

Comunicazione n. 0088305 del 5-10-2016

OGGETTO: Aumenti di capitale iperdiluitivi – Implementazione del modello *rolling*

Nel corso degli ultimi anni diverse società con azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario (MTA), organizzato e gestito da Borsa Italiana spa (“Borsa Italiana”), hanno effettuato operazioni di aumento di capitale con diritto d’opzione caratterizzate dall’emissione di un numero di nuove azioni molto elevato rispetto al numero di azioni in circolazione ad un prezzo fortemente scontato rispetto a quello di mercato (aumenti di capitale c.d. iperdiluitivi). Esempi di aumenti di capitale iperdiluitivi sono rappresentati dalle operazioni avviate da Saipem spa nel gennaio 2016, da Banca MPS spa nel 2015 e 2014, da Fondiaria-Sai spa nel 2012, da Seat PG spa e Tiscali spa nel 2009.

Gli aumenti di capitale iperdiluitivi sono caratterizzati da un’elevata volatilità dei prezzi di mercato dei titoli azionari coinvolti, che tipicamente registrano forti oscillazioni al rialzo all’inizio dell’aumento e forti oscillazioni al ribasso alla fine dello stesso, così alterando il regolare meccanismo di formazione dei prezzi e generando effetti distorsivi che possono fuorviare il comportamento degli investitori. Ciò in ragione della scarsità di titoli azionari che si genera nel corso del periodo di offerta delle nuove azioni, che impedisce alle dinamiche di mercato di riequilibrare i corsi azionari.

La Consob ha monitorato il fenomeno sin dalle sue prime manifestazioni, conducendo due consultazioni pubbliche e altre analisi sul tema e monitorando l’andamento dei titoli oggetto di aumenti di capitale iperdiluitivi.

Al termine dell’ultima consultazione (cfr. documento Esiti delle Consultazioni del 28 aprile 2016), la Consob, sulla scorta delle prevalenti esigenze di integrità dei mercati regolamentati e di garanzia dell’ordinato ed efficiente svolgimento delle negoziazioni, nonché di tutela degli investitori, ha deciso di promuovere una soluzione tecnica denominata “modello *rolling*”, che consiste nel mettere a disposizione le nuove azioni rivenienti dall’esercizio dei diritti di opzione in ciascun giorno dell’aumento di capitale, a partire dal terzo (T+2), e non soltanto al termine dello stesso, come previsto dal modello vigente.

Con ciò si dovrebbe risolvere il problema della scarsa disponibilità dei titoli azionari durante l’aumento di capitale iperdiluitivo, permettendo alle forze di mercato e, in particolare, all’attività degli arbitraggisti, di riequilibrare i corsi azionari, eliminando gli effetti distorsivi sopra citati.

La Consob ha inoltre condotto apposita analisi costi-benefici, tenendo conto del valore delle anomalie di mercato degli aumenti iperdiluitivi e dei costi di implementazione del modello (cfr. documento di consultazione pubblicato il 7 agosto 2014), sulla cui base è risultato che il modello *rolling* ha un saldo costi-benefici positivo.

Il 27 aprile 2016 la Consob ha pertanto chiesto a Borsa Italiana, ai sensi dell’art. 73, comma 4, del TUF¹, di procedere all’implementazione del modello *rolling*. L’implementazione ha richiesto modifiche al Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana e alle relative Istruzioni. La data di entrata in vigore delle suddette modifiche, e dunque del modello *rolling*, è prevista per il 15 dicembre 2016.

¹ Decreto Legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58, di seguito Testo Unico della Finanza (“TUF”).

Ciò premesso, di seguito si riassumono gli elementi salienti del modello *rolling*, si formulano alcune raccomandazioni agli intermediari ed agli emittenti coinvolti nella gestione degli aumenti di capitale iperdiluitivi e si forniscono alcune precisazioni agli investitori tenuti ad effettuare alla Consob comunicazioni di posizioni nette corte ai sensi del Regolamento *Short Selling*².

Come indicato nel documento Esiti delle Consultazioni del 28 aprile 2016, il modello *rolling* si applicherà soltanto agli aumenti di capitale iperdiluitivi, ossia gli aumenti di capitale caratterizzati da un valore del coefficiente K convenzionale³, calcolato da Borsa Italiana, pari o inferiore alla soglia di 0,3. Borsa Italiana provvederà ad informare prontamente il mercato, con specifico Avviso, della natura iperdilutiva di un aumento di capitale e del suo conseguente assoggettamento al modello *rolling*.

Gli aumenti di capitale non iperdiluitivi continueranno a seguire la modalità di gestione ordinaria, con l'emissione delle nuove azioni interamente alla fine dell'operazione, non sussistendo in tali circostanze le esigenze di integrità dei mercati regolamentati e di garanzia dell'ordinato ed efficiente svolgimento delle negoziazioni, nonché di tutela degli investitori che giustificano l'applicazione del modello *rolling*.

Da un punto di vista tecnico, il modello *rolling* consente di esercitare i diritti d'opzione e ricevere le azioni rivenienti in ciascun giorno dell'aumento, a partire dal terzo (giorno T+2), con le modalità ed entro gli orari previsti nelle Istruzioni al Regolamento dei servizi di Gestione Accentrata e delle attività connesse e strumentali di Monte Titoli spa e alle condizioni contrattuali stabilite con il proprio intermediario caso per caso.

Il modello *rolling* permette quindi di effettuare un arbitraggio⁴ fra azioni e diritti di opzione già a partire dal giorno di avvio dell'aumento di capitale, come di seguito specificato:

1. acquisto dei diritti d'opzione sul mercato nel giorno di avvio dell'aumento di capitale (giorno T);
2. vendita, lo stesso giorno T, di un numero di azioni pari a quello delle azioni che si riceveranno esercitando i diritti; tali vendite permettono di limitare eventuali rialzi anomali di prezzo che si dovessero verificare sul mercato;
3. esercizio, a T+2, dei diritti di opzione acquistati il giorno T e ricezione delle nuove azioni nel corso dello stesso giorno T+2;
4. utilizzo, a T+2, delle nuove azioni emesse in T+2 per soddisfare gli obblighi di consegna generati dalle vendite di azioni concluse nel giorno T.

² Regolamento UE n. 236/2012 del 14 marzo 2012 relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei *credit default swap*.

³ Il coefficiente K è un indicatore convenzionalmente utilizzato per misurare il grado di diluizione dell'aumento di capitale; esso misura il rapporto determinato in condizioni di equivalenza finanziaria tra il prezzo teorico del titolo dopo lo stacco del diritto e quello precedente lo stacco; in particolare viene calcolato come il rapporto tra il prezzo teorico del titolo *ex diritto* e il prezzo *cum* di chiusura dell'ultimo giorno di negoziazione.

⁴ Con il termine arbitraggio si indica un'operazione che consente di ottenere un profitto certo senza che il soggetto che la pone in essere corra alcun rischio. Solitamente l'arbitraggio consiste nell'acquisto/vendita di un bene o di un'attività finanziaria e in una contemporanea operazione di segno opposto sullo stesso strumento negoziato su un mercato diverso dal precedente, oppure su uno strumento diverso, ma avente le stesse caratteristiche del primo in termini di *payout*. Si sfruttano in questo modo le differenze di prezzo al fine di ottenere un profitto. L'operazione è ovviamente possibile se il guadagno che si ottiene supera i costi per il trasferimento del bene da un mercato all'altro. L'effetto dell'arbitraggio sarà quello di riportare in linea i prezzi che erano temporaneamente disallineati, contribuendo così alla loro efficienza.

La possibilità di effettuare un arbitraggio fra azioni e diritti di opzione non rende più necessaria la sospensione della facoltà di esercizio anticipato delle opzioni negoziate sull'IDEM per l'intera durata dell'aumento di capitale iperdiluitivo. Tale sospensione, introdotta nel gennaio 2016 allo scopo di minimizzare gli effetti distorsivi degli aumenti di capitale iperdiluitivi, viene contestualmente espunta dal Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana.

Nel caso di aumenti di capitale iperdiluitivi l'investitore, all'atto di esercitare i diritti d'opzione potrà, invece di attendere la consegna alla fine del periodo di offerta, chiedere al proprio intermediario di ricevere le nuove azioni nella prima finestra di consegna possibile. A titolo di esempio, se l'investitore esercita i diritti d'opzione nel giorno T+6, potrà chiedere che la consegna delle nuove azioni avvenga immediatamente (quindi nel giorno T+6 ovvero T+7 a seconda dell'orario in cui l'istruzione di esercizio è stata impartita).

Sul punto, è necessario evidenziare, come già diffusamente trattato nel documento Esiti delle Consultazioni del 28 aprile 2016, che la consegna delle nuove azioni prima della fine dell'aumento può far perdere all'investitore il diritto alla revoca previsto nell'art. 95-bis, comma 2, del TUF.

Conseguentemente l'intermediario, preliminarmente al perfezionamento della consegna anticipata, dovrà avvertire l'investitore delle conseguenze in tema di perdita della facoltà di revoca che tale consegna può comportare; si raccomanda altresì, in caso di consegna anticipata delle nuove azioni, di acquisire dalla clientela non professionale l'accettazione della rinuncia alla facoltà di revoca su supporto durevole.

Pertanto, al fine di evitare che l'investitore perda inconsapevolmente tale diritto di revoca, si raccomanda agli intermediari di prevedere che la consegna dei nuovi titoli azionari all'investitore avvenga alla fine dell'aumento di capitale, salvo espressa richiesta dell'investitore di usufruire della consegna anticipata.

Con riguardo al Prospetto Informativo, occorre 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 verifichi 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, occorre che questo: (i) indichi la data dell'evento che ha determinato la pubblicazione del medesimo Supplemento al Prospetto; (ii) evidenzi la circostanza che la facoltà di revoca, ex art. 95-bis, comma 2, del TUF non sarà riconosciuta a coloro i quali abbiano ricevuto i titoli prima del suddetto evento; (iii) indichi conseguentemente la prima giornata di liquidazione a partire dalla quale è concessa la facoltà di revoca, fino alla pubblicazione del Supplemento medesimo.

Inoltre, per quanto concerne gli emittenti i cui aumenti di capitale saranno assoggettati al modello *rolling*, si evidenzia che tale modello può portare ad una variazione giornaliera del numero di azioni in circolazione a partire dal terzo giorno dell'aumento (T+2) e fino alla conclusione dello stesso.

A tal riguardo, il Ministero dello Sviluppo Economico, interessato dalla Consob, con il Parere n. 222196 del 3 novembre 2015 e con la Circolare n. 3692/C del 19 settembre 2016 ha chiarito che sarà sufficiente il deposito presso il registro delle imprese di una sola attestazione di esecuzione dell'aumento di capitale e di un solo statuto aggiornato, da effettuarsi entro il termine di trenta giorni, previsto dall'art. 2444 c.c., dalla prima finestra di sottoscrizione delle nuove azioni. Con ciò vengono minimizzati gli oneri di pubblicità legale in capo agli emittenti.

Infine, si richiama l'attenzione degli investitori tenuti ad effettuare alla Consob comunicazioni di posizioni nette corte ("PNC"), ai sensi del Regolamento *Short Selling*, su due aspetti del calcolo delle PNC su titoli oggetto di aumento di capitale. Tali precisazioni valgono sia per le operazioni iperdilutive che per quelle tradizionali.

In primo luogo, per quanto riguarda il numeratore, si evidenzia che i diritti d'opzione non vanno inclusi nel calcolo delle PNC quali posizioni lunghe. L'arbitraggista che acquista i diritti di opzione e vende le azioni dovrà quindi notificare alla Consob la PNC scaturente dalle vendite effettuate sulle azioni quando questa raggiunge o supera la soglia dello 0,2% del capitale sociale dell'emittente coinvolto. Nell'effettuare tale notifica, si raccomanda di indicare, nel campo "Commenti", l'eventuale presenza di diritti d'opzione (non inclusi nel calcolo della posizione segnalata).

Occorre ricordare che l'utilizzo dei diritti d'opzione che conferiscano il diritto a ricevere le nuove azioni, in quantità pari o superiore alle azioni vendute, entro la data di regolamento prevista dalle vendite, consente di rispettare il divieto di effettuare vendite allo scoperto "nude".

In secondo luogo, con riguardo al denominatore, si evidenzia che dovrà essere considerato il capitale pre-aumento fino a quando l'emittente non avrà annunciato, ove necessario ai sensi dell'art. 114 del TUF, una modifica del numero di azioni emesse. In seguito a tale annuncio da parte dell'emittente, il denominatore utile per il calcolo delle PNC dovrà essere aumentato per includere le nuove azioni emesse in relazione all'operazione di aumento di capitale.

Per eventuali chiarimenti sul funzionamento del modello *rolling* si invita a contattare la Consob - Divisione Mercati - Ufficio Post-Trading – Via G. B. Martini 3 – 00198 ROMA ovvero utilizzando la casella di posta elettronica post-trading@consob.it.

Come previsto dall'art. 8 del Regolamento concernente i procedimenti per l'adozione di atti di regolazione generale adottato con Delibera n. 19654 del 5 luglio 2016, le disposizioni riguardanti il modello *rolling* saranno sottoposte a revisione almeno ogni tre anni.

IL PRESIDENTE
Giuseppe Vegas