

Milano, 10 marzo 2020

Prot. n. 12/20
MFE/gc/mbi
Inviata tramite SIPE

Spett.le
CONSOB
Divisione Mercati
Via G.B. Martini 3
00198 Roma

Oggetto: Risposta di Assosim al documento di consultazione “*Revisione periodica delle disposizioni riguardanti il modello rolling per la gestione degli aumenti di capitale iperdiluitivi*”

Ringraziando per l’opportunità concessa di partecipare alla consultazione in oggetto, ASSOSIM, previo confronto con le proprie associate, formula le seguenti considerazioni segnalando che il presente documento è stato redatto in collaborazione con l’Associazione Bancaria Italiana – ABI.

1. Ritenete che il modello *rolling* andrebbe modificato? Se sì, come?

Il modello *rolling*, così come implementato a seguito della pubblicazione della Comunicazione della CONSOB n. 0088305, rappresenta, dal punto di vista degli intermediari, un delicato compromesso raggiunto al fine di contemperare, da un lato, la necessità che la definizione del prezzo avvenga il più possibile a ridosso dell’avvio dell’offerta e, dall’altro lato, la necessità degli intermediari che offrono il servizio di amministrazione e deposito titoli di disporre di un congruo numero di giorni lavorativi per adempiere tempestivamente agli obblighi di informazione agli azionisti (siano essi soggetti istituzionali o retail) circa l’imminente partenza dell’operazione.

L'adozione del modello *rolling* ha comportato, inoltre, investimenti rilevanti per la definizione dell'infrastruttura tecnologica e dei processi operativi, necessari per la gestione degli adempimenti giornalieri che lo stesso modello impone nell'arco di tutto il periodo di offerta.

Pertanto, nonostante alcune difficoltà operative incontrate nelle prime fasi di una operazione (cfr. risposta al quesito n°4) e in considerazione della esiguità di casi di aumenti di capitale iperdiluitivi verificatisi ad oggi dall'introduzione del modello (esclusivamente 2), si ritiene opportuno mantenere il modello attuale, tanto con riferimento alle tempistiche quanto agli aspetti operativi previsti.

2. Ritenete che il modello *rolling* andrebbe esteso ad altri aumenti di capitale?

L'introduzione del modello *rolling* è stata giustificata dalla CONSOB come soluzione per *“risolvere il problema della scarsità di titoli durante il periodo d'offerta degli aumenti iperdiluitivi, in modo da permettere alle dinamiche di mercato [...] di riequilibrare i prezzi dei titoli e prevenire le anomalie di prezzo tipiche di questi aumenti”*.

Poiché tale modello ha comportato/comporta un aumento dei costi di gestione degli aumenti di capitale nonché una serie di difficoltà di carattere operativo, soprattutto per gli intermediari con un elevato numero di clientela retail, legate alle tempistiche stringenti e alla reiterazione giornaliera delle procedure (cfr. risposta al quesito n°5), non si rinviene alcuna ragione specifica per estenderlo anche ad aumenti di capitale per i quali non si riscontra un problema di anomalie nel normale processo di formazione dei prezzi sul mercato.

Inoltre, una (non auspicata) estensione del modello in questione dovrebbe essere valutata anche alla luce del fatto che, come noto, la consegna delle nuove azioni prima della fine dell'aumento può far perdere all'investitore il diritto alla revoca *ex art. 95-bis*, comma 2, del TUF.

Pertanto, nel caso in cui fosse prevista la suddetta estensione, la raccomandazione di Consob circa la previsione (salvo espressa richiesta dell'investitore di usufruire della consegna anticipata) della consegna dei nuovi titoli alla fine dell'aumento di capitale - formulata per evitare che l'investitore perda inconsapevolmente il diritto alla revoca - assumerebbe una maggior portata applicativa, ciò comportando maggiori oneri a carico degli intermediari a causa di un doppio binario da seguire per la consegna delle azioni rinvenienti dalla medesima operazione di aumento di capitale (i.e. consegna anticipata/consegna alla fine).

3. In caso di estensione del modello *rolling*, quale potrebbe essere la nuova soglia del coefficiente K rilevante per l'applicazione del modello?

Per quanto concerne un'eventuale nuova soglia del coefficiente K, anche in considerazioni delle sopra esposte ragioni ostative all'estensione del modello, si ritiene altresì che tale valore non debba essere modificato. Infatti, l'attuale valore del K identificativo dell'effetto iperdiluitivo dell'aumento di capitale è stato fissato allo 0,3 sulla base dell'osservazione del fenomeno a partire dal 2009 ed ha, pertanto, un'evidenza statistica non trascurabile (cfr. *position paper* CONSOB dell'8 aprile 2011). D'altro canto, abbiamo evidenze circa il fatto che aumenti di capitale recanti un coefficiente K superiore allo 0,3 e inferiore o uguale allo 0,4 non hanno presentato anomalie di prezzo di tenore analogo a quelle riscontrate negli aumenti iperdiluitivi.

Tuttavia, poiché i casi di aumenti di capitale caratterizzati da un valore del coefficiente K vicino allo 0,3 verificatisi negli ultimi anni non sono significativi dal punto di vista numerico (si ravvisano infatti solo 5 casi di operazioni con K tra 0,4 e 0,5 tra il 2014 e il 2019), si ritiene opportuno, per comprendere se prevedere una revisione della soglia di attivazione del modello *rolling*, continuare a monitorare il fenomeno nel corso dei prossimi anni. Nel corso di tale processo di monitoraggio, occorrerà valutare anche l'eventuale sussistenza di specifici fenomeni (come ad esempio la presenza di derivati sul titolo azionario con *open interest* rilevante) suscettibili di influire sull'andamento dei prezzi all'avvio di una operazione.

4. Avete riscontrato difficoltà operative nell'utilizzo del modello *rolling*? Se sì, quali?

Le principali difficoltà derivanti dall'utilizzo del modello *rolling* sono state riscontrate, nell'ambito dei due aumenti iperdiluitivi gestiti sino ad oggi con tale modello, dagli intermediari con un elevato numero di clientela retail soprattutto nei momenti di picco delle operazioni. In particolare, gli intermediari hanno operato con grandi difficoltà operative nella fase di raccolta delle istruzioni e nella successiva trasmissione a Monte Titoli, per la necessità di rispettare gli stringenti *cut-off* imposti da quest'ultima.

Tali condizioni hanno determinato ulteriori costi rispetto a quelli pianificati per l'attività su base ordinaria nonché l'assunzione e gestione di rischi operativi non preventivati.

Se, da un lato, la casistica limitata determina un'incidenza ridotta degli aumenti di capitale iperdiluitivi rispetto al totale delle operazioni, dall'altro le evidenze pratiche in termini di difficoltà gestionali rinforzano la valutazione che il modello *rolling* non si presti ad essere utilizzato per altre tipologie di aumenti di capitale.

5. Quali costi avete sostenuto per l'implementazione del modello *rolling*? Ritenete che i costi di gestione degli aumenti *rolling* si incrementerebbero in caso di estensione del modello?

Confermando quanto rilevato in risposta alle consultazioni che hanno preceduto l'adozione del modello *rolling*, i principali costi sostenuti dagli intermediari per la sua implementazione hanno avuto natura fissa e hanno riguardato l'adeguamento dei sistemi informativi e la definizione delle procedure operative necessarie per gestire un aumento di capitale secondo quanto previsto dallo stesso modello.

Peraltro, vanno debitamente considerati anche i costi legati alla gestione della singola operazione di aumento di capitale e che derivano, da un lato, dall'assolvimento dei normali obblighi di informativa alla clientela in capo agli intermediari custodi nei tempi ristretti previsti dal modello e, dall'altro, dagli adempimenti di carattere operativo (gestione degli ordini, controlli, quadrature, rendicontazioni, ecc.) che devono essere posti in essere (anziché, come nel modello ordinario, in un'unica soluzione al termine dell'operazione) ogni giorno (a partire dal secondo giorno dall'avvio dell'offerta) fino al termine dell'operazione.

L'applicazione pratica del modello *rolling* agli unici 2 casi di aumenti diluitivi intervenuti nel corso di questi primi 3 anni dalla sua adozione ha anche confermato che la necessità di dover reiterare giornalmente tutti gli adempimenti operativi rende il costo complessivo dell'operazione molto più elevato rispetto a quello sostenuto nel caso di un'operazione gestita secondo la prassi ordinaria, ancor più nel caso in cui gli intermediari si trovassero nella situazione di dover gestire più aumenti di capitale contemporaneamente. È questo il motivo principale per cui si ritiene di escludere l'estensione del modello *rolling* ad altri aumenti di capitale (cfr. risposta al quesito n°2).

6. Avete altre osservazioni sul modello *rolling*?

No.

Si resta a disposizione per eventuali chiarimenti e si coglie l'occasione per porgere i migliori saluti.

Il Segretario Generale
Gianluigi Gugliotta

