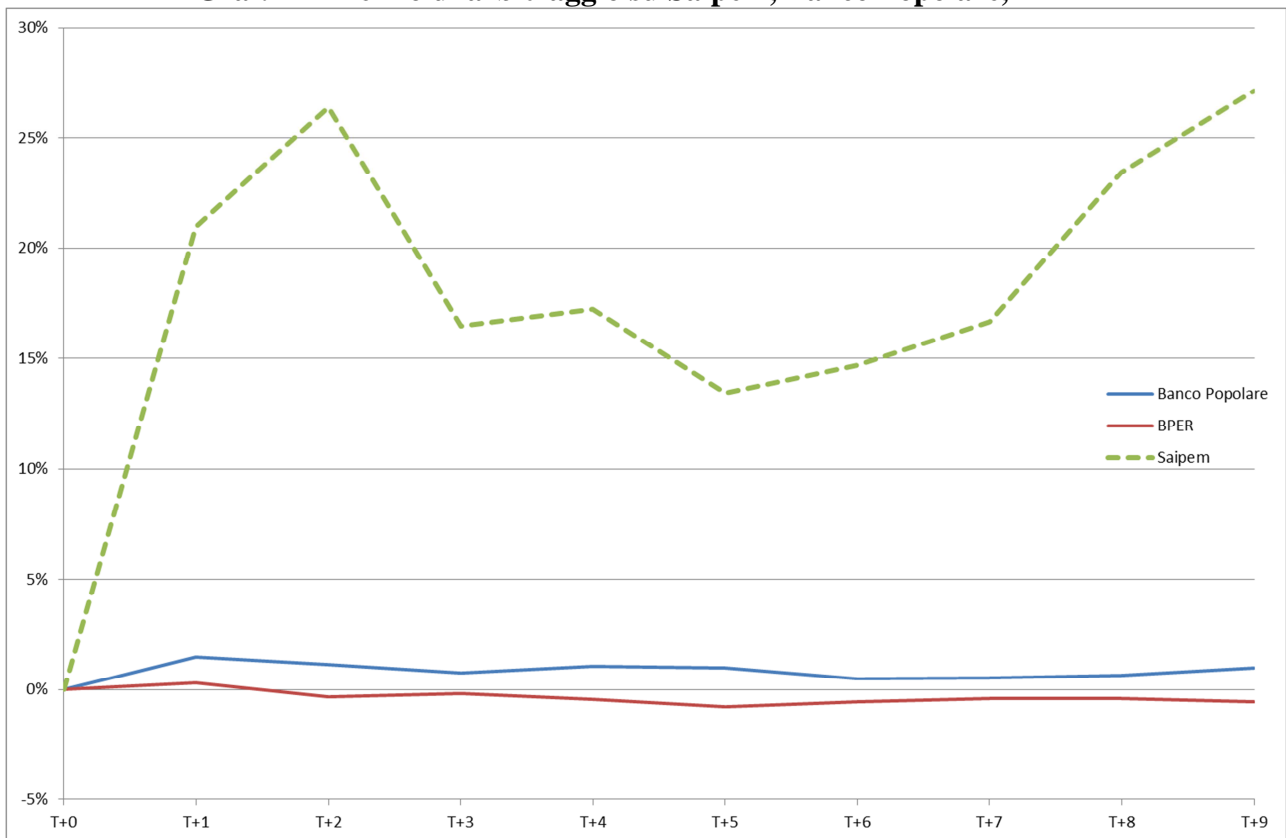
Infatti, per gran parte del periodo d'offerta il prezzo delle azioni Saipem – nonostante il contesto generale di mercato nettamente negativo – si è mantenuto al di sopra del prezzo teorico ex diritto (c.d. TERP), mentre i diritti d'opzione sono rimasti ampiamente sottovalutati. Tale ampio disallineamento fra il prezzo delle azioni e il prezzo dei diritti d'opzione si è tradotto in un premio di arbitraggio medio di circa il 20% - in altri termini, se fosse stato possibile effettuare l'attività di arbitraggio fra azioni e diritti, un eventuale arbitraggista avrebbe ottenuto un significativo profitto comprando ed esercitando i diritti d'opzione e vendendo contestualmente le azioni rivenienti.

Esaminando le più recenti operazioni non iperdilutive condotte da altre società ad alta capitalizzazione incluse nell'indice FTSEMIB, ossia gli aumenti di Banco Popolare (avviato il 31 marzo 2014 con $K = 0,75$) e BPER (iniziato il 23 giugno 2014 e avente $K = 0,9$), si può notare che in tali operazioni non vi è stato alcun premio di arbitraggio. Ciò in quanto le condizioni degli aumenti di capitale non iperdiluitivi consentono al prestito titoli di supportare l'attività degli arbitraggisti, e a questi ultimi, quindi, di effettuare attività di arbitraggio che mantengono l'allineamento fra il prezzo delle azioni e quello dei diritti d'opzione.

Nel grafico che segue si riporta, per ciascun giorno del periodo d'offerta, l'andamento del premio di arbitraggio⁵ nel corso dei citati aumenti di capitale Saipem, Banco Popolare e BPER.

⁵ Il premio di arbitraggio è stato calcolato, in ciascuna giornata del periodo di negoziazione dei diritti d'opzione, come differenza percentuale fra il prezzo di riferimento del titolo azionario e il prezzo teorico delle nuove azioni riveniente dall'esercizio del diritto; a sua volta, il prezzo teorico delle nuove azioni è stato calcolato come somma del prezzo di sottoscrizione e della quota parte del prezzo di riferimento del diritto.

Graf. 1 – Premio di arbitraggio su Saipem, Banco Popolare, BPER



Pertanto, se il modello *rolling* fosse stato implementato in occasione dell'aumento Saipem, gli operatori di mercato sarebbero stati fortemente incentivati ad effettuare operazioni di arbitraggio fra azione e diritto, riequilibrandone così i prezzi ed eliminandone il notevole premio di arbitraggio.

La sospensione della facoltà di esercizio anticipato dei contratti di opzione, quindi, non si può porre in un'ottica di sostituzione rispetto all'eventuale implementazione del modello *rolling*.

3.3 Approvazione anticipata del prospetto

Secondo la prassi attuale, la Consob rilascia il nulla osta alla pubblicazione del prospetto informativo dell'aumento di capitale nel corso della settimana precedente all'avvio dello stesso – generalmente martedì o mercoledì.

Alcuni partecipanti alla consultazione (ABI, ASSOSIM) hanno evidenziato l'opportunità che la Consob anticipi l'approvazione del prospetto al lunedì precedente all'avvio dell'aumento, se lo stesso sarà gestito con il modello *rolling*.

Ciò al fine di rendere più tempestiva l'informativa agli investitori e concedere più tempo ai *back office* degli intermediari per condurre le attività necessarie alla gestione dell'aumento secondo la modalità *rolling*, come già descritto nel par. 3.1.

Tuttavia, la natura iperdiluitiva di un aumento, e quindi il suo eventuale assoggettamento al modello *rolling*, può essere definita con certezza soltanto dopo che l'emittente avrà diffuso le condizioni

definitive dell'operazione e Borsa Italiana avrà calcolato il coefficiente K "convenzionale", evento successivo all'approvazione del prospetto da parte della Consob.

Vi è perciò il rischio concreto, in caso di accoglimento della richiesta avanzata dai due partecipanti alla consultazione, che l'approvazione anticipata del prospetto possa riguardare operazioni non iperdilutive, ovvero, al contrario, che alcune operazioni iperdilutive possano comunque seguire l'iter di approvazione ordinario. Ciò potrebbe portare a confondere investitori ed intermediari, rendendo più difficoltoso, anziché più agevole, la gestione dell'operazione.

Inoltre, come osservato dall'ABI, l'approvazione anticipata del prospetto potrebbe assoggettare il titolo ad una maggior volatilità nella settimana precedente all'avvio dell'aumento.

Va pure considerato che, anche laddove la Consob volesse accogliere la richiesta, l'approvazione anticipata del prospetto potrebbe non essere compatibile con la regolare conduzione dell'istruttoria di esame dello stesso e/o con i tempi previsti per legge per l'approvazione del prospetto.

Pertanto, tenuto conto degli elementi sopra delineati, si ritiene che, in caso di adozione del modello *rolling*, la proposta di anticipare l'approvazione del prospetto per gli aumenti iperdilutivi non sia accoglibile.

In caso di adozione del modello *rolling*, si ritiene più utile intervenire sulla tempistica di diffusione delle condizioni definitive (v. par. seguente) come proposto da molti partecipanti alla consultazione.

3.4 Pubblicazione anticipata delle condizioni definitive

Molti partecipanti alla consultazione (ASSOSIM, ASSONIME, ABI, Stoxx, Risposta confidenziale) hanno rappresentato la necessità che le condizioni definitive dell'aumento di capitale iperdilutivo siano rese note al mercato con maggior anticipo rispetto alla situazione attuale.

Ciò sostanzialmente per le medesime motivazioni già indicate al paragrafo precedente, ossia rendere più tempestiva l'informativa agli investitori e concedere più tempo ai *back office* degli intermediari, allo scopo ultimo di ridurre i rischi di disparità di trattamento fra investitori e di contenzioso fra intermediari e clienti. Anticipare la pubblicazione delle condizioni definitive è inoltre utile ai gestori degli indici finanziari per effettuare eventuali modifiche agli indici gestiti e minimizzare così il rischio che l'appartenenza dei titoli oggetto di aumento ad indici rilevanti possa generare o intensificare anomalie di prezzo sui titoli della società o sull'indice stesso.

Attualmente, a norma dell'art. IA.2.1.10 delle Istruzioni al Regolamento di Borsa Italiana, l'emittente pubblica le condizioni definitive dell'operazione entro la fine del secondo giorno di mercato aperto precedente l'avvio dell'aumento. Pertanto, nel caso in cui l'operazione inizi il lunedì, l'emittente annuncerà le condizioni definitive entro la fine del giovedì precedente.

Anticipare la pubblicazione delle condizioni definitive non dovrebbe rappresentare un rischio rilevante per il buon esito dell'operazione. Giova infatti ricordare che in almeno due occasioni (gli aumenti avviati da Tiscali nel 2009 e da Fondiaria-Sai nel 2012) il prezzo di sottoscrizione e il numero di nuove azioni furono resi noti con congruo anticipo sia rispetto al rilascio, da parte della Consob, del nulla osta al prospetto, sia rispetto all'avvio del periodo d'offerta, senza che ciò pregiudicasse il buon esito dell'aumento.

Tra l'altro, come indicato nel *Consultation Paper* (pag. 14), gli standard europei per la gestione delle *corporate action* prevedono che l'emittente annunci le condizioni definitive dell'offerta (a prescindere dal suo grado di diluizione) almeno due giorni di mercato aperto prima dell'avvio della stessa. Ad esempio, se l'aumento dovesse iniziare il lunedì, l'emittente dovrebbe comunicare al pubblico i termini dello stesso entro la fine di mercoledì sera.

Alla luce di quanto testé descritto, si ritiene opportuno, in caso di adozione del modello *rolling*, l'allineamento agli standard europei prevedendo, per tutti gli aumenti di capitale con diritto d'opzione (a prescindere dal grado di diluizione), che l'emittente annunci i termini definitivi dell'aumento con almeno due giorni di mercato aperto di anticipo rispetto all'avvio dell'operazione.

In caso di implementazione del modello *rolling*, la pubblicazione anticipata delle condizioni definitive consentirà a Borsa Italiana di calcolare il coefficiente K "convenzionale" con un giorno di anticipo rispetto alla situazione attuale, a beneficio dell'informativa disponibile al mercato.

3.5 Obblighi di pubblicità legale in capo alle società emittenti

A norma dell'art. 2444 c.c., l'emittente ha l'obbligo di depositare presso il registro delle imprese, entro trenta giorni dall'avvenuta sottoscrizione delle azioni di nuova emissione, un'attestazione che l'aumento del capitale è stato eseguito; tale attestazione implica il deposito dello statuto aggiornato con la nuova composizione del capitale sociale.

E' stato paventato da un partecipante alla consultazione (ASSONIME), anche nel corso dei lavori sugli aumenti iperdiluitivi, che, in caso di adozione del modello *rolling*, l'incremento nel numero delle finestre di emissione delle nuove azioni possa portare ad una moltiplicazione degli oneri di pubblicità legale presso il registro delle imprese.

La Consob ha pertanto interessato il MISE della questione. Il MISE, con il Parere n. 222196 del 3 novembre 2015, ha chiarito che, in caso di adozione del modello *rolling*, sarà sufficiente il deposito presso il registro delle imprese di una sola attestazione e di un solo statuto aggiornato, a prescindere dal fatto che la sottoscrizione delle nuove azioni sia avvenuta in più finestre. Ciò a condizione che l'attestazione venga depositata presso il registro delle imprese entro il termine di trenta giorni, previsto dall'art. 2444 c.c., dalla prima finestra di sottoscrizione delle nuove azioni del modello *rolling*.

In altri termini, non vi sarà bisogno di effettuare una separata attestazione per ciascuna finestra di emissione delle nuove azioni, purché l'attestazione sia effettuata entro trenta giorni dalla prima data di sottoscrizione.

Come noto, a norma dell'art. 2441 c.c., per l'esercizio del diritto di opzione deve essere concesso un termine non inferiore a quindici giorni dalla pubblicazione dell'offerta. Nella prassi, le società quotate concedono un termine più lungo, pari a circa tre settimane dall'avvio dell'offerta, che ricade comunque all'interno del termine dei trenta giorni previsto dall'art. 2444 c.c.. L'emittente sarà quindi in grado di effettuare un'unica comunicazione al registro delle imprese, inclusiva di tutte le finestre di sottoscrizione previste dal modello *rolling*.

Infatti, stante il ciclo di regolamento a due giorni, il primo giorno di emissione delle nuove azioni previsto dal modello *rolling* corrisponderà al quarto giorno del periodo di offerta (T+3). Stante l'attuale prassi, se, ad esempio, l'aumento inizia il lunedì "T", la prima finestra di emissione delle

nuove azioni sarà il successivo giovedì “T+3”; l’offerta terminerà dopo diciotto giorni dall’inizio, ossia venerdì “T+18”, mentre il termine per il deposito scadrà dopo trenta giorni dalla prima sottoscrizione, ovvero sabato “T+33”. Le società emittenti avranno quindi quindici giorni dalla fine del periodo di offerta per ottemperare agli obblighi di pubblicità legale presso il registro delle imprese.

Tra l’altro, sebbene ciò non rilevi ai fini del modello *rolling*, **il MISE ha confermato nel medesimo parere che l’approccio testé descritto vale anche per gli altri casi di aumenti di capitale realizzati tramite più finestre di emissione delle nuove azioni**, quali ad esempio l’offerta dell’inoptato dopo la conclusione del periodo di offerta principale, o l’esecuzione di piani di *stock option* o *stock grant*, fermo restando il limite dei trenta giorni previsto dall’art. 2444 c.c.

Ciò implica che, se la sottoscrizione dell’inoptato avvenisse entro il citato termine dei trenta giorni dalla prima sottoscrizione delle nuove azioni nell’ambito dell’offerta principale (ossia dalla prima finestra in caso di adozione del modello *rolling*), l’emittente potrà effettuare un’unica comunicazione al registro delle imprese inclusiva sia delle azioni sottoscritte durante l’offerta principale che di quelle emesse a seguito dell’offerta dell’inoptato.

Viceversa, se la sottoscrizione dei diritti inoptati avvenisse trascorsi trenta giorni dalla prima finestra di sottoscrizione, l’emittente sarà tenuto ad effettuare una seconda comunicazione al registro delle imprese con la variazione del capitale sociale susseguente alla sottoscrizione dell’inoptato.

3.6 Obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti

Un partecipante alla consultazione (ASSONIME) ha chiesto chiarimenti sull’assolvimento degli obblighi in tema di comunicazione delle partecipazioni rilevanti in caso di implementazione del modello *rolling*.

Il combinato disposto degli artt. 85-*bis* e 117 del Regolamento Emittenti⁶ prevede che, in caso di variazione del capitale sociale derivante, *inter alia*, da un aumento di capitale in opzione, l’emittente informi il mercato della nuova composizione del capitale sociale entro il giorno successivo all’avvenuto deposito presso il registro delle imprese della relativa attestazione.

I detentori di partecipazioni rilevanti sono tenuti, a loro volta, ad aggiornare le proprie posizioni alla luce della nuova composizione del capitale sociale e ad effettuare le eventuali comunicazioni alla Consob entro cinque giorni dalla comunicazione dell’emittente.

Poiché, come evidenziato nel paragrafo precedente, l’emittente potrà effettuare il deposito della nuova composizione del capitale sociale in un’unica soluzione, al termine dell’aumento, ciò implica che l’adozione del modello *rolling* non comporterà modifiche alla prassi corrente in tema di aggiornamento delle partecipazioni rilevanti.

I detentori di partecipazioni rilevanti dovranno infatti comunicare alla Consob gli aggiornamenti delle posizioni detenute solamente al termine dell’aumento, dopo la comunicazione, da parte dell’emittente, dell’avvenuto deposito presso il registro delle imprese della nuova composizione del capitale sociale.

⁶ Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti, adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche.

3.7 Obblighi di comunicazione delle posizioni nette corte

Si ritiene opportuno chiarire il trattamento degli obblighi di comunicazione delle posizioni nette corte, previsti dal Regolamento *Short Selling*⁷, in caso di adozione del modello *rolling*.

Sul punto, si osserva che, a norma dell'art. 3 del citato Regolamento, le posizioni nette corte vanno calcolate prendendo a riferimento il numero di azioni emesse.

Una prima possibilità sarebbe quindi quella di adottare il medesimo approccio seguito per l'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, ossia prevedere che le azioni di nuova emissione vengano considerate nel calcolo delle posizioni nette corte a partire dalla data di deposito presso il registro delle imprese della relativa attestazione da parte dell'emittente.

Tuttavia, il Regolamento delegato n. 918/2012 del 5 luglio 2012, che fornisce disposizioni attuative del Regolamento *Short Selling*, prevede, nell'allegato 2, parte 1, che i nuovi titoli azionari emessi in occasione di un aumento di capitale siano presi in considerazione nel calcolo della posizione netta corta a decorrere dal giorno in cui sono ammessi alla negoziazione in una sede di negoziazione.

Ciò richiede che il detentore della posizione netta corta aggiorni tempestivamente la propria posizione, non appena siano disponibili informazioni sull'esito dell'aumento e sul numero di nuove azioni emesse. Informazioni che l'emittente è senz'altro tenuto a comunicare senza indugio al mercato, ai sensi dell'art. 114 del TUF⁸ e quindi ben prima dello scadere del termine per il deposito presso il registro delle imprese dell'attestazione dell'avvenuto aumento di capitale.

Pertanto, si ritiene opportuno che i detentori di posizioni nette corte prendano a riferimento le informazioni diffuse dall'emittente per aggiornare le proprie posizioni ed effettuare alla Consob le eventuali comunicazioni di modifica. Queste ultime andranno effettuate secondo la tempistica prevista dall'art. 9, comma 2, del Regolamento *Short Selling*, ossia entro le ore 15.30 del giorno successivo alla diffusione, da parte dell'emittente, dei risultati dell'aumento di capitale.

3.8 Trasparenza sull'identità di compratori e venditori

Un partecipante alla consultazione (Bava) ha suggerito di dare trasparenza dell'identità di compratori e venditori dei titoli in borsa.

Si osserva che sono già in vigore norme, di derivazione comunitaria, in tal senso. Si fa riferimento, in particolare, agli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti e delle posizioni nette corte, descritti nei paragrafi precedenti. Non appaiono quindi necessari, né possibili al legislatore nazionale, ulteriori interventi sul punto.

⁷ Regolamento UE n. 236/2012 del 14 marzo 2012 relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei *credit default swap*.

⁸ Decreto Legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58, di seguito Testo Unico della Finanza ("TUF").

3.9 Informazioni sul numero di diritti esercitati

Un partecipante alla consultazione (Petrella e Resti) ha suggerito di prevedere la diffusione, nel corso dell'aumento di capitale, di informazioni circa l'effettivo numero di diritti di opzione esercitati, così da fornire ai partecipanti al mercato un quadro aggiornato delle azioni in circolazione.

Si ritiene che, laddove si optasse per l'implementazione del modello *rolling*, la diffusione di informazioni circa l'effettivo numero di diritti esercitati non avrebbe impatti positivi sulla risoluzione delle anomalie di prezzo. Non si ritiene pertanto necessario aggravare gli oneri in capo ai soggetti coinvolti imponendo la diffusione di siffatta informazione.

3.10 Facoltà di revoca

Alcuni partecipanti alla consultazione (ABI, Borsa Italiana) hanno evidenziato che il modello *rolling* impatta sulla facoltà di revoca ex art. 95-*bis*, comma 2, del TUF, a norma del quale: *“Gli investitori che hanno già accettato di acquistare o sottoscrivere i prodotti finanziari prima della pubblicazione di un supplemento hanno il diritto, esercitabile entro due giorni lavorativi dopo tale pubblicazione, di revocare la loro accettazione, sempre che i nuovi fatti, errori o imprecisioni previsti dall'articolo 94, comma 7, siano intervenuti prima della chiusura definitiva dell'offerta al pubblico o della consegna dei prodotti finanziari (n.d.r. grassetto aggiunto).”*

La suddetta disciplina va letta e interpretata in maniera conforme alla disposizione da cui trae origine, contenuta nell'art. 16 della Direttiva 2003/71/CE (“Direttiva Prospetto”), così come modificato dalla Direttiva 2010/73/CE. In particolare, il diritto di revoca può essere esercitato nel caso in cui si siano verificati fatti, errori o imprecisioni che hanno dato luogo alla pubblicazione di un supplemento al prospetto. Affinché l'investitore possa godere del diritto di revoca, tali fatti, errori o imprecisioni devono essersi verificati, congiuntamente: 1) nel corso del periodo d'offerta; e 2) prima che i prodotti finanziari siano stati consegnati all'investitore.

Ne consegue che fatti, errori o imprecisioni che si siano verificati dopo la chiusura dell'offerta ma prima della consegna dei prodotti finanziari all'investitore non genereranno né l'obbligo di redigere un supplemento al prospetto né faranno sorgere il diritto di revoca.

Qualora invece i fatti, errori o imprecisioni si siano verificati nel corso dell'offerta ma dopo la consegna dei prodotti finanziari all'investitore (nel caso in cui siano previste finestre di consegna “intermedie” nel corso dell'offerta), essi genereranno l'obbligo di redigere un supplemento al prospetto, ma non faranno sorgere, in capo all'investitore che ha già ricevuti i nuovi titoli, il diritto di revoca.

Resta fermo che il trasferimento a soggetti terzi degli strumenti finanziari ricevuti, ad es. per via della loro vendita, impedirà a costoro di esercitare il diritto di revoca, dalla legge attribuito esclusivamente ai sottoscrittori dell'offerta.

Altra questione è, naturalmente, l'esercizio del diritto di revoca già sorto in capo all'investitore. Il diritto di revoca è esercitabile entro due giorni dalla pubblicazione del supplemento al prospetto, pubblicazione che può avvenire anche dopo la chiusura del periodo d'offerta o dopo la consegna dei relativi prodotti finanziari. Ciò che rileva, come detto, è che l'evento da cui è scaturito il

supplemento si sia verificato nel corso dell'offerta e prima della consegna dei nuovi titoli all'investitore.

In caso di adozione del modello *rolling*, qualora si verifichi un evento che porta alla pubblicazione di un supplemento al prospetto, sono ipotizzabili tre situazioni:

1. se l'evento si è verificato prima della consegna dei nuovi titoli all'investitore, quest'ultimo avrà diritto a revocare la sottoscrizione effettuata;
2. nell'ambito della situazione sub 1), nel caso in cui la facoltà di revoca venga esercitata dopo che i nuovi titoli sono stati emessi e consegnati, si dovrà procedere alla loro rettifica e al rimborso dell'ammontare pagato dall'investitore;
3. se l'evento si è verificato dopo la consegna dei nuovi titoli all'investitore, quest'ultimo non avrà diritto alla revoca.

E' opportuno evidenziare che una situazione del tutto analoga a quella testé descritta già può verificarsi in occasione di alcune offerte di prodotti finanziari di tipo obbligazionario c.d. "a rubinetto". Tali offerte infatti prevedono periodi di adesione di numerosi mesi, nel cui ambito i prodotti finanziari vengono consegnati all'acquirente/sottoscrittore in varie finestre intermedie di consegna.

A confronto, la possibilità di perdita della facoltà di revoca, derivante dall'adozione del modello *rolling*, appare limitata, tenuto conto della ristrettezza del periodo di offerta delle nuove azioni (in genere tre settimane) nel cui ambito dovrebbero verificarsi i fatti che portano al supplemento al prospetto.

D'altra parte, è opportuno ricordare che gli investitori che hanno interesse a vedersi consegnate le nuove azioni nell'ambito delle finestre intermedie di consegna previste dal modello *rolling* verosimilmente hanno l'intenzione di vendere le nuove azioni in tempi rapidi, al fine di compiere operazioni di arbitraggio fra azioni e diritti. Non sono pertanto interessati a esercitare il diritto di revoca, bensì all'eventuale differenza tra il prezzo di vendita dei titoli e il prezzo complessivamente pagato per l'acquisto dei diritti e per la sottoscrizione delle nuove azioni.

Perciò, una volta vendute le azioni, l'investitore dovrebbe essere indifferente alla pubblicazione di eventuali supplementi al prospetto e al connesso diritto di revoca.

Chi invece intendesse partecipare all'aumento senza rischiare di perdere la facoltà di revoca dovrebbe aderire all'aumento nell'ultima finestra disponibile.

Al riguardo, è opportuno evidenziare, come già indicato al par. 2, che l'investitore potrà chiedere la consegna delle nuove azioni nella finestra di consegna immediatamente successiva all'esercizio dei diritti d'opzione o nell'ultima finestra disponibile. A titolo di esempio, sarà quindi possibile esercitare i diritti d'opzione all'inizio del periodo di offerta (giorno T), chiedendo che la consegna delle nuove azioni avvenga nell'ultima finestra di consegna disponibile (T+18).

Ciò posto, si ritiene comunque opportuno predisporre adeguate misure per evitare il rischio che l'investitore perda inconsapevolmente il diritto alla facoltà di revoca.

In caso di adozione del modello *rolling*, la Consob raccomanderà pertanto agli intermediari, con apposita Comunicazione, di prevedere la consegna dei nuovi titoli all'investitore

nell'ultima finestra disponibile, salvo espressa richiesta dell'investitore di usufruire della consegna anticipata delle nuove azioni; in tal caso, l'intermediario dovrà avvertire l'investitore delle conseguenze in tema di perdita della facoltà di revoca che la consegna anticipata può comportare.

Inoltre, il mercato sarà avvertito, tramite apposite Comunicazioni Consob che saranno pubblicate in prossimità di ciascun aumento iperdiluitivo, delle conseguenze in tema di perdita della facoltà di revoca derivanti dall'esercizio dei diritti d'opzione in una delle finestre intermedie previste dal modello *rolling*.

Infine con riguardo al Prospetto Informativo si ritiene opportuno prevedere che:

- il Prospetto Informativo riporti chiaramente la circostanza che la facoltà di revoca, *ex art. 95-bis, comma 2, del TUF* non sarà riconosciuta qualora l'evento che determina la pubblicazione di un Supplemento al Prospetto si verificasse dopo la consegna dei nuovi titoli all'investitore; in particolare tale circostanza dovrà essere messa in risalto nelle pertinenti parti del Prospetto Informativo medesimo (ossia Nota di Sintesi, Fattori di rischio e Nota Informativa sugli strumenti finanziari) e nell'Avvertenza, ove esistente;
- il Supplemento al Prospetto Informativo: (i) evidenzi che la facoltà di revoca, *ex art. 95-bis, comma 2, del TUF* non sarà riconosciuta a coloro i quali hanno ricevuto i titoli prima dell'evento che ha determinato la pubblicazione del medesimo Supplemento al Prospetto, (ii) indichi la data del suddetto evento, e (iii) la prima giornata di liquidazione contabile alla quale è applicabile la facoltà di revoca.

3.11 Disallineamento con gli standard europei sulle *corporate action*

Come già indicato nel *Consultation Paper*, sono stati elaborati dall'industria del *post-trading* degli standard europei per la gestione delle *corporate action* con l'obiettivo di definire delle *best practice*.

Tali standard sono stati incorporati nell'ambito del progetto T2S, allo scopo di favorire ulteriormente il processo di armonizzazione europeo nel settore del *post-trading*. L'adesione agli standard non ha quindi forza di legge ma deriva da accordi contrattuali fra i depositari centrali e il gestore della piattaforma T2S.

Alcuni dei partecipanti alla consultazione (ABI, ASSOSIM) hanno proposto che l'adozione del modello *rolling*, poiché comporta un disallineamento con gli standard europei, sia preventivamente assoggettata al parere vincolante del T2S Advisory Group, un organismo di natura privatistica attivo nell'ambito del progetto T2S.

Altri (Petrella e Resti) hanno invece evidenziato che gli standard europei per la gestione delle *corporate action* potrebbero essere una delle cause della sottovalutazione, in Italia così come all'estero, del prezzo di mercato dei diritti d'opzione, e reputano quindi che non sia necessariamente un elemento negativo il disallineamento da tali standard.

Sul punto, è opportuno sottolineare che laddove si dovesse decidere per l'implementazione del modello *rolling*, essa avverrà in base all'esercizio dei poteri attribuiti alla Consob dall'art. 73, comma 4, del TUF e, quindi, in forza di legge.

Chiaramente, l'adozione di una norma non può essere assoggettato al parere vincolante di un organismo di natura privatistica, come il T2S Advisory Group.

Infine, non può non considerarsi che, con l'implementazione del modello *rolling* limitatamente agli aumenti iperdiluitivi, il numero di casi di effettivo scostamento dagli standard europei sarebbe comunque molto ridotto (circa 3 casi l'anno).

3.12 Altri interventi sul mercato degli strumenti finanziari derivati

Un partecipante alla consultazione (Bolognesi, Gallo e Tasca) ha proposto di adottare la c.d. soluzione c.d. *basket*. Tale soluzione prevede, per gli strumenti finanziari derivati (in particolare, per le opzioni), la consegna di un *basket* composto da azioni e diritti d'opzione, in luogo delle sole azioni.

La Consob aveva già esaminato e scartato tale soluzione, già suggerita dallo stesso partecipante nel corso della consultazione del 2010. Dalle analisi condotte dalla Consob e riassunte nell'allegato n. 2 al *Consultation paper* era infatti emerso che tale soluzione non eliminava completamente l'influsso delle anomalie di prezzo dei mercati *cash* sui mercati derivati e viceversa.

Ciò in quanto, al verificarsi delle anomalie rialziste, opzioni che prima erano *out-of-the-money* diventano in pochi giorni *in-the-money* e quindi il loro esercizio diviene conveniente. I venditori di tali opzioni, avendo effettuato una copertura basata sul delta dell'opzione, non possiedono tutti i titoli azionari sottostanti, con il risultato di essere obbligati ad acquistarli sul mercato, alimentando così le anomalie rialziste. Il fatto che una parte dei titoli sottostanti all'opzione sia costituita da diritti d'opzione dovrebbe permettere di limitare, ma non di annullare, il circolo vizioso testé descritto.

Al riguardo, si osserva che la soluzione *basket* è stata effettivamente adottata, in via eccezionale, dal gestore del mercato regolamentato olandese Euronext Amsterdam NV per mitigare gli effetti dell'aumento iperdiluitivo ($K = 0,08$) avviato dalla società Royal Imtech NV nell'ottobre 2014.

Nonostante l'applicazione della citata soluzione *basket*, il prezzo delle azioni Royal Imtech NV nel primo giorno del periodo d'offerta ha fatto segnare un incremento del +710%. Le anomalie di prezzo che si sono verificate sulle azioni olandesi hanno avuto quindi un'intensità maggiore di qualsiasi aumento iperdiluitivo italiano. Ciò può dipendere sia delle condizioni di estrema diluizione dell'operazione che possono aver generato anomalie sui mercati *cash*, sia dalla parziale inefficacia della soluzione *basket* nello "sterilizzare" l'effetto della presenza di strumenti finanziari derivati.

Tra l'altro, la soluzione *basket* attuata nel caso delle azioni Royal Imtech NV ha previsto una gestione operativa molto complessa, nonché l'inibizione della facoltà di esercizio anticipata dei contratti d'opzione per circa un settimana.

Sul mercato italiano, la soluzione *basket*, con opportune modifiche⁹, è stata adottata con riferimento all'indice FTSEMIB nel corso dell'aumento iperdiluitivo condotto da Banca MPS nel giugno 2014. Tale soluzione ha permesso di ridurre l'intensità delle anomalie di prezzo ma non di eliminarle.

⁹ Nel caso della rettifica all'indice FTSEMIB in occasione dell'aumento di Banca MPS del giugno 2014, il *basket* è stato costituito da azioni, diritti d'opzione e una somma di denaro. Tale modalità di rettifica è stata replicata anche per i successivi aumenti iperdiluitivi.

L'evidenza empirica, seppur limitata ad un solo caso, conferma quindi le valutazioni espresse dalla Consob nel documento di consultazione circa la scarsa efficacia della soluzione *basket*.

Diversamente, il gestore del mercato Eurex Exchange, in occasione dell'aumento iperdiluitivo avviato dalla svizzera OC Oerlikon Corporation AG nel maggio 2010 ($K = 0,13$), ha disposto la modifica delle condizioni contrattuali dei contratti d'opzione, sostituendo la consegna fisica con il pagamento di differenziali in contanti. Nel primo giorno del periodo d'offerta il prezzo del titolo ha fatto registrare un incremento del 27% circa. Anche tale soluzione appare quindi parzialmente efficace.

Infatti, i venditori di opzioni *call*, seppur non obbligati a consegnare le azioni sottostanti ai contratti derivati venduti, si trovano comunque esposti al rischio di un rialzo dei prezzi delle azioni a causa delle anomalie di prezzo che si verificano sul mercato *cash* e alla possibilità che azioni *out-of-the-money* diventino *in-the-money* e quindi esercitabili. Per finalità di copertura di tale rischio possono perciò trovare opportuno acquistare le azioni sul mercato, alimentando così le anomalie rialziste; se le opzioni vengono effettivamente esercitate, il venditore del contratto derivato potrà vendere le azioni detenute e consegnare al detentore dell'opzione il controvalore monetario ricavato.

Gli esempi Royal Imtech NV e OC Oerlikon Corporation AG sono comunque utili a dimostrare che gli aumenti iperdiluitivi sono avvenuti anche su mercati esteri, e che su tali mercati sono stati affrontati, da parte delle relative società di gestione del mercato, con interventi ad hoc che si sono discostati dalle regole ordinarie.

La sospensione della facoltà di esercizio anticipata dei contratti d'opzione, descritto precedentemente, rappresenta comunque una soluzione certamente più efficace rispetto sia all'adozione del *basket* sia alla sostituzione della consegna fisica con il pagamento di differenziali in contanti. Infatti, con l'inibizione dell'esercizio anticipato, i venditori di opzioni *call* non corrono il rischio di venire esercitati nel corso del periodo d'opzione e quindi non hanno necessità di acquistare azioni a copertura delle posizioni corte in derivati.

3.13 Riduzione del ciclo di regolamento dei diritti

Un partecipante (ASSONIME) ha suggerito di prevedere, per i diritti d'opzione, un ciclo di regolamento di un giorno (in luogo degli attuali due) per consentire in T+2 la sottoscrizione e la consegna delle azioni vendute in T e permettere la risoluzione delle anomalie di prezzo fin dal primo giorno del periodo d'opzione.

In astratto, la riduzione del ciclo di regolamento dei diritti, dagli attuali due giorni ad un giorno, permetterebbe di risolvere il problema dell'arbitraggio "imperfetto" evidenziato nel *Consultation Paper*. Tuttavia, tale soluzione, esaminata nell'ambito dei lavori svolti nel 2010, non è realizzabile.

Infatti, i diritti d'opzione vengono creati e accreditati al termine dell'ultima giornata di regolamento delle azioni *cum*, ossia T+1, come indicato nella Tabella n. 1 del presente documento.

Accorciando di un giorno il ciclo di regolamento dei diritti, le compravendite sui diritti concluse nella prima giornata di trattazione degli stessi (T) dovrebbe essere regolate non più nella giornata di regolamento di T+2, bensì nel corso della giornata di T+1, e quindi prima della loro creazione.

Appare evidente come non sia possibile regolare transazioni su strumenti finanziari che non sono stati ancora creati e immessi nel sistema di gestione accentrata. Perciò tale soluzione non è percorribile.

3.14 Compensazione automatica delle istruzioni di regolamento o dei *fail* da MTA e IDEM

Alcuni partecipanti alla consultazione (ABI, ASSOSIM) hanno proposto di prevedere, in via strutturale, la compensazione automatica fra le istruzioni di regolamento derivanti dall'MTA e quelle originate dall'IDEM sin dalla data di regolamento prevista, al fine di ridurre le mancate consegne in fase di regolamento (c.d. *fail*) in caso di esercizio di opzioni nonché il rischio di sanzioni per l'intermediario.

L'opportunità di tale intervento era già stata esaminata in passato; come indicato nel *Consultation Paper*, la sua implementazione non produrrebbe alcun effetto sulle anomalie di prezzo e, pertanto, la sua eventuale implementazione esula dai lavori sul modello *rolling*.

3.15 Partecipazione obbligatoria all'aumento di capitale

E' stato sostenuto da un partecipante alla consultazione (Bolognesi, Gallo e Tasca) che, in caso di implementazione del modello *rolling*, i soggetti che hanno assunto posizioni corte in derivati, coperte dal possesso di un corrispondente numero di azioni sottostanti, sarebbero costretti ad aderire all'aumento per rispettare i propri obblighi di consegna e ad impegnare risorse finanziarie aggiuntive per sottoscrivere i diritti d'opzione.

Tale affermazione non appare corretta, come dimostra l'esempio empirico sotto riportato e tratto dall'aumento iperdiluitivo avviato da Banca MPS nel giugno 2014, in quanto la rettifica operata dal gestore del mercato tramite l'applicazione del coefficiente K si basa su principi di equivalenza finanziaria.

In altri termini, in caso di implementazione del modello *rolling*, i soggetti che hanno assunto posizioni corte in derivati non sarebbero costretti, per rispettare i propri obblighi di consegna, ad impegnare nuove risorse finanziarie.

Esempio empirico

Un investitore vende un contratto d'opzione call sul titolo Banca MPS il 6 giugno 2014, ultimo giorno prima dell'avvio dell'aumento. L'opzione ha un lotto di 50 azioni. L'ultimo prezzo cum del titolo Banca MPS è pari ad € 24,64. Il venditore ha in portafoglio 50 azioni Banca MPS e quindi l'opzione è interamente coperta.

Il successivo 9 giugno 2014 ha avvio l'operazione di capitale iperdiluitiva, che vede l'assegnazione di un diritto per ogni azione posseduta. I termini dell'operazione vedono la sottoscrizione di 214 nuove azioni, al prezzo di sottoscrizione di € 1, ogni 5 diritti detenuti. Il coefficiente K dell'operazione è pari a 0,06248.

Alla fine dell'ultimo giorno cum, Borsa Italiana rettifica il prezzo del titolo sulla base del coefficiente K , moltiplicando l'ultimo prezzo cum per il coefficiente K . Il nuovo prezzo di riferimento ex è quindi pari a € 1,54 ($1,54 = 24,64 * 0,06248$).

Vengono inoltre ammessi a negoziazione i diritti d'opzione, al prezzo iniziale di € 23,1, pari alla differenza fra il prezzo cum e prezzo ex (ossia $23,1 = 24,64 - 1,54$).

Contestualmente, Borsa Italiana rettifica strike price e lotti degli strumenti finanziari derivati, negoziati sul mercato italiano regolamentato IDEM, aventi come sottostante le azioni Banca MPS. A seguito di tale rettifica, il lotto viene incrementato da 50 azioni a 800 azioni Banca MPS (ossia $800 = 50 / 0,06248$).

L'investitore si ritrova quindi, in luogo della posizione corta sull'opzione call perfettamente coperta con 50 azioni Banca MPS, nella seguente situazione:

- ha una posizione corta aperta su 800 azioni Banca MPS;
- detiene 50 azioni ex (del valore di € 1,54 ciascuna) e 50 diritti (del valore di € 23,1 ciascuno).

Per poter soddisfare i propri obblighi di consegna in caso di esercizio anticipato, si trova quindi nella necessità di acquisire 750 azioni (ossia le 800 azioni che compongono il nuovo lotto meno le 50 azioni che ha già in portafoglio).

L'investitore ha davanti a sé varie strade. Se ne illustrano due, seguendo le quali, supponendo una perfetta efficienza dei prezzi e l'assenza di costi di transazione, l'investitore si ritroverà perfettamente "coperto" senza la necessità di alcun esborso monetario.

La prima consiste nella vendita di una parte dei diritti e delle azioni rivenienti e, con il ricavato, nella sottoscrizione di un numero di azioni sufficiente a coprire la propria posizione in opzioni. In dettaglio, esercitando 20 diritti riceverà 856 nuove azioni (ossia $856 = 20/5 * 214$) a fronte del pagamento di € 856. Poiché il numero di azioni di cui ha bisogno è inferiore, ossia pari a 750 titoli, venderà quelle in eccesso (106 titoli) al prezzo di € 1,54, ottenendo così € 163. L'investitore venderà anche i rimanenti 30 diritti d'opzione al prezzo di € 23,1, per un ricavato di € 693. La somma dei ricavi dalla vendita di azioni e diritti è pari a € 856 ($856 = 163 + 693$), ed è quindi uguale all'esborso al quale l'investitore deve far fronte per la sottoscrizione dei nuovi titoli.

In alternativa, l'investitore può vendere tutti i diritti e, con il ricavato, acquistare sul mercato le azioni mancanti. In tal caso, vendendo i 50 diritti al prezzo di € 23,1 riceverà € 1.155. Acquistare le 750 azioni mancanti al prezzo di € 1,54 costerà la stessa somma, ossia € 1.155.

3.16 Illiceità degli aumenti iperdiluitivi

Due contributi alla consultazione (Spolidoro, Radaelli) si focalizzano su una questione di diritto commerciale che non riguarda il modello *rolling*, bensì interessa la liceità stessa degli aumenti di capitale "iperdiluitivi". In particolare, viene contestata, sulla scorta di una particolare interpretazione dell'art. 2346 c.c. e della normativa comunitaria in materia (da ultimo l'art. 8 della Direttiva UE 2012/30), l'ammissibilità della fissazione di un prezzo di sottoscrizione delle azioni di nuova emissione "inferiore alla parità contabile", per le società per le quali non sussista una "indicazione [statutaria] del valore nominale delle azioni".

L'interpretazione sostenuta nei due contributi rappresenta una posizione minoritaria all'interno del dibattito dottrinale sul punto, che risulta, invece, orientato a favore della tesi secondo la quale la c.d. "parità contabile" vada intesa con riferimento a ciascuna singola emissione, senza raffronti con le azioni già in circolazione. Va, d'altro canto, preso atto del fatto che gli operatori di settore (tra cui il Consiglio Notarile di Milano *in primis* e Borsa Italiana), allo stato, non dubitano della legittimità di tali emissioni.

Ciò stante, poiché la questione sopra illustrata è estranea all'oggetto della consultazione avviata dalla Consob, che mira esclusivamente a regolamentare le modalità operative relative agli aumenti di capitale (con diritto di opzione) delle società quotate, non si ritiene di assumere una posizione in ordine alle differenti interpretazioni proposte dalla dottrina.

4. Prossimi passi

Alla luce dell'esperienza maturata dal 2009 ad oggi, è emerso come gli aumenti iperdiluitivi siano una presenza costante, seppur non particolarmente frequente, del mercato italiano. Le anomalie di prezzo che li caratterizzano richiedono quindi l'adozione di una soluzione efficace e strutturale. Tale soluzione deve essere, tuttavia, sufficientemente flessibile, in modo da non gravare il sistema di elevati costi o rischi per la gestione di fenomeni dagli effetti rilevanti ma dalla ridotta numerosità.

Le numerose consultazioni condotte dalla Consob sul tema hanno permesso di evidenziare che il modello *rolling* è l'unica soluzione che garantisce la risoluzione delle anomalie di prezzo. D'altro canto, il modello *rolling* è contraddistinto da profili di profonda innovazione rispetto alla prassi attuale, i quali comportano la gestione di numerose specificità.

Per tali motivi, si ritiene necessario procedere all'implementazione del modello *rolling*.

Al fine di contenere gli oneri in capo all'industria e favorire un approccio graduale e proporzionale al nuovo modello, si ritiene preferibile limitare l'applicazione del modello *rolling* ad un numero ristretto di aumenti di capitale, ossia alle operazioni caratterizzate da un rilevante livello di diluizione (coefficiente K "convenzionale" pari o inferiore al valore di 0,3), e, per tale ragione, maggiormente soggette al rischio di generare significative anomalie di prezzo.

Alla luce di quanto sopra, la Consob ha chiesto a Borsa Italiana, ai sensi dell'art. 73, comma 4, del TUF, di apportare le opportune modifiche al proprio Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti e alle relative Istruzioni al fine di prevedere che:

1. le condizioni definitive di tutti gli aumenti di capitale con diritto d'opzione, a prescindere dal grado di diluizione, siano pubblicate dalle società emittenti con un anticipo di almeno due giorni di mercato aperto rispetto alla data di avvio dell'operazione, in conformità con gli standard europei sulle *corporate action*;
2. Borsa Italiana, non appena note le condizioni definitive dell'aumento, verifichi se l'operazione presenta caratteristiche di iperdiluizione, ossia se il coefficiente K "convenzionale" sia pari o inferiore alla soglia di 0,3; nei rari casi in cui le condizioni definitive siano rese note con un anticipo maggiore di una settimana rispetto all'avvio dell'operazione, la verifica andrà effettuata all'inizio della settimana precedente all'avvio dell'operazione;

3. in caso il coefficiente K “convenzionale” sia pari o inferiore alla soglia di 0,3, Borsa Italiana disponga che l’aumento di capitale venga gestito attraverso il modello *rolling* in luogo del modello ordinario, informandone tempestivamente il mercato. In assenza di comunicazione da parte di Borsa Italiana, l’operazione seguirà il modello ordinario.

Le citate modifiche al Regolamento di Borsa Italiana entreranno in vigore una volta che le necessarie procedure operative saranno state implementate.

La Consob monitorerà l’andamento dei lavori di implementazione del modello *rolling*, nel cui ambito saranno definiti gli aspetti tecnici di dettaglio.

L’entrata in vigore del modello *rolling* sarà preceduta da una Comunicazione generale con la quale la Consob informerà dell’avvio effettivo del nuovo modello e raccomanderà agli intermediari di prevedere la consegna dei nuovi titoli all’investitore nell’ultima finestra disponibile, salvo espressa richiesta dell’investitore di usufruire della consegna anticipata delle nuove azioni prevista dal modello *rolling*; in tal caso, l’intermediario dovrà avvertire l’investitore delle conseguenze in tema di perdita della facoltà di revoca che la consegna anticipata può comportare.

Inoltre, il mercato sarà avvertito, tramite specifiche Comunicazioni che la Consob pubblicherà in prossimità di ciascun aumento iperdiluitivo, delle conseguenze in tema di perdita della facoltà di revoca derivanti dall’esercizio dei diritti d’opzione in una delle finestre intermedie previste dal modello *rolling*.

Con riguardo al Prospetto Informativo, si ritiene opportuno prevedere che questo riporti chiaramente la circostanza che la facoltà di revoca, *ex art. 95-bis*, comma 2, del TUF non sarà riconosciuta qualora l’evento che determina la pubblicazione di un Supplemento al Prospetto si verificasse dopo la consegna dei nuovi titoli all’investitore; in particolare tale circostanza dovrà essere messa in risalto nelle pertinenti parti del Prospetto Informativo medesimo (ossia Nota di Sintesi, Fattori di rischio e Nota Informativa sugli strumenti finanziari) e nell’Avvertenza, ove esistente.

Con riguardo al Supplemento al Prospetto, si ritiene opportuno prevedere che questo: (i) evidenzi che la facoltà di revoca, *ex art. 95-bis*, comma 2, del TUF non sarà riconosciuta a coloro i quali hanno ricevuto i titoli prima dell’evento che ha determinato la pubblicazione del medesimo Supplemento al Prospetto, (ii) indichi la data del suddetto evento, e (iii) la prima giornata di liquidazione contabile alla quale è applicabile la facoltà di revoca.

Ipotizzando che in futuro le operazioni iperdilutive si presentino con la medesima frequenza degli ultimi anni, l’approccio testé descritto dovrebbe portare ad applicare il modello *rolling* a circa tre operazioni all’anno. Successivamente, dopo alcuni anni dall’implementazione del modello, si potrà valutare la sua estensione ad un novero più ampio di aumenti di capitale in opzione.

Nella tabella A1 contenuta in appendice sono riassunte le principali attività previste per la gestione degli aumenti di capitale in opzione tramite il modello *rolling*, con le relative tempistiche.

Appendice

Tabella A1 – Tempistica tipica delle principali attività del modello *rolling*

Attività	Tempistica
Consob approva il prospetto informativo dell'aumento in opzione	In genere martedì o mercoledì precedente l'avvio dell'aumento (T-6/T-5)
L'emittente annuncia le condizioni definitive dell'operazione per tutti gli aumenti in opzione	Entro la fine del mercoledì precedente l'avvio dell'aumento (T-5)
Borsa Italiana stima se l'operazione sarà iperdilutiva sulla base del coefficiente K "convenzionale". Se l'aumento risulta iperdilutivo (K "convenzionale" pari o inferiore a 0,3), Borsa Italiana annuncia che l'operazione sarà gestita tramite il modello <i>rolling</i>	Entro la mattina del giorno successivo alla diffusione delle condizioni definitive (T-4)
Consob pubblica apposita Comunicazione in cui avverte il mercato dell'avvio dell'operazione e delle conseguenze in tema di perdita della facoltà di revoca	Venerdì precedente l'avvio dell'aumento (T-3)
Borsa Italiana calcola il coefficiente K definitivo e rettifica conseguentemente il prezzo del titolo; vengono definiti i prezzi dei diritti d'opzione e delle azioni ex diritto	Venerdì sera precedente l'avvio dell'aumento (T-3)
Avvio dell'aumento	Lunedì (T)
Prima finestra in cui le nuove azioni sono disponibili	Giovedì (T+3)
Ulteriori finestre di consegna delle nuove azioni	In ciascun giorno di mercato aperto successivo del periodo d'offerta (T+4, T+7, ecc)
Conclusione dell'aumento	Dopo tre settimane (T+18)
L'emittente annuncia i risultati dell'aumento	Senza indugio
I detentori di posizioni nette corte comunicano alla Consob le loro posizioni, aggiornate sulla base dei risultati dell'aumento	Entro le ore 15.30 del giorno di mercato aperto successivo all'annuncio, da parte dell'emittente, dei risultati dell'aumento
Deposito presso il registro delle imprese, da parte dell'emittente, della nuova composizione del capitale sociale	Entro trenta giorni dalla prima finestra di consegna delle nuove azioni (T+33)
Comunicazione dell'emittente sull'avvenuto deposito presso il registro delle imprese	Entro un giorno dal deposito presso il registro delle imprese
I detentori di posizioni rilevanti comunicano alla Consob le loro posizioni, aggiornate sulla base della nuova composizione del capitale sociale	Entro cinque giorni dalla comunicazione dell'emittente circa l'avvenuto deposito presso il registro delle imprese
Offerta dell'inoptato	Entro un mese dalla conclusione dell'offerta principale (entro T+48)

Legenda: Ipotesi di avvio dell'aumento il lunedì "T" con durata di tre settimane e termine venerdì T+18. Giorni di calendario.

Tabella A2 - Sintesi dei contributi pervenuti

Di seguito sono sintetizzate le osservazioni ricevute ad esito della consultazione, distinte per argomento e partecipante alla consultazione.

1. Osservazioni generali sul documento di consultazione

Soggetto	Risposta n. 1
ABI	Rinnova la propria contrarietà all'adozione del modello <i>rolling</i> , già espressa in occasione delle precedenti consultazioni sul tema, motivandola con la complessità e l'onerosità del citato modello a fronte di un ridotto numero di aumenti di capitale che beneficerebbero di tale soluzione. Evidenzia, <i>inter alia</i> , che l'eventuale implementazione del modello <i>rolling</i> comporterebbe il disallineamento del mercato italiano con gli standard europei per le <i>corporate action</i> , che sono parte integrante delle regole adottate dalla Banca Centrale Europea per il funzionamento del sistema di regolamento T2S. L'ABI ritiene quindi che ogni decisione circa l'adozione del modello <i>rolling</i> non possa prescindere da un preventivo esame della Banca d'Italia, in qualità di coordinatrice della migrazione del mercato italiano al sistema T2S, e degli organismi che, in ambito europeo, sono attivi sugli standard sulle <i>corporate action</i> . Un altro punto di criticità evidenziato dall'ABI risiede nel fatto che il modello <i>rolling</i> permetterebbe l'attività di arbitraggio con alcune imperfezioni, descritte nel <i>Consultation Paper</i> . Ciò pregiudicherebbe l'efficacia della soluzione.
ASSOGESTIONI	Auspica l'implementazione di una soluzione strutturale al problema degli aumenti iperdiluitivi.
ASSONIME	Esprime preferenza per l'introduzione di un numero limitato di finestre di consegna addizionali. Il modello <i>rolling</i> porta a criticità negli adempimenti, anche codicistici, relativi alle variazioni del capitale sociale e statuto, nell'esercizio di diritti patrimoniali o amministrativi in pendenza dell'aumento e nella disciplina delle partecipazioni rilevanti. Al fine di evitare dubbi interpretativi, la Consob dovrebbe chiarire la gestione di tali aspetti nel modello <i>rolling</i> .
ASSOSIM	Propone di prevedere, quale regola generale, la compensazione automatica fra le istruzioni di regolamento derivanti dall'MTA e quelle originate dall>IDEM sin dalla data di regolamento prevista al fine di ridurre le mancate consegne in fase di regolamento (c.d. <i>fail</i>) in caso di esercizio di opzioni nonché il rischio di sanzioni per l'intermediario. Evidenzia le seguenti criticità del modello <i>rolling</i> : 1) disallineamento con gli standard europei sulle <i>corporate action</i> ; 2) elevati costi di implementazione, incrementati dalla riduzione del ciclo di regolamento a due giorni avvenuta il 6 ottobre 2014; 3) rischi di contenzioso con la clientela per comunicazioni tardive. Alla luce di tali criticità, l'adozione del modello <i>rolling</i> dovrebbe essere subordinata alle seguenti condizioni: a) validazione positiva del citato modello da parte degli organismi attivi nel progetto T2S; b) implementazione del modello dopo almeno 5 mesi dalla migrazione a T2S e dopo almeno 12 mesi dalla decisione formale da parte della Consob; c) anticipazione dei tempi dell'informativa al pubblico sulle caratteristiche dell'aumento da parte degli emittenti.
Borsa Italiana	Condivide l'impostazione generale del <i>Consultation Paper</i> . Auspica che la soluzione finale contempererà le esigenze di integrità dei mercati con le necessità

	operative dei partecipanti al mercato, contenendo i costi per il sistema e mantenendo, ove possibile, una standardizzazione delle prassi di mercato.
Stoxx	Nessuna osservazione.
Bolognesi, Gallo e Tasca	Ritengono preferibile la c.d. soluzione <i>basket</i> rispetto al modello <i>rolling</i> . Tale soluzione prevede, per gli strumenti finanziari derivati (in particolare, per le opzioni), la consegna di un <i>basket</i> composto da azioni e diritti d'opzione, in luogo delle sole azioni. Evidenziano, <i>inter alia</i> , che la soluzione <i>basket</i> è stata già utilizzata da alcuni mercati esteri (Eurex Exchange e Euronext) per mitigare gli effetti distorsivi di due aumenti di capitale iperdiluitivi, ed è stata adottata anche nel mercato italiano in occasione dell'aumento di capitale Banca MPS (con riferimento all'indice FTSEMIB e ad alcuni strumenti derivati cartolarizzati). Inoltre, in caso di implementazione del modello <i>rolling</i> , i soggetti che hanno assunto posizioni corte in derivati sarebbero costretti ad aderire all'aumento per rispettare i propri obblighi di consegna, con un impegno aggiuntivo e ingiustificato di risorse finanziarie. Allegano un articolo accademico nel quale propongono l'imposizione di un limite massimo al grado di diluizione dell'aumento e l'adozione della soluzione <i>basket</i> .
Petrella e Resti	Condivide l'impostazione generale del <i>Consultation Paper</i> in quanto il modello <i>rolling</i> risolve le anomalie di prezzo utilizzando un meccanismo di mercato, più efficiente e trasparente rispetto a meccanismi di natura coercitiva.
Spolidoro	Evidenzia dubbi sulle liceità delle operazioni fortemente dilutive in quanto tali operazioni potrebbero configurare una violazione della disciplina del prezzo minimo di emissione delle nuove azioni ed allega un contributo accademico sull'argomento.
Bava	Nessuna osservazione.
Radaelli	Evidenzia la presenza di asimmetrie informative ed operative fra investitori professionali ed investitori <i>retail</i> che possono rendere difficoltoso, per questi ultimi, l'utilizzo delle opportunità di <i>trading</i> offerte dal modello <i>rolling</i> . Per tale motivo, il modello <i>rolling</i> non dovrebbe essere adottato in quanto avvantaggia gli investitori istituzionali rispetto a quelli <i>retail</i> . Evidenzia inoltre dubbi sulle liceità delle operazioni fortemente dilutive in quanto tali operazioni potrebbero configurare una violazione della disciplina del prezzo minimo di emissione delle nuove azioni e chiede alla Consob di verificarne la liceità, anche tramite la pubblicazione di un documento di consultazione sul tema.
Risposta confidenziale	Ritiene opportuno adottare il modello <i>rolling</i> il prima possibile.

Quesito n. 2: Si ritiene preferibile adottare il modello rolling per tutti gli aumenti di capitale con diritto d'opzione o solo limitatamente a quelli fortemente diluitivi?

Soggetto	Risposta n. 2
ABI	Non esprime una preferenza in merito. La natura diluitiva di un aumento di capitale è infatti nota solo una volta che l'emittente ha comunicato le condizioni definitive, evento che può avvenire anche il giorno di mercato aperto precedente l'avvio dell'operazione. Ciò comporta il fatto che, se dovessero coesistere due procedure distinte (ordinaria vs <i>rolling</i>), vi sarebbe un aumento dei rischi operativi per gli intermediari, che dovrebbero seguire l'una o l'altra procedura con un preavviso brevissimo (anche di un solo giorno). L'ABI avanza inoltre il dubbio che la coesistenza di due modalità di gestione diverse non sia corretta nei confronti degli investitori, che non sapranno come sarà gestita l'operazione se non a ridosso dell'avvio della stessa. D'altro canto,

	laddove si estendesse il modello <i>rolling</i> a tutti gli aumenti di capitale, ciò porterebbe ad un incremento dei costi degli intermediari, che dovrebbero replicare – per tutti gli aumenti di capitale - in ciascuna giornata del periodo d’offerta le operazioni che attualmente sono svolte solo alla fine dell’aumento.
ASSOGESTIONI	Ritiene preferibile adottare il modello <i>rolling</i> per tutti gli aumenti di capitale. Ciò al fine di evitare costi e rischi operativi derivanti dalla coesistenza di due distinte procedure.
ASSONIME	Ritiene preferibile adottare il modello <i>rolling</i> solo per gli aumenti di capitale fortemente diluitivi. Ciò in quanto il modello <i>rolling</i> è anomalo rispetto al modello tradizionale e agli standard europei.
ASSOSIM	Ritiene preferibile adottare il modello <i>rolling</i> solo per gli aumenti di capitale fortemente diluitivi.
Borsa Italiana	Non ravvede criticità operative nell’estensione del modello <i>rolling</i> a tutti gli aumenti di capitale. Va tuttavia tenuto conto dei costi per il sistema, anche alla luce dell’attuale contingenza economica e dell’esigenza di prevedere meccanismi che agevolino, anziché irrigidire, il reperimento di capitale di rischio senza introdurre svantaggi competitivi. Inoltre, si evidenzia che il modello <i>rolling</i> impatta sulla facoltà di revoca ex art. 95-bis del TUF ¹⁰ . In particolare, l’investitore che avesse già aderito all’aumento e ricevuto i nuovi titoli rivenienti non potrebbe revocare la propria adesione qualora vi fosse la pubblicazione di un supplemento al prospetto.
Stoxx	Considera che il modello <i>rolling</i> aggiunge notevole complessità nella gestione degli indici. Ribilanciare l’indice giornalmente tenendo conto dell’emissione <i>rolling</i> dei titoli richiederebbe un numero eccessivo di aggiornamenti dell’indice stesso. Pertanto, i gestori di indici potrebbero mantenere le loro attuali procedure di gestione dei casi di aumenti di capitale. Propone di prevedere almeno 3 giorni di preavviso da parte degli emittenti sui termini delle operazioni fortemente dilutive.
Bolognesi, Gallo e Tasca	Ritengono che si dovrebbe adottare la soluzione <i>basket</i> (cfr. risposta precedente) per tutti gli aumenti di capitale.
Petrella e Resti	Ritengono preferibile adottare il modello <i>rolling</i> per tutti gli aumenti di capitale. Ciò per tre motivazioni: 1) la definizione di aumenti iperdiluitivi potrebbe essere arbitraria e portare a trattare in maniera diversa operazioni simili; 2) la coesistenza di due procedure distinte incrementa la complessità del <i>back office</i> degli intermediari; 3) il modello <i>rolling</i> migliora l’efficienza del mercato dei diritti d’opzione.
Spolidoro	Non risponde.
Bava	Ritiene che si dovrebbe adottare il modello <i>rolling</i> per tutti gli aumenti di capitale.
Radaelli	Da un punto di vista teorico, il modello <i>rolling</i> dovrebbe essere applicato a tutti gli aumenti di capitale per i benefici evidenziati nel <i>Consultation Paper</i> . Da un punto di vista pratico, il citato modello introdurrebbe ulteriori distorsioni fra investitori <i>retail</i> e investitori professionali.
Risposta confidenziale	Ritiene che si dovrebbe adottare il modello <i>rolling</i> per tutti gli aumenti di capitale. Negli aumenti non iperdiluitivi non vi sarebbe la necessità di esercitare anticipatamente i diritti e quindi il carico di lavoro per gli intermediari non dovrebbe essere particolarmente gravoso.

¹⁰ D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58.

Quesito n. 3: Nel secondo caso (n.d.r. applicazione del modello rolling ai soli aumenti iperdiluitivi), come andrebbero definiti gli aumenti fortemente diluitivi?

Soggetto	Risposta n. 3
ABI	Coefficiente K inferiore a 0,2 e contestuale presenza di strumenti derivati quotati.
ASSOGESTIONI	Non risponde.
ASSONIME	Coefficiente K inferiore a 0,5.
ASSOSIM	Coefficiente K inferiore a 0,25 e contestuale presenza di strumenti derivati quotati.
Borsa Italiana	Non risponde.
Stoxx	Presenta il modello adottato per la gestione dei propri indici. Tale modello distingue 3 tipologie di rettifiche in base al grado di diluizione dell'aumento di capitale (<i>standard, highly dilutive, extremely dilutive</i>). Il grado di diluizione è basato sul rapporto fra nuove azioni ed azioni esistenti. Per gli aumenti <i>standard</i> la rettifica consiste nell'inserimento delle nuove azioni nell'indice fin dall'avvio dell'aumento. Per gli aumenti <i>highly dilutive</i> (rapporto nuove/vecchie azioni compreso fra 200% e 2000%) la rettifica consiste nell'inserimento dei diritti d'opzione nell'indice. Per gli aumenti <i>extremely dilutive</i> (rapporto nuove/vecchie azioni uguale o maggiore di 2000%), la rettifica consiste nell'esclusione delle azioni dall'indice se l'emittente annuncia le condizioni dell'aumento con sufficiente anticipo (circa 3 giorni), altrimenti viene effettuata la rettifica prevista nel caso degli aumenti <i>highly dilutive</i> .
Bolognesi, Gallo e Tasca	Coefficiente K inferiore a 0,5.
Petrella e Resti	La definizione dovrebbe essere formulata in termini quantitativi.
Spolidoro	Non risponde.
Bava	Non risponde.
Radaelli	Esecuzione dell'operazione di aumento di capitale al di sotto del valore nominale/valore contabile delle azioni.
Risposta confidenziale	Evidenzia la difficoltà di individuare dei criteri, in termini di coefficiente K o rapporto fra nuove azioni e azioni esistenti.

Quesito n. 4: 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?

Soggetto	Risposta n. 4
ABI	Considera che il principale vantaggio del modello <i>rolling</i> , ossia il permettere l'attività di arbitraggio, è in parte inficiato dal fatto che tale attività di arbitraggio è "imperfetta", in quanto, come descritto nel <i>Consultation Paper</i> (cfr. pag. 12), vi è un giorno di distanza fra l'acquisto dei diritti e la vendita delle azioni e ciò aumenta il rischio in capo all'arbitraggista che potrebbe decidere di non operare. D'altro canto, la procedura ad hoc che permette di risolvere tale problematica richiede che gli esercizi dei diritti vengano trasmessi dagli intermediari a Monte Titoli entro le ore 13.30 del giorno di regolamento delle vendite delle azioni. L'ABI osserva che tale stringente <i>cut-off</i> delle ore 13.30 aumenta ulteriormente la complessità operativa e gli oneri in capo agli intermediari e a cascata si traduce in più stringenti <i>cut-off</i> posti dagli intermediari ai loro clienti; tali <i>cut-off</i> potrebbero essere particolarmente penalizzanti per determinate categorie di clienti dando luogo a possibili disparità di trattamento fra investitori. Un altro svantaggio del modello <i>rolling</i> consiste nella limitazione del diritto di revoca, di cui all'art. 95-bis, comma 2, del TUF, in caso di pubblicazione di un supplemento al prospetto.

ASSOGESTIONI	Condivide l'analisi del <i>Consultation Paper</i> . La riduzione della volatilità del titolo, dovuta al modello <i>rolling</i> , avrebbe conseguenze positive anche su eventuali indici, di cui il titolo sia parte, adottati dal fondo come <i>benchmark</i> .
ASSONIME	Non ravvede altri vantaggi oltre all'eliminazione delle anomalie di prezzo.
ASSOSIM	Non ravvede altri vantaggi o svantaggi ma stima un incremento dei costi in ragione del passaggio al ciclo di regolamento a due giorni avvenuto il 6 ottobre 2014.
Borsa Italiana	Cfr. risposta n. 1 in tema di limitazione del diritto di revoca.
Stoxx	Non risponde.
Bolognesi, Gallo e Tasca	Cfr. risposta n. 1 (obbligo per i venditori di opzioni di aderire all'aumento).
Petrella e Resti	Non ritengono che il disallineamento con gli <i>standard</i> europei per la gestione delle <i>corporate action</i> causato dal modello <i>rolling</i> sia necessariamente un aspetto negativo. Infatti tali <i>standard</i> (che prevedono, <i>inter alia</i> , la consegna delle nuove azioni solo al termine del periodo d'offerta) possono essere una delle cause della sottovalutazione, in Italia così come all'estero, del prezzo di mercato dei diritti di opzione. Il modello <i>rolling</i> , contribuendo a migliorare l'efficienza del mercato dei diritti d'opzione, potrebbe fare dell'Italia un esempio per gli altri Paesi.
Spolidoro	Non risponde.
Bava	Ritiene che fra i vantaggi aggiuntivi del modello <i>rolling</i> vi sia una maggiore trasparenza.
Radaelli	Non risponde.
Risposta confidenziale	Considera che i costi a livello di <i>middle</i> e <i>back office</i> sono rilevanti, e riguardano sia lo sviluppo di nuovi sistemi che gli interventi ad hoc necessari. Vi sono inoltre <i>cut-off</i> stringenti, necessità di effettuare riconciliazioni e il rischio di subire <i>fail</i> sui diritti.

Quesito n. 5 – 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?

Soggetto	Risposta n. 5
ABI	Suggerisce di prevedere la compensazione automatica e strutturale delle istruzioni di regolamento derivanti da MTA e IDEM o fra i rispettivi <i>fail</i> .
ASSOGESTIONI	Considera che il modello <i>rolling</i> potrebbe ridurre le anomalie di prezzo ma è difficile fornire una valutazione certa.
ASSONIME	Suggerisce di prevedere, per i diritti d'opzione, un ciclo di regolamento di un giorno (in luogo degli attuali due) per consentire in T+2 la sottoscrizione e la consegna delle azioni già vendute in T ed evitare il <i>fail</i> in T+3.
ASSOSIM	Considera che la procedura ad hoc ipotizzata nel <i>Consultation Paper</i> per il primo giorno del periodo d'opzione dovrebbe essere estesa a tutto il periodo d'offerta. Inoltre, il rischio di <i>fail</i> sugli acquisti di diritti può disincentivare l'adozione di strategie di arbitraggio.
Borsa Italiana	Non risponde.
Stoxx	Non risponde.
Bolognesi, Gallo e Tasca	Cfr. risposta n. 1 (soluzione <i>basket</i>).
Petrella e Resti	Suggeriscono di prevedere la diffusione di informazioni circa l'effettivo numero di diritti di opzione esercitati, così da fornire ai partecipanti al mercato

	un quadro aggiornato delle azioni in circolazione.
Spolidoro	Non risponde.
Bava	Ritiene che l'attività di arbitraggio non sia sufficiente ma faciliti la risoluzione delle anomalie di prezzo. Propone di fornire trasparenza su acquirenti e venditori di titoli.
Radaelli	Non risponde.
Risposta confidenziale	Propone di obbligare gli emittenti ad annunciare i dettagli delle operazioni con almeno 4 giorni di anticipo rispetto all'avvio dell'aumento. Questo permetterebbe ai gestori degli indici di escludere dagli indici le società oggetto di aumenti fortemente diluitivi.

Quesito n. 6 – 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?

Soggetto	Risposta n. 6
ABI	Considera che il rischio di contenzioso non è trascurabile. Potrebbe essere mitigato tramite l'incremento dei giorni a disposizione per informare il cliente e l'utilizzo di mezzi di comunicazione innovativi (email, sms, home banking) in luogo della posta ordinaria. Sul primo punto, si potrebbe prevedere, <i>inter alia</i> , il rilascio del nulla osta Consob al prospetto il lunedì precedente all'avvio dell'aumento, sebbene ciò potrebbe assoggettare il titolo ad una maggior speculazione nella settimana pre-aumento. Sul secondo punto, sarebbero necessarie modifiche contrattuali e organizzative, visto che solo il 40% circa della clientela <i>retail</i> utilizza strumenti di comunicazione innovativi.
ASSOGESTIONI	Non risponde.
ASSONIME	Ritiene che la clientela che non utilizza strumenti di comunicazione innovativi non avrebbe accesso alle prime finestre di consegna aggiuntive. Ciò potrebbe ridurre l'efficacia del modello <i>rolling</i> . Per assicurare trasparenza agli azionisti sugli aumenti iperdiluitivi e ridurre il rischio di comunicazioni tardive, gli emittenti potrebbero fornire informazioni sull'avvio di un aumento fortemente diluitivo (soggetto al modello <i>rolling</i>) nell'avviso sull'offerta in opzione ex art. 2441(2) c.c., prevedendo il posticipo di qualche giorno dell'avvio del periodo d'offerta.
ASSOSIM	Considera che, per ridurre il rischio di contenzioso, andrebbero anticipati i tempi dell'informativa al pubblico. Chiede quindi che la Consob anticipi di due giorni, rispetto alla prassi attuale, la tempistica di rilascio del nulla osta al prospetto informativo. La Consob dovrebbe inoltre calcolare e pubblicare un coefficiente K "presuntivo" che sarà utilizzato per qualificare l'operazione come diluitiva.
Borsa Italiana	Non risponde.
Stoxx	Non risponde.
Bolognesi, Gallo e Tasca	Non risponde.
Petrella e Resti	Non risponde.
Spolidoro	Non risponde.
Bava	Ritiene non eliminabile il rischio di contenzioso.
Radaelli	Ritiene molto rilevante il rischio di contenzioso.
Risposta confidenziale	Ritiene poco rilevante il rischio di contenzioso, in quanto la clientela beneficerebbe di una maggior flessibilità.

Quesito n. 7 – Quale tempistica di implementazione si ritiene fattibile per il modello rolling?

Soggetto	Risposta n. 7
ABI	Stima 6-18 mesi. Considera che le analisi interne agli intermediari propedeutiche all'implementazione del modello <i>rolling</i> potrebbero iniziare una volta terminata la migrazione a T2S e dopo un periodo di <i>fine tuning</i> del nuovo sistema di regolamento. Andrebbero inoltre considerati gli impatti del ciclo di regolamento a T+2 introdotto il 6 ottobre 2014.
ASSOGESTIONI	Non risponde.
ASSONIME	Ritiene congrua la tempistica indicata nel <i>Consultation Paper</i> (seconda metà del 2015). L'adozione del modello <i>rolling</i> non comporta l'implementazione di nuove procedure da parte degli emittenti, sebbene la verifica quotidiana delle sottoscrizioni comporterà un maggior carico di lavoro per i soggetti preposti. Sarà inoltre necessario che gli emittenti ricevano da intermediari e Monte Titoli segnalazioni (c.d. FIS) strutturate in modo tale da consentire la rilevazione delle sottoscrizioni distinte per giornata.
ASSOSIM	Ritiene che l'implementazione del modello <i>rolling</i> dovrebbe avvenire dopo la validazione positiva dei competenti organismi di T2S, e comunque trascorsi almeno 5 mesi dalla migrazione del mercato italiano a T2S e almeno 12 mesi dall'adozione formale da parte della Consob del modello <i>rolling</i> .
Borsa Italiana	Ritiene opportuno attendere la fine della migrazione a T2S. Entro la fine del 2015 potranno essere avviate le attività di analisi dei requisiti del modello <i>rolling</i> e formulata una tempistica concreta di implementazione.
Stoxx	Non risponde.
Bolognesi, Gallo e Tasca	Non risponde.
Petrella e Resti	Non risponde.
Spolidoro	Non risponde.
Bava	Stima 1 anno.
Radaelli	Non risponde.
Risposta confidenziale	Ritiene opportuno adottare il modello il prima possibile.