

Brevi note in risposta al documento di consultazione Consob

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

del 7 agosto 2014

*Giovanni Petrella, università Cattolica del Sacro Cuore - Milano*

*Andrea Resti, università commerciale Luigi Bocconi - Milano*

**Premessa**

Come è noto, un aumento di capitale è detto "fortemente diluitivo" o "iper-diluitivo" allorché il valore di nuovi mezzi patrimoniali raccolti eccede in misura consistente la capitalizzazione di mercato ante-aumento.

Negli aumenti di capitale fortemente diluitivi, all'inizio del periodo d'offerta, si assiste talvolta a una forte sopravvalutazione del prezzo di mercato "ex" dei titoli azionari rispetto al loro valore teorico, cui fa riscontro una sottovalutazione dei diritti d'opzione.

Il problema ha assunto, anche nel recente passato, dimensioni rilevanti, tali da determinare effetti pregiudizievoli per la reputazione del mercato azionario e per la fiducia dei risparmiatori.

Appare dunque estremamente positivo che la Consob, nell'alveo di un continuo processo di dialogo con gli studiosi e gli operatori (che già aveva condotto, nel 2010, a un precedente documento di consultazione), sottoponga al vaglio di tutti gli stakeholders una possibile soluzione, definita l'unica potenzialmente in grado di risolvere completamente le anomalie di prezzo legate agli aumenti di capitale iper-diluitivi, e su questa soluzione solleciti osservazioni e commenti.

Gli scriventi accolgono con gratitudine questa opportunità di interloquire con l'Autorità di vigilanza e formulano le seguenti, brevi osservazioni.

**La soluzione prospettata**

La soluzione prospettata nel documento di consultazione dell'agosto 2014 (c.d. "soluzione rolling") mira al superamento dell'attuale tempistica delle operazioni di aumento di capitale, che prevedono la consegna delle nuove azioni (a beneficio dei titolari dei diritti d'opzione) solo al termine del periodo d'offerta. Al contrario, la soluzione rolling consisterebbe nel mettere a disposizione le nuove azioni rivenienti dall'esercizio

dei diritti *in ciascuna giornata del periodo d'offerta*, anziché solo alla fine dello stesso.

A fronte di una maggiore complessità delle procedure di emissione dei nuovi titoli, un simile meccanismo consentirebbe alle forze di mercato di esplicitare la propria azione in maniera tempestiva, attraverso arbitraggi in grado di mantenere in equilibrio il prezzo relativo di azioni e diritti.

Rispetto ad alcune possibili misure alternative (quali il divieto di esercizio delle opzioni call scritte sul titolo oggetto di aumento di capitale fino alla fine del periodo di offerta, o la chiusura coattiva delle posizioni in strumenti derivati), la soluzione "rolling" possiede, a nostro avviso, il consistente vantaggio di utilizzare un meccanismo di mercato, foriero di maggiore efficienza e trasparenza, piuttosto che provvedimenti di natura coercitiva. Essa va dunque valutata, nel complesso, in modo positivo.

### **Risposte ad alcuni quesiti**

Il documento di consultazione propone una serie di quesiti. Ad alcuni di essi ci permettiamo di formulare qui una breve risposta.

*1) Si ritiene preferibile adottare il modello rolling per tutti gli aumenti di capitale con diritto d'opzione o solo limitatamente a quelli fortemente diluitivi? Nel secondo caso, come andrebbero definiti gli aumenti fortemente diluitivi?*

Ci pare che diverse ragioni suggeriscano l'opportunità di un'adozione generalizzata del modello rolling. In primo luogo, qualunque definizione di aumento di capitale "iperdiluitivo" (che andrebbe necessariamente formulata in termini oggettivi e dunque quantitativi) risulterebbe intrinsecamente arbitraria e aprirebbe la strada al rischio che operazioni sul capitale sostanzialmente simili vengano assoggettate a regimi differenti. In secondo luogo condividiamo l'osservazione, già presente nel documento di consultazione, che la compresenza di due procedure - una ordinaria e una speciale per gli aumenti di capitale iperdiluitivi - aumenterebbe la complessità dei back office bancari, con correlato incremento di costi e rischi operativi. In terzo luogo, atteso che l'adozione di un modello rolling amplia significativamente le possibilità di arbitraggio in un mercato caratterizzato da un limitato livello di efficienza (come osservato per esempio da Bigelli, 1996), ci pare che essa possa comportare effetti benefici per la generalità delle operazioni di aumento del capitale, incluse quelle limitatamente dilutive. In altri termini, considerato che l'adozione della soluzione "rolling" può facilitare le operazioni di arbitraggio

e quindi contribuire a innalzare il livello di efficienza del mercato dei diritti di opzione in Italia, essa andrebbe implementata nella generalità dei casi, senza artificiose limitazioni basate sul livello di diluizione.

*2) Si ritiene che vi siano altri vantaggi o costi derivanti dal modello rolling? E' possibile fornire una stima quantitativa di tali vantaggi o costi aggiuntivi?*

Gli scriventi non sono in grado - in virtù della propria estrazione professionale - di produrre un'elencazione esaustiva (né tanto meno una quantificazione) di vantaggi e costi della soluzione "rolling", anche se ritengono che il documento di consultazione illustri incisivamente le principali ricadute positive e negative. Desiderano osservare, peraltro, come un presunto svantaggio della soluzione "rolling" (ovvero la circostanza che la citata soluzione non appare in linea con gli standard per la gestione degli eventi societari previsti a livello UE) non rappresenti necessariamente un aspetto negativo. In effetti, se è vero che la tempistica tipicamente in uso all'estero prevede la consegna dei titoli dopo il termine del periodo di negoziazione dei diritti (come accade attualmente in Italia), un recente paper di Massa et al. (2013) evidenzia come la sottovalutazione dei diritti di opzione (o la sopravvalutazione del prezzo dell'azione) sia un fenomeno diffuso a livello internazionale. Il *rolling settlement* potrebbe quindi rappresentare una soluzione-pilota in grado contribuire in modo innovativo all'innalzamento del livello di efficienza del pricing dei diritti, facendo dell'Italia un interessante caso di scuola per gli osservatori internazionali.

*3) In caso di adozione del modello rolling, si ritiene che l'attività di arbitraggio sia sufficiente a risolvere le anomalie di prezzo? Sono ipotizzabili ulteriori misure al fine di facilitare l'attività di arbitraggio?*

Riteniamo che la diffusione di informazioni circa l'effettivo esercizio dei diritti durante il periodo di negoziazione degli stessi possa essere utile ai partecipanti al mercato per avere un quadro aggiornato delle azioni in circolazione (e quindi della disponibilità effettiva di titoli sul mercato).

### **Valutazioni conclusive**

Il documento di consultazione illustra con trasparenza i costi legati alla possibile adozione della soluzione "rolling"; e ciò non solo in termini monetari, ma anche ponendo mente ai possibili punti di attrito con differenti disposizioni normative o best practices in materia di operazioni straordinarie sul capitale.

A fronte di tali costi vanno tuttavia soppesati, a nostro avviso, i consistenti effetti indesiderati - sia sul piano *funzionale* che su quello *reputazionale* - che gli aumenti di capitale iper-diluitivi possono determinare per l'ordinato funzionamento dei mercati.

Come già osservato in passato, la fiducia dei risparmiatori è un asset dal valore elevato e determinante per il buon esito delle operazioni di finanza straordinaria. Ciò è ancor più vero nel caso di aumenti di capitale che, per le loro caratteristiche, riguardano società che vivono un momento particolarmente importante della propria vita aziendale. Gli emittenti hanno diritto a non vedere i propri azionisti disorientati da un processo di formazione dei prezzi erratico e volatile, determinato non già dai "fondamentali" dell'operazione (il piano industriale, la qualità del management, il funding plan), ma da mere "motivazioni tecniche". Gli investitori devono vedere riconosciute le proprie legittime aspettative di trasparenza ed efficienza del processo di formazione dei prezzi.

Milano, 30 settembre 2014

#### **Riferimenti bibliografici**

Bigelli M., Gli aumenti di capitale delle società quotate. Un'analisi economico-finanziaria, Giappichelli Editore, Torino, 1996

Massa M., T. Vermaelen, Moqi, X. , "Rights offerings, trading, and regulation: A global perspective", mimeo, INSEAD, Paris, October 2013