

Spettabile

Consob

Via G.B. Martini, 3

00198 ROMA

- 5 - in persona del Presidente L.R.P.T. -
Raccomandata da PEC a PEC: consob@pec.consob.it
- testo della presente inviato anche a mezzo del SIPE –

e, per conoscenza:

10 Spettabile

Consiglio Notarile di Milano

Via Locatelli 5

20124 Milano (MI)

Raccomandata da PEC a PEC: cnd.milano@postacertificata.notariato.it

15

Spettabile

Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Monza

Via Lario 15

20900 Monza (MB)

- 20 Raccomandata da PEC a PEC: ordine@odcec.mb.legalmail.it

Spettabile Consob,

- 25 come già sapete, ho visto sul Vostro sito l'invito ad inviare osservazioni al Vostro Documento di Consultazione datato 7 agosto 2014 circa "**GLI AUMENTI DI CAPITALE CON RILEVANTE EFFETTO DILUITIVO**", tanto che già in data 8 agosto 2014 Vi ho inviato una mia missiva (alla quale faccio pertanto il più ampio riferimento) contenente:

- 30 - sia una serie di motivate richieste preliminari di integrazione del Vostro documento di consultazione con taluni dati ed informazioni (e che verranno qui anche sommariamente riepilogati tra poche righe);
- sia la richiesta di pubblicare tale mia missiva in modo che anche altri qualificati professionisti potessero fattivamente contribuire ad individuare ulteriori dati ed informazioni utili ed a volte (a mio modestissimo avviso) anche indispensabili per poter supportare la Vostra pregiata
35 Commissione ad individuare le migliori soluzioni teoriche e pratiche per l'eventuale implementazione del modello "rolling" in occasione di operazioni di aumento di capitale, e non solo.

Mi occorre anzitutto notare:

- 40 a) che la mia richiesta di pubblicazione preliminare della mia missiva con la quale richiedo l'integrazione di dati ed informazioni a mio modestissimo avviso non solo utili ma bensì necessarie per poter elaborare un fattivo contributo al documento di consultazione quale premessa del documento che verrà da Voi pubblicato in via definitiva sull'argomento –ad evidenza– non è stata accolta;
45 b) che in ogni caso nemmeno i dati da me richiesti risultano essere stati finora pubblicati sulla sezione del sito internet dalla Vostra Commissione relativa al documento di consultazione di cui trattasi.

- 50 Atteso che in data odierna scade il termine da Voi indicato per inviare le mie osservazioni, intendo comunque cogliere l'opportunità di inviarVi le mie osservazioni che ritengo poter essere solo "di base" e con possibilità di valenza di contributo oltremodo parziale in quanto –a mio modestissimo

parere- limitato dalla mancanza di sufficienti dati storici ed informazioni che potrebbero portarmi a sottoporre alla Vostra attenzione questioni sia sostanziali che di dettaglio.

5 Per meglio chiarire il mio pensiero, ritengo opportuno specificare che –a mio modestissimo avviso- avrei probabilmente potuto inviare osservazioni ancor più pregnanti e probabilmente ancor più convincenti qualora le stesse avessero potuto essere previamente corroborate dall’esame ed eventualmente dall’elaborazione di dati storici che consentano di essere pienamente concreti senza parlare solo di massimi sistemi puramente teorici.

10 Sempre a mio modestissimo avviso, infatti, i sistemi teorici possono divenire importanti ed anzi essenziali a condizione che gli stessi siano in grado di cogliere la realtà spiegando in modo convincente i fatti effettivamente accaduti dandone una spiegazione completa e convincente, il che vuol dire possibilmente supportata dalla miglior quantità e qualità di dati ed informazioni.

15 Mi par evidente che il complesso dei dati e delle informazioni di cui necessito per dare ancor più corpo a quanto espongo possono essere rese disponibili e fruibili a tutti, sottoscritto compreso, anche grazie alla fattiva collaborazione delle Autorità preposte quale, ad esempio, la Vostra pregiata Commissione.

20 Con riferimento oltremodo diretto ai Vostri quesiti, preciso che intendo qui inviarVi le mie osservazioni circa due delle domande da Voi sottoposte alle osservazioni di chiunque, ed in particolare di professionisti qualificati e (ritengo) competenti quali il sottoscritto.

25 In relazione alla domanda n. 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?”) ritengo opportuno effettuare alcune considerazioni di base.

30 E’ certamente vero che –in teoria- il modello rolling, come da Voi correttamente e giustamente ricordato, è in grado di aiutare il mercato ad essere efficiente nell’allocazione dei capitali ed in particolare ad esprimere più correttamente il prezzo delle azioni e dei diritti di opzione nel momento di operazioni di aumento di capitale.

Ancor più vero che –sempre in teoria- il modello “rolling” potrebbe essere di notevole ausilio in caso di aumenti di capitale c.d. “fortemente diluitivi”.

La mia opinione da punto di vista teorico non può pertanto che essere positiva per i motivi già ben indicati nel Vostro documento di consultazione e che pertanto non sto a ripetere.

35 Dal punto di vista più pragmatico, però, mi occorre rilevare che ci sono delle notevoli asimmetrie tra quanto è possibile fare per gli investitori professionali rispetto alla generalità dei piccoli e medi azionisti. Tra le asimmetrie di cui ho appena accennato mi permetto di menzionare alcune delle principali:

- 40 - di natura formativa (se vogliamo dire di “education”) sulla singola e particolare materia;
- di natura esperienziale, nel senso di possibilità ed opportunità di confronto di diverse operazioni apparentemente simili ma certamente mai uguali;
- di natura informativa (in particolare nel senso di tempestività di ricezione ed elaborazione dell’informazione);
- di possibilità di accesso alle risorse tecniche e tecnologiche.

45 Mi spiego meglio:

- a) dal punto di vista delle “asimmetrie formative” rilevo anzitutto che tale modello, che pur può certamente essere ben compreso da parte di persone qualificate ed esperte, difficilmente può essere veramente compreso ed apprezzato dalla generalità dei risparmiatori;
- 50 b) dal punto di vista delle “asimmetrie informative” rilevo inoltre che vi sono non solo “tempi tecnici” ma anche “tempi materiali” di comunicazione tra le banche ed il grande pubblico dei risparmiatori;
- c) dal punto di vista della possibilità di accesso alle risorse tecniche e tecnologiche, ad esempio in termini di velocità dei sistemi che fanno visualizzare book più o meno profondi, reti telematiche eventualmente dedicate con conseguente miglior velocità della trasmissione degli ordini, ecc).

Con ogni probabilità, il complesso di quanto sopra causa (o quantomeno potrebbe facilmente causare) delle asimmetrie possibilistiche di notevole impatto a favore degli operatori professionali rispetto al grande pubblico dei risparmiatori.

5 Quanto sopra mi pare che non possa che portare alla conclusione che il modello rolling non possa essere avallato da parte della Vostra pregiata Commissione che ha tra i propri compiti istituzionali quello di tutelare il risparmio (e non solo quello veicolato dai grandi fondi e gestori professionali di vario genere).

10 Aggiungo qui che una questione oltremodo importante ed assolutamente preliminare che ritengo opportuno evidenziare molto bene è se gli aumenti di capitale “fortemente diluitivi” siano da considerarsi legittimi alla luce dell’art. 8 della seconda direttiva CEE in merito al diritto societario che statuisce quanto segue: “Art. 8, paragrafo 1: *Le azioni non possono essere emesse per un importo inferiore al loro valore nominale o, in mancanza di questo, al valore contabile.*”.

In merito noto infatti che anche in codesto Documento di Consultazione definite tale tipologia di aumento di capitale come caratterizzato dai seguenti elementi comuni:

- 15
- la fissazione di un prezzo di sottoscrizione delle nuove azioni ben inferiore al prezzo di mercato *cum*; e
 - l’emissione di un elevato numero di nuove azioni rispetto alle azioni esistenti.

20 In realtà tale definizione, anche alla luce di quanto accaduto (ad esempio) nei casi già da Voi ricordati (più altri) non mi par completa né soddisfacente in quanto non mi pare consideri compiutamente quello che in sostanza è l’unico parametro previsto dall’art. 8 della seconda direttiva CEE, vale a dire il “valore nominale” (se espresso), ovvero “il valore contabile” (qualora il valore nominale sia inespresso non avendo evidentemente senso il concetto di valore inesistente).

25 Ritengo qui opportuno specificare che sono perfettamente a conoscenza del fatto che tale tipologia di aumento di capitale parrebbe trovare un proprio fondamento(?) nella massima n. 36 della Commissione di Diritto Societario del Consiglio Notarile di Milano, ma in merito mi occorre dire almeno quanto segue:

- a) non mi risulta che la Commissione di Diritto Societario del Consiglio Notarile di Milano possa emettere documenti aventi valore di Legge né nell’ordinamento italiano, né tantomeno aventi valore di Direttive CEE;
- 30 b) il fatto che l’interpretazione data da tale massima sia da considerarsi del tutto erronea è dato:
- non solo da basiche considerazioni prima di buon senso misto a considerazioni di natura giuridica teorica (com’è possibile che azioni che sottendono attribuzioni patrimoniali dal socio alla società totalmente spropositatamente diversi siano da paragonare?);
 - poi dall’interpretazione sistematica della legislazione (cosa ne è della tutela del pubblico risparmio se attribuisco un’azione a tutti gli effetti equivalente a chi ha attribuito alla società 1 Euro piuttosto che 100 Euro?);
 - e –ad oggi- anche da plurime dimostrazioni di natura esperienziale effettiva i cui effetti nefasti e certamente ingiustificati sono stati di fatto posti a carico dei piccoli azionisti (vedasi in particolare –ma solo per la numerosità dei piccoli azionisti coinvolti-, le pesanti lamentele degli azionisti Fondiaria-Sai piuttosto che Unipol, fermo restando che le stesse considerazioni possono essere fatta valere anche per gli azionisti degli altri casi già da voi individuati (ed altri ancora).
- 40

45 Preciso infine che, come peraltro mi par di averVi accennato in occasione di precedenti corrispondenze, insieme ad un avvocato che ha ben compreso la questione, ho in corso ben due procedimenti giudiziari in sostanza su questo particolare punto (uno sul caso Fondiaria-Sai e l’altro sul caso Unipol Gruppo Finanziario) e sono in attesa di attivarne a brevissimo uno sul caso Monte Paschi nonché su tutti gli altri nel prossimo futuro, se riesco entro la fine dell’anno in corso.

50 Ciò premesso, alla prima parte della Vostra domanda n. 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?”) devo rispondere come segue:

- dal punto di vista teorico, il modello “rolling” (con opportuni correttivi) dovrebbe essere applicato a tutte le operazioni di aumento di capitale **legittimi** (altrimenti non avrebbe significato);

- dal punto di vista pratico/pragmatico, mi par probabile che potrebbe trasformarsi in un ulteriore fattispecie delle distorsioni che le tecniche di mercato verrebbero a consentire favorendo gli investitori professionali con un danno di fatto ed ingiustificato a carico dei piccoli risparmiatori, il tutto per i motivi già sopra analiticamente spiegati.

5

Con riferimento alla seconda parte della Vostra domanda n. 1 (“Nel secondo caso, come andrebbero definiti gli aumenti fortemente diluitivi?”) devo rispondere che –in pura ipotesi di scuola, e dando per un solo istante come legittimi gli aumenti di capitale “fortemente diluitivi”, una prima definizione abbastanza chiara ma forse da qualificare e precisare ancora meglio e più dettagliatamente della

10

definizione di aumento di capitale “fortemente diluitivo” potrebbe essere la seguente:

- in caso di operazioni riguardanti azioni con valore nominale (esistente) ed espresso, qualsivoglia operazione di aumento di capitale che venisse eseguita sotto il valore nominale delle azioni al momento dell’esecuzione dell’operazione di aumento di capitale (cfr. art. 8 della seconda direttiva CEE in merito al diritto societario);
- in caso di operazioni riguardanti azioni con valore nominale (pur sempre esistente) e semplicemente inespressa, qualsivoglia operazione di aumento di capitale che venisse eseguita sotto il valore contabile delle azioni al momento dell’esecuzione dell’operazione di aumento di capitale (cfr. art. 8 della seconda direttiva CEE in merito al diritto societario).

15

20

In relazione alla domanda n. 4 (“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?”) la mia risposta è la seguente:

in assenza di dati oggettivi e ad ampia base in materia, posso riportare solo le impressioni ricavate dal fatto di aver interpellato in materia alcuni investitori che, pur non professionali, ritengo però in

25

grado di comprendere non solo le questioni giuridiche ma anche quelle pratiche.

Ciò premesso, ritengo che il rischio di contenzioso con la clientela per comunicazioni non tempestive sia molto importante e che tale rischio aumenti esponenzialmente nel caso di operazioni di aumento di capitale “fortemente diluitive”.

30

In sintesi, ritengo che:

A) per il caso delle operazioni “normali” o se vogliamo “non fortemente diluitive”:

- l’utilità e giuridicità del modello “rolling” possa essere certamente affermata dal punto di vista teorico;
- che comunque tale utilità e giuridicità sia molto discutibile dal punto di vista pratico, in particolare in quanto l’adozione di tale modello metterebbe ulteriormente in risalto le asimmetrie formative, esperenziali, informative e di possibilità tecnica delle diverse categorie di investitori con il conseguente rischio di un notevole numero di contenziosi legali in particolare per comunicazioni non tempestive;

35

B) per il caso delle operazioni “fortemente diluitive”:

- a monte del fatto di parlare dell’eventuale adozione del modello “rolling”, occorrerebbe che codesta Commissione:
 - anzitutto migliori la definizione di operazioni “fortemente diluitive”, eventualmente recependo i miei suggerimenti (in modo totale o parziale);
 - poi verifichi se tali operazioni possono essere ritenute legittime in Italia, in particolare per rispondenza (o mancata rispondenza) all’art. 8 della seconda direttiva CEE in merito al diritto societario;
 - in caso di verifica di illegittimità delle operazioni di aumento di capitale “fortemente diluitive”, proceda ad opportuni accertamenti, emissione di provvedimenti e sanzioni, nonché eventuale presentazione di opportune denunce penali a carico di chi spetti e tuteli in tutti i modi i risparmiatori che sono stati loro malgrado coinvolti in queste operazioni opache,

45

50

il tutto naturalmente in conformità a quanto previsto dalla Legge sostanziale; cui solo una interpretazione palesemente oltremodo erronea della Commissione Diritto Societario del

Consiglio Notarile di Milano ha potuto in qualche modo dare un'apparente veste di regolarità formale.

Come già scritto più sopra, l'assurdità del contenuto di tale massima 36 è infatti palesemente contraddetta prima dal buon senso, poi dalla logica giuridica, poi dall'interpretazione sistematica della legislazione ed infine dall'esperienza fattuale. Direi che ne avanza.

Ritengo qui opportuno aggiungere che mi permetto di dubitare della buona fede di taluni dei Notai che hanno rogato ed omologato tale tipologia di atti e che a loro tempo hanno fatto contestualmente parte della Commissione già menzionata (certamente in minoranza numerica già all'interno della Commissione), e questo nella convinzione che la maggioranza degli stessi sia stata effettivamente indotta in un grossolano errore da parte di costoro.

Con l'occasione mi permetto pertanto di suggerire:

- alla Commissione Diritto Societario del Consiglio Notarile di Milano di volersi riunire quanto prima e, compreso il grossolano errore, assumersi in prima persona l'onere dei rimborsi relativi ai danni subiti dai piccoli risparmiatori che, in complesso, ammonta ad un totale di svariati miliardi di Euro (eventualmente attivando le proprie assicurazioni professionali);
- alla Vostra Commissione di procedere quanto prima a pubblicare un Documento di Consultazione specifico sulla materia. Sarò certamente felice di dare un fattivo contributo e sono certo che con l'occasione ricevereste migliaia di testimonianze di risparmiatori danneggiati da tale tipologia di operazioni.

Con riferimento al Consiglio Notarile di Milano, mi par infatti che quanto da me proposto possa essere ritenuto il modo con il quale tale categoria di professionisti potrebbe essere messo in grado di confermare una volta in più la meritatezza dell'alto prestigio di cui gode e che – a modestissimo parere del sottoscritto – è opportuno che continui a godere.

Da parte mia mi dichiaro fin da ora a disposizione:

- sia della Commissione Diritto Societario del Consiglio Notarile di Milano per ogni chiarimento in materia sulle conseguenze reali della oltremodo infelice presa di posizione espressa in occasione della pubblicazione della Massima 36;
- sia della Vostra pregiata Commissione in merito alle conseguenze determinate dalla accettazione di fatto di detta Massima 36, ed evidentemente non ben prima ponderata da parte della Vostra Commissione;
- in caso riteniate di voler superare tutto quanto sopra analizzato, menzionato e spiegato, valgono le considerazioni già da me espresse con riferimento alle operazioni “non dilutive”, tenendo presente che in questo caso il rischio di contenziosi legali per comunicazioni non tempestive è esponenzialmente più alto per il semplicissimo motivo che l'eventuale perdita che verrebbe subita dal risparmiatore sarebbe il frutto della perdita “ordinaria” moltiplicata per un coefficiente maggiorativo che, in via di prima approssimazione, è tanto più alto quanto maggiore è la diluizione.

Preciso che è mio preciso desiderio che il presente documento di osservazioni venga sollecitamente pubblicato nel sito internet della Vostra Commissione in versione integrale così come trasmesso sia al SIPE che via PEC.

Autorizzo la trattazione dei miei dati personali ai sensi del D. Lgs. 196/2003, successive modifiche, correzioni ed integrazioni.

Cordiali saluti.

Dario Romano Radaelli

Monza, 30 settembre 2014