



Dipartimento di Impresa e Management  
Cattedra di Finanza Aziendale

**REAZIONE DEI MERCATI FINANZIARI AGLI AUMENTI DI  
CAPITALE NEL SETTORE BANCARIO: casi Unicredit e  
Deutsche Bank**

Relatore

Prof. Raffaele Oriani

Candidato

Angelo Michele Calò

Matr. 192091

ANNO ACCADEMICO 2016-2017

# INDICE

Introduzione	5-6
<b>1. GLI AUMENTI DI CAPITALE SOCIALE</b>	
1.1 Il capitale sociale	7-10
1.2 Tipologie di aumenti di capitale sociale	10-12
1.3 Aumento di capitale gratuito	12-14
1.3.1 Passaggio da riserva a capitale: modalità	15-18
1.4 Aumento di capitale a pagamento	18-21
1.5 Tipologie di offerte di nuove azioni	22-25
1.6 Il diritto di opzione	25-28
1.6.1 Prezzo CUM, TERP, e prezzo EX	28-31
<b>2. REAZIONE DEI MERCATI AGLI AUMENTI DI CAPITALE</b>	
2.1 Introduzione	32-33
2.2 Capitalismo anglosassone e renano: i due sistemi a confronto	33-37
2.3 Modelli di reazione dei mercati agli aumenti di capitale	38-50
2.3.1 Modello di signaling	38-41
2.3.2 Modelli di adverse selection	42-44
2.3.3 Modello di Bigelli	45-48
2.3.4 Effetto Quasi Split	48-50
2.4 Conclusione	50-51

### **3. REAZIONE DEI MERCATI AGLI AUMENTI DI CAPITALE NEL SETTORE BANCARIO**

3.1 Introduzione	52-56
3.2 Caso Unicredit	57-70
3.2.1 L'Impresa	57-58
3.2.2 La compagine Azionaria (ante e post aumento di capitale)	58-61
3.2.3 Le caratteristiche dell'emissione	61-62
3.2.4 Il piano finanziario 2017-2019	63-66
3.2.5 Reazione del mercato	66-70
3.3 Caso Deutsche Bank	71-79
3.3.1 L'impresa	71-72
3.3.2 La compagine azionaria (ante e post aumento di capitale)	72-73
3.3.3 Le caratteristiche dell'emissione	74-75
3.3.4 Reazione del mercato	75-79
3.3.5 Conclusione	79-84
<b>Bibliografia</b>	<b>86-88</b>

Ringrazio il Prof. Raffaele Oriani, il quale mi ha dato modo di interessarmi sempre di più agli studi di finanza aziendale.

Ringrazio la Prof.ssa Rossella Santella per la professionalità, la pazienza, nonché l'aiuto dimostrato durante la stesura dell'elaborato.

Desidero, più di tutti, ringraziare mia madre per essermi stata così vicino durante questi anni, e per avermi supportato sempre, le mie due sorelle Eleonora e Maria per l'aiuto dimostrato durante gli esami svolti. Infine, un ringraziamento speciale è rivolto a mio padre che con la grinta e il successo nel suo lavoro ha saputo trasmettermi determinazione e passione.

## Introduzione

La crisi finanziaria americana del 2008 e quella successiva dei debiti sovrani iniziata nel 2010, seppur con qualche anno di ritardo, hanno avuto un impatto disastroso sull'economia reale e su tutto il sistema bancario.

Un'economia come quella continentale che fonda le sue radici in un sistema bank-oriented ha dovuto fare i conti con banche appesantite nei loro bilanci da enormi quantità di crediti deteriorati. Per mettere un freno a tutto ciò, far ripartire l'economia con un ritorno all'erogazione del credito bancario, ed evitare così il fallimento di diverse istituzioni creditizie, l'unica strada accessibile è sembrata quella degli aumenti di capitale.

Lo scopo di questa tesi è, quindi, quello di analizzare le ricapitalizzazioni bancarie che ad inizio 2017 hanno contraddistinto due istituti, quali Unicredit Bank e Deutsche Bank, ed in particolare, vedere quale è stato l'atteggiamento degli investitori, ovvero gli effetti che si sono avuti sul sistema finanziario.

Proprio per questo, l'elaborato si occuperà nella prima parte di definire l'operazione di aumento di capitale e vedere le diverse modalità attraverso cui è possibile attuarla. Si evidenzierà, poi, come l'emissione di nuove azioni attraverso offerta in opzione ed offerta

pubblica rappresentino i due sistemi preferiti, rispettivamente del sistema renano e anglosassone.

Nel secondo capitolo, dopo aver visto i punti di forza e debolezza dell'una e dell'altra tipologia d'offerta, saranno esposti i principali modelli, elaborati dalla letteratura economico-finanziaria, sulla reazione dei mercati agli aumenti di capitale: modelli di signaling, adverse selection e il modello di Bigelli.

Infine, nell'ultima parte del lavoro, e solo dopo aver fatto un breve cenno a quelle che sono le due banche prese in esame, si analizzeranno i due aumenti sopra citati, in modo tale da capire quali potrebbero essere i collegamenti con le teorie esposte nel secondo capitolo, scelti dall'autore per la propria peculiarità: il quarto aumento per Deutsche Bank in 7 anni, e la più grande ricapitalizzazione avuta a Piazza Affari, per Unicredit.

## **1.1 Il capitale sociale**

Ogni società, intesa come organizzazione di beni, non può esistere in assenza di un capitale iniziale. Esso è costituito dal valore complessivo di tutti i conferimenti<sup>1</sup> in denaro, di beni in natura o di crediti che i soci hanno versato al momento della fondazione della società. Come verrà maggiormente approfondito nella seguente trattazione esso non conferisce solo ricchezza, ma definisce anche e soprattutto i rapporti all'interno di una società in termini di utili distribuiti e potere decisionale all'interno dell'assemblea, in relazione alla quota apportata dai singoli.

In ogni società, sia essa di capitali<sup>2</sup> o di persone, il capitale sociale costituisce un elemento comune, con la sola differenza che il legislatore ne garantisce l'integrità solo nella prima tipologia

---

<sup>1</sup> Se nell'atto costitutivo non è stabilito diversamente, il conferimento deve farsi in denaro. Alla sottoscrizione dell'atto costitutivo deve essere versato presso una banca almeno il venticinque per cento dei conferimenti in denaro o, nel caso di costituzione con atto unilaterale, il loro intero ammontare. Per i conferimenti di beni in natura e di crediti si osservano le disposizioni degli articoli 2254 e 2255. Le azioni corrispondenti a tali conferimenti devono essere integralmente liberate al momento della sottoscrizione. Se viene meno la pluralità dei soci, i versamenti ancora dovuti devono essere effettuati entro novanta giorni. Non possono formare oggetto di conferimento le prestazioni di opera o di servizi.

<sup>2</sup> Art. 2327 Codice Civile

societaria, mentre nella seconda seppure non sia necessario, può essere fissato nell'atto costitutivo.<sup>3</sup>

Dal punto di vista contabile, si trova tra le passività dello stato patrimoniale, mentre, come contropartita contabile troviamo tra le attività tutti i beni di cui la società si avvale per il perseguimento del suo scopo.

Inoltre, se ci si trova nelle prime fasi di vita della società, il capitale sociale deve corrispondere al massimo al valore monetario dei conferimenti, il rapporto tra capitale sociale e patrimonio netto deve permanere per tutta la vita della società: in ogni momento della sua esistenza, il patrimonio netto non potrà mai essere inferiore, oltre un certo limite, rispetto al capitale sociale. A conferma di ciò, la tendenza del legislatore è quella di assicurare che il patrimonio netto presenti sempre un plusvalore pari almeno all'ammontare dei conferimenti iniziali e in caso contrario la società deve provvedere rapidamente a ristabilire il rapporto stesso.

I soci s'impegnano a mantenere inalterato il capitale sociale, a non distrarre il suo utilizzo dal perseguimento del fine comune, né tanto meno a ripartirlo prima che la società giunga allo scioglimento; s'impegnano, tra l'altro, a conservare immutato l'ammontare iniziale per tutta la vita della società nonostante la trasformazione degli iniziali

---

<sup>3</sup> In una società di capitali il capitale sociale costituisce uno strumento di garanzia offerto ai creditori, questi infatti non possono aggredire il patrimonio dei singoli soci, a differenza di una società di persone,

conferimenti in beni strumentali all'attività, salvo che particolari esigenze di politica aziendale o espresse disposizioni normative non rendano necessaria la variazione in aumento o in diminuzione, associate, a seconda dei casi, ad altrettante variazioni di patrimonio. La legge prevede i seguenti casi di riduzione del capitale a seguito di una riduzione del patrimonio:

- quando il valore dei beni conferiti in natura sia inferiore di oltre un quinto a quello per cui avvenne il conferimento e il socio non provvede a versare la differenza o non recede<sup>4</sup>
- quando il socio non effettua il conferimento e decade o si procede all'esclusione<sup>5</sup>
- quando il socio recede volontariamente<sup>6</sup>.

Per quanto concerne la riduzione del capitale senza contestuale riduzione del patrimonio, questa è attuata come conseguenza di perdite subite dalla società<sup>7</sup>. Infine è necessario specificare che le variazioni del capitale sociale possono verificarsi anche quando non vi è nessuna variazione dell'attivo patrimoniale, ma semplicemente

---

<sup>4</sup> art. 2343 c.4 Codice Civile

<sup>5</sup> Art. 2344 e 2477 c.c. Codice Civile

<sup>6</sup> Art. 2343 c. 4 e 2437 c.c. Codice Civile

<sup>7</sup> Art. 2446 Codice Civile

quando le riserve, sia statuarie sia facoltative, o gli utili vengono passati a capitale.

È necessario offrire una trattazione onnicomprensiva della disciplina del capitale sociale ai soli fini informativi e per completezza. Nonostante ciò, quest'analisi sarà incentrata prevalentemente sull'aumento di capitale sociale nelle società di capitali, in particolar modo nell'ambito bancario.

## **1.2 Tipologie di aumenti di capitale sociale**

Lungo il corso della vita di un'impresa, solitamente, appaiono opportunità di crescita che in alcuni casi non è possibile finanziarle con il solo autofinanziamento. Proprio per questo, se l'impresa necessita di nuova liquidità per far fronte a nuove necessità di investimenti o per far fronte ad una situazione finanziaria negativa, può ricorrere al mercato azionario con emissione di nuove azioni<sup>8</sup>, cioè deliberando un aumento di capitale.

L'aumento di capitale è un atto o un'operazione di carattere **straordinario** nella vita di una società in quanto, andando a modificare il capitale sociale, determina una variazione dell'atto

---

<sup>8</sup> SEO (seasoned equity offering), quando un'impresa emette azioni utilizzando una SEO, segue in buona sostanza il percorso di emissione di un'IPO. La differenza sostanziale è che il prezzo delle azioni già esiste, dunque non è necessaria la fase di sua fissazione.

costitutivo<sup>9</sup> e deve essere deliberato dall'assemblea in seduta straordinaria<sup>10</sup>.

Per evitare la formazione di un vistoso capitale rappresentato prevalentemente da crediti verso soci, non è consentito eseguire un aumento del capitale fino a che le azioni precedentemente emesse non siano interamente liberate.<sup>11</sup>

Esistono diversi tipi di aumento di capitale:

- aumento di capitale a pagamento
- aumento di capitale gratuito
- aumento di capitale misto: combinazione aumento di capitale gratuito e a pagamento
- aumento di capitale con emissione di obbligazioni convertibili o warrant<sup>12</sup>: l'assemblea delibera un aumento di capitale anche quando procede all'emissione di obbligazioni convertibili per un ammontare corrispondente al valore nominale delle azioni da attribuire.

---

<sup>9</sup> Costituisce modificazione dello statuto di una società per azioni ogni mutamento del contenuto oggettivo del contratto sociale; mutamento che può consistere sia nell'inserimento di nuove clausole, sia nella modificazione o soppressione di clausole esistenti.

<sup>10</sup> Art. 2365 Codice Civile

<sup>11</sup> Art. 2438 Codice Civile

<sup>12</sup> Si definisce Warrant uno strumento finanziario, quotato in Borsa, consistente in un contratto a termine che conferisce la facoltà di sottoscrivere l'acquisto o la vendita di una data attività finanziaria sottostante ad un prezzo (detto strike price o prezzo d'esercizio) e ad una scadenza stabilita.

L'aumento sarà sottoscritto man mano che le obbligazioni saranno convertite.

L'aumento è, in realtà, solo statutario poiché, anche se non tutte le obbligazioni saranno effettivamente convertite in azioni, la società emittente deve conformare la propria struttura all'ipotesi in cui tutti i sottoscrittori di obbligazioni convertibili decidano di convertirle in azioni;

- aumento di capitale delegato: modalità di aumento di capitale che prevede l'attribuzione all'organo amministrativo della facoltà di aumentare il capitale sociale fino ad un determinato ammontare e per un periodo massimo di cinque anni dalla data della deliberazione.”<sup>13</sup>

### **1.3 AUMENTO DI CAPITALE GRATUITO**

Per le società di capitali l'aumento gratuito di capitale è disciplinato dall'articolo 2442 c.c.<sup>14</sup>. Prima dell'attuale codice esso non ha destato grande interesse nella letteratura giuridica.

L'operazione si realizza mediante il passaggio a capitale delle riserve o dei fondi disponibili, quali i fondi di rivalutazione monetaria istituiti

---

<sup>13</sup> Art. 2443 Codice civile

<sup>14</sup> L'assemblea può aumentare il capitale, imputando a capitale le riserve e gli altri fondi iscritti in bilancio in quanto disponibili.

in occasione di leggi speciali ed iscritti in bilancio. Dette poste che prima dell'operazione erano disponibili e, potevano più o meno liberamente essere distribuite ai soci, a seguito della capitalizzazione vengono assoggettate alla disciplina propria del capitale e non possono essere restituite ai soci se non con l'osservanza delle norme sulla riduzione del capitale sociale.

L'incremento dell'ammontare iniziale del capitale sociale, in questo caso, non si accompagna ad alcuna variazione della consistenza originaria del patrimonio e questo perchè "l'aumento gratuito di capitale, attua, attraverso un adeguamento del capitale nominale a quello effettivamente investito nell'impresa sociale, una diversa imputazione contabile (...) di entità patrimoniali che già appartengono alla società, sia pure ad altro titolo, e non comporta un effettivo apporto di nuova ricchezza, restando immutato anche dopo l'operazione di aumento (...) il valore economico del patrimonio sociale".<sup>15</sup>

Quanto alle modalità dell'operazione, l'articolo 2442 dispone che la società ha facoltà di scegliere tra :

---

<sup>15</sup> Sezione I civile; sentenza 25 luglio 1975, n. 2902; Pres. G. Rossi, Est. Carnevale, P. M. Trotta (concl. conf.); Saccardo (Avv. Levis) c. Min. finanze (Avv. dello Stato Salto). Cassa App. Venezia 3 ottobre 1972

- l'emissione di nuove azioni o quote con le stesse caratteristiche e, nelle stesse proporzioni di quelle già esistenti, da assegnare gratuitamente ai soci in proporzione a quelle già possedute.

Nonostante la legge richieda l'emissione di azioni con le stesse caratteristiche di quelle in circolazione (c.d. criterio di omogeneità), la società può emettere azioni anche solo di una delle categorie esistenti: per esempio potrebbero essere emesse solo azioni ordinarie, che dunque devono essere assegnate anche ai possessori di azioni privilegiate o di azioni di risparmio. Nel caso in cui siano presenti diritti frazionari sulle azioni esistenti, (usufrutto, pegno, sequestro, riporto, contratti di borsa a premio) è convinzione comune della dottrina che beneficiari dell'attribuzione gratuita debbano essere gli azionisti, pur riconoscendosi ai titolari di diritti parziari l'estensione alle azioni gratuite del vincolo esistente sulle vecchie azioni.

- l'aumento del valore nominale dei titoli già esistenti, senza variarne il numero. In tal caso gli amministratori ritirano i titoli in possesso dei singoli soci (ove esistenti in forma cartacea) e li sostituiscono con altri dal valore nominale maggiore. Ogni socio conserva così la stessa quota di partecipazione alla società, antecedente alla delibera di aumento, accrescendone proporzionalmente il valore nominale.

### 1.3.1 Passaggio da riserva a capitale: modalità

Le riserve possono essere impiegate per l'aumento gratuito di capitale sempre che non abbiano una destinazione specifica.

In merito alle **riserve utilizzabili** per l'incremento del capitale sociale, è possibile "attingere" da quelle elencate di seguito:<sup>16</sup>

- **riserva sovrapprezzo azioni**, di cui all'art. 2431 Cod. Civ.: tale posta di bilancio, che si forma in caso di emissione di nuove azioni ad un prezzo superiore rispetto al valore nominale, non può essere distribuita fino a che la riserva legale non abbia raggiunto "il quinto" della riserva legale. Tuttavia, non sussistono particolari vincoli all'utilizzabilità della stessa per l'aumento di capitale sociale;
- **riserva di rivalutazione**: posta di patrimonio netto che si crea come contropartita contabile all'incremento di valore iscritto sui beni rivalutati, generalmente al netto delle imposte dovute per la rivalutazione;
- **riserve statutarie** prive di una specifica destinazione (cd. "generiche");
- riserve statutarie con una specifica destinazione (ad esempio, riserva per rinnovo impianti, per manutenzioni cicliche, ecc.), a condizione

---

<sup>16</sup> COSTA A., Le riserve nel diritto delle società, GIUFFRÈ, 1984

che l'assemblea straordinaria provveda preliminarmente a modificare la destinazione prevista nello statuto;

- **riserve facoltative:** (sono accantonamenti di utili “generici”, e quindi non presentano particolari vincoli all'utilizzo);
- **riserve costituite con versamenti dei soci:** (versamenti in conto capitale, in conto futuro aumenti del capitale, a fondo perduto, ecc.);
- **riserva legale:** di cui all'art. 2430 Cod. Civ., per la parte “disponibile”, ossia per l'importo che eccede il quinto del capitale sociale<sup>8</sup>;
- **utili portati a nuovo**

Per l'individuazione della disciplina del passaggio a capitale delle riserve statutarie si rende necessario distinguere tre ipotesi:<sup>17</sup>

- lo statuto contiene l'indicazione espressa delle destinazione della riserva ad incremento del capitale sociale: in questo caso è sufficiente che l'assemblea straordinaria deliberi l'aumento gratuito di capitale, indicando come fonte la riserva statutaria;
- lo statuto non prevede uno specifico vincolo di destinazione della riserva, limitandosi semplicemente a determinarne l'istituzione e la misura. Per cui l'assemblea straordinaria può scegliere liberamente la

---

<sup>17</sup> Si ricorda, infatti, che la citata disposizione normativa, al comma 1, prevede che “dagli utili netti annuali deve essere dedotta una somma corrispondente almeno alla ventesima parte di essi per costituire una riserva, fino a che questa non abbia raggiunto il quinto del capitale sociale”

destinazione della riserva statutaria esistente (anche e non solo per aumentare il capitale); se contestualmente intenda eliminare l'obbligo di accantonamento della riserva per il futuro, potrà farlo nella stessa delibera di destinazione;

- lo statuto prevede una destinazione particolare della riserva (che non ha nulla a che fare con l'aumento del capitale) tale da far nascere un diritto individuale del singolo socio a che la destinazione sia rispettata (ad esempio, una riserva da impiegare per distribuire agli azionisti di risparmio una percentuale di utili superiore a quella destinata agli azionisti ordinari).

In questo caso per poter cambiare la destinazione iniziale della riserva, l'assemblea deve tener presenti gli interessi dei soci (sia come singoli che

come categoria) per cui potrebbe rendersi necessaria, prima della delibera di

assemblea straordinaria (che modifica lo statuto sociale), una delibera dell'assemblea della categoria dei soci pregiudicati dal diverso impiego della riserva.

- Le riserve facoltative. Le riserve facoltative sono istituite con deliberazione dell'assemblea ordinaria che approva il bilancio, mediante accantonamento di una parte o anche di tutto l'utile distribuibile. Possono essere liberamente distribuite ai soci, dalla stessa assemblea che le ha istituite, oppure essere impiegate per

l'aumento gratuito di capitale, tuttavia nel caso di perdite pregresse, gli amministratori devono anzitutto provvedere al ripianamento di queste.

E' la stessa assemblea ordinaria che, in sede di approvazione del bilancio annuale, può destinare a capitale le riserve già costituite, rimettendo la faccenda nelle competenze dell'assemblea straordinaria, per quanto attiene alla delibera di modifica dell'atto costitutivo; sarà l'organo amministrativo a curare gli aspetti materiali relativi all'esecuzione della delibera stessa.<sup>18</sup>

#### **1.4 AUMENTO DI CAPITALE A PAGAMENTO**

Nel corso della vita di impresa può accadere che questa necessità di maggiori disponibilità finanziarie: l'assemblea straordinaria o l'organo amministrativo (se delegato) potranno ritenere più opportuno evitare l'indebitamento verso istituti di credito, scegliendo in alternativa di procurarsi nuovi mezzi finanziari a titolo di capitale sociale.

La determinazione dell'entità dell'operazione è rimessa agli organi competenti in base alle esigenze presenti e future della società.

---

<sup>18</sup> F. Marco Nacci, Operazioni su capitale sociale, in *Magistra Banca e Finanza* - Tidona.com - ISSN: 2039-7410, 2010. Studio legale TIDONA E ASSOCIATI

L'aumento del capitale a pagamento è l'ordinario strumento, il solo previsto dalla legge, per l'acquisizione di nuovo capitale di rischio: con esso la società mira ad ottenere nuovi conferimenti e, di conseguenza arricchisce la propria dotazione patrimoniale.

Nelle società di persone l'aumento si realizza mediante nuovi conferimenti a fronte dei quali i soci incrementano proporzionalmente la propria partecipazione al capitale, mentre più complessa e diversificata è la disciplina nelle società di capitali: queste ultime infatti, a fronte dell'aumento di capitale, devono attribuire ai sottoscrittori nuove quote od azioni (a seconda che si tratti di s.r.l., o s.p.a. e s.a.p.a.).

- In questo caso la società ha l'obbligo di emettere azioni delle stesse categorie e, nelle stesse proporzioni di quelle già esistenti.<sup>19</sup> In questi casi l'operazione di aumento è soggetta a due condizioni essenziali:

l'integrale liberazione del capitale già esistente<sup>20</sup>;

- l'assenza di perdite pari o superiori ad un terzo del capitale sociale  
di partenza.

Quanto all'aspetto della integrale liberazione del capitale preesistente

---

<sup>19</sup> Tale imposizione sarebbe derogabile; tuttavia posto che in questo caso si rischierebbe di arrecare pregiudizio ad alcune categorie di azionisti, parte della dottrina ha ritenuto necessario che la delibera di emissione debba essere specificamente approvata da parte delle assemblee speciali degli azionisti appartenenti alle categorie pregiudicate.

<sup>20</sup> Art. 2438 Codice Civile

va detto che alla data in cui la delibera di aumento è adottata, tutte le azioni o quote della società devono risultare interamente liberate. Tale conditio riguarda l'intero capitale sottoscritto, sia in occasione della costituzione della società sia in occasione di un precedente aumento.

La delibera assembleare di aumento del capitale deve contenere indicazioni in ordine all'ammontare dell'operazione, ai termini entro cui dovrà concludersi (sempre che la società non ritenga più opportuno procedere istantaneamente), al prezzo di emissione delle azioni o quote nonché all'eventuale sovrapprezzo, al tipo di conferimento, alle modalità esecutive dello stesso, ed alle modalità dell'offerta in opzione. Deve inoltre prevedere il regime dell'operazione: scindibile o inscindibile, anche se sovente tace al riguardo ; ne deriva che la delibera potrebbe ammettere, escludere o tacere

- in ordine alla validità della sottoscrizione parziale dell'aumento deliberato, che di conseguenza può seguire sorti differenti <sup>21</sup> : se la delibera nulla dispone in ordine alla sottoscrizione parziale, ovvero se ne esclude tout court la validità, l'aumento non può essere eseguito se non a fronte della sottoscrizione totale (c.d. aumento inscindibile);

---

<sup>21</sup> Art. 2439, c.2 Codice Civile

- se la delibera ammette espressamente la validità della sottoscrizione parziale, l'aumento può essere eseguito anche parzialmente <sup>22</sup> (c.d. aumento scindibile): nel qual caso il capitale aumenta per l'importo pari alle sottoscrizioni effettivamente raccolte ovvero limitatamente alla entità minima prestabilita (ove raggiunta).

Da ultimo è importante che la delibera assembleare riporti la nuova veste degli articoli dell'atto costitutivo che fanno riferimento al capitale e, il mandato agli amministratori ad eseguire la delibera.

In esecuzione della delibera di aumento, infatti, sono gli amministratori che normalmente provvedono a collocare i nuovi titoli, facendone offerta di sottoscrizione prima ai soci - che, come si vedrà diffusamente, vantano uno specifico diritto sulle azioni di nuova emissione (c.d. diritto di opzione)- e poi ai terzi che fossero interessati ad entrare nella compagine societaria.

Quanto ai nuovi conferimenti, conseguenti all'aumento di capitale, si applica una disciplina analoga a quella prevista per i conferimenti in fase di costituzione.<sup>23</sup>

---

<sup>22</sup> Campobasso G., Manuale di diritto commerciale, sesta edizione, Utet Giuridica, pag 317.

<sup>23</sup> I sottoscrittori di azioni o quote di nuova emissione debbono, all'atto della sottoscrizione, versare almeno i tre decimi del valore nominale delle azioni sottoscritte nelle mani degli amministratori, mentre all'aumento di capitale mediante conferimenti in natura o conferimenti di crediti si applicano le disposizioni degli artt. 2342, II e III comma e 2343 (art. 2440). Non è qui prescritto il versamento dei tre decimi presso istituti di credito, come in sede di costituzione della società.

## **1.5 Tipologie di offerte di nuove azioni**

Le azioni di nuova emissione possono avere modalità differenti di distribuzione:

- Offerta in opzione: Come si evince, con l'aumento di capitale a pagamento, i soci rischierebbero di vedere menomata la propria quota di partecipazione, ed è per questo che il legislatore ha previsto un apposito diritto spettante a questi, in sede di aumento: diritto di opzione<sup>24</sup>. Facciamo in questo caso riferimento ad un tipo di emissione mediante offerta in opzione ai vecchi azionisti.

Le azioni di nuova emissione e le obbligazioni convertibili in azioni devono essere offerte in opzione ai soci in proporzione al numero delle azioni possedute, in concorso con gli eventuali possessori di obbligazioni convertibili, sulla base del rapporto di cambio. Questa norma, espressa dall'articolo 2441 del Codice Civile, tutela l'interesse del socio a mantenere inalterata la propria quota di partecipazione al capitale dell'impresa. Tale interesse risulta particolarmente rilevante nel sistema imprenditoriale italiano, caratterizzato da un vasto tessuto di piccole-medie imprese tramandate da padre in figlio. Questa realtà è per molti versi l'asse portante della struttura produttiva italiana.

---

<sup>24</sup> Art. 2441 del Codice Civile

Agli azionisti di una società italiana che lancia un aumento di capitale viene offerto, di norma, per ogni azione posseduta, un diritto d'opzione. Un determinato numero di tali diritti consente di acquistare ad un prezzo prefissato, un determinato numero di azioni di nuova emissione.

Gli azionisti hanno la facoltà di utilizzare, non utilizzare o vendere tali diritti sul mercato.

- **OPS (OFFERTA PUBBLICA DI SOTTOSCRIZIONE):**

Di particolare rilievo nelle IPO<sup>25</sup>, quando le imprese devono dotarsi del flottante<sup>26</sup> minimo necessario ed entrare, perciò, nel mercato; è un'operazione attraverso la quale avviene il collocamento sul mercato, da parte delle società autorizzate, di una particolare categoria di azioni, che l'azienda emette per aumentare il proprio capitale sociale e sulle quali non è esercitato il diritto di opzione da parte dei soci.

---

<sup>25</sup> Un'Offerta Pubblica Iniziale (Initial Public Offering - IPO) è un'offerta al pubblico dei titoli di una società che intende quotarsi per la prima volta su un mercato regolamentato. Le offerte pubbliche iniziali sono promosse generalmente da un'impresa il cui capitale è posseduto da uno o più imprenditori, o da un ristretto gruppo di azionisti (ad esempio investitori istituzionali o venture capitalist), che decide di aprirsi ad un pubblico di investitori più diffuso contestualmente alla quotazione in Borsa.

<sup>26</sup> Il flottante indica la quantità di azioni, emesse da un'azienda quotata, che gli investitori possono liberamente commerciare nel mercato secondario. Queste azioni non fanno parte della cd. "partecipazione di controllo"

L'emissione e la collocazione delle azioni avviene di norma con l'aiuto di un intermediario finanziario o un gruppo di sottoscrittori (underwriter)<sup>27</sup> che offre i titoli al pubblico.

L'offerta pubblica, quindi, non garantisce e nemmeno consente agevolmente agli azionisti la possibilità di mantenere inalterata la propria quota di partecipazione nel capitale dell'impresa.

Non a caso, infatti, tale modalità di emissione delle azioni è soprattutto diffusa sul mercato statunitense, dove prevale il modello della *public company*<sup>28</sup>, caratterizzato da un'elevata dispersione della proprietà e dalla presenza nella compagine azionaria di numerosi e qualificati investitori istituzionali, che spesso controllano le grandi società detenendo quote "irrisorie" del loro capitale, rispetto a quelle osservabili nel nostro mercato, caratterizzato da un'elevata concentrazione della proprietà azionaria.

---

<sup>27</sup> In un collocamento mediante consorzio di garanzia o mediante consorzio di assunzione a fermo, l'underwriter è l'intermediario (oppure il gruppo di intermediari) che si impegna ad acquistare in proprio i titoli non collocati presso il pubblico. Il termine "underwriter" deriva dal fatto che tale intermediario sottoscrive i titoli non venduti al fine di garantire all'emittente il collocamento dell'intero quantitativo in emissione. A fronte di tale impegno l'underwriter (oppure gli underwriters) percepiscono una commissione denominata *underwriting fee*.

<sup>28</sup> Struttura societaria caratterizzata dal fatto che la proprietà azionaria è divisa tra un grandissimo numero di azionisti. La presenza di un azionariato diffuso consente a società così strutturate di raccogliere ingenti capitali evitando i rischi connessi al finanziamento bancario. Nella *public company* si evidenzia, al massimo grado, la separazione tra proprietà e gestione: infatti, mancando dei veri e propri azionisti di maggioranza, i managers decidono liberamente l'indirizzo aziendale dal momento che i piccoli azionisti sono interessati soltanto a percepire un dividendo soddisfacente.

- OPV (Offerta pubblica di vendita): si realizza quando i titoli di nuova emissione sono acquistati da un consorzio di “assunzione a fermo” per la successiva collocazione sul mercato.

## **1.5 Il Diritto di Opzione**

Il diritto di opzione<sup>29</sup> è il diritto dei soci attuali di essere preferiti ai terzi nella sottoscrizione dell’aumento del capitale sociale a pagamento.

Serve a mantenere inalterata la proporzione in cui ciascun socio partecipa, attraverso il voto, alla formazione della volontà sociale e al patrimonio sociale. Tutto ciò comporta che il diritto abbia un proprio valore economico, che l’azionista può monetizzare cedendolo a terzi qualora non voglia o non possa partecipare all’aumento. Esso, inoltre può essere sacrificato quando uno specifico interesse della società lo esige.

Esso compete agli azionisti di ogni categoria ed ai possessori di obbligazioni convertibili<sup>30</sup> su tutte le azioni emesse dalla società. Il

---

<sup>29</sup> Art. 2441 del Codice Civile

<sup>30</sup> Le obbligazioni convertibili sono titoli che si trovano in posizione intermedia tra i titoli obbligazionari e i titoli azionari. Il loro possessore ha la facoltà di decidere se rimanere creditore della società emittente per tutta la durata del prestito, oppure se, in determinati periodi, convertire il proprio status da creditore a socio (azionista) sulla base di un rapporto di cambio predeterminato.

diritto è attribuito a ciascun azionista in proporzione del numero delle azioni già possedute.<sup>31</sup>

Le offerte con diritto di opzione (rights offer) fungono da protezione dall'underpricing per gli azionisti già esistenti. Per capire il meccanismo, supponete che un'impresa abbia 100 euro in cassa e abbia emesso 50 azioni. Ognuna di queste azioni vale 2 euro. L'impresa annuncia un'offerta pubblica (cash offer) per 50 azioni ad un prezzo di 1 euro. Una volta, che l'offerta è stata completata la società avrà 150 euro in cassa e 100 azioni in circolazione. Il prezzo per azione ora è di 1,50 euro, il che riflette il fatto che le nuove azioni sono state vendute ad un prezzo più basso. I nuovi azionisti ricevono un guadagno di 0,5 a spese dei vecchi azionisti.

Questi vecchi azionisti sono protetti, invece, se la società effettuasse un'offerta in opzione. In questo caso, invece di offrire nuove azioni in vendita al pubblico, si offre a ciascun azionista il diritto di acquistare un'azione aggiuntiva a 1 euro. Se tutti gli azionisti scegliessero di esercitare i loro diritti, allora, dopo la vendita l'impresa avrebbe lo stesso valore sul mercato del caso precedente. In questa ipotesi, tuttavia, il guadagno dello 0,5 euro sarà a vantaggio degli azionisti esistenti e controbilancerà la caduta del prezzo delle azioni.

---

<sup>31</sup> Per l'esercizio del diritto la società deve concedere agli azionisti un termine non inferiore a 30 giorni, che decorre dalla pubblicazione dell'offerta mediante deposito presso il registro delle imprese.

Per le azioni quotate, i diritti d'opzione rimasti inoperti devono essere offerti nel mercato regolamentato dagli amministratori, ed il ricavato va a beneficio del patrimonio sociale.

Il titolare del diritto può decidere se:

- esercitare il diritto (nel caso in cui il prezzo di mercato sia inferiore al valore teorico)
- vendere il diritto (nel caso in cui il prezzo di mercato sia superiore al valore teorico)

Il calcolo del valore teorico del diritto quindi assume un ruolo fondamentale per la corretta interpretazione e gestione di un aumento di capitale. Il valore teorico del diritto non è altro che l'esatto ammontare che compensa l'azionista dalla riduzione di prezzo che le azioni subiscono in conseguenza della ricapitalizzazione.

Il diritto ha un valore positivo, poiché consente di comprare azioni di nuova emissione, e, quindi, il giorno in cui tale diritto si "stacca" dall'azione, il corso di quest'ultima tende a flettere, in corrispondenza al valore del diritto che gli è stato sottratto.

Per rendere confrontabili le due serie di prezzi azionari l'Associazione Italiana Analisti Finanziari (AIAF) ha calcolato un coefficiente di aggiustamento che ne consente la comparazione. Tale coefficiente prende il nome di fattore AIAF ed è così determinato:

- Pto/Pcum

dove Pto = Prezzo teorico optato

Moltiplicando il fattore AIAF per i prezzi precedenti la data di stacco, le due serie sono rese omogenee e confrontabili.

### **1.6.1 Prezzo CUM, TERP e prezzo EX**

Il lettore, a questo punto si domanderà cosa intendiamo per prezzo cum, prezzo ex prezzo teorico optato. Quest'ultimo, date le condizioni di emissione delle nuove azioni (prezzo e rapporto di emissione) ed applicando il principio di “conservazione della ricchezza” “non è altro che il prezzo ex che si dovrebbe realizzare dato l'ultimo prezzo cum e le condizioni di emissione delle nuove azioni”<sup>32</sup>

Supponiamo che una società abbia 100 azioni del valore di 30 euro ciascuna. Supponiamo anche che sia varato un aumento di capitale che prevede l'emissione di altre 100 azioni al valore di 20 euro ciascuna (con un sconto tipico di queste operazioni e deciso per invogliare i soci alla ricapitalizzazione). Poniamo anche che l'azionista a cui facciamo riferimento abbia dieci azioni.

---

<sup>32</sup> BREALEY R., MYERS S.C., ALLEN F., SANDRI S., Principi di finanza aziendale, MC GRAW HILL, Milano, 2007.

Nel momento dello stacco del diritto, ossia della sua gratuita attribuzione ai soci, il nostro azionista avrà 10 azioni del valore di 30 euro ciascuna e quindi un portafoglio di 300 euro. Oltre a questo avrà 10 diritti che gli consentono di sottoscrivere altre 10 azioni al prezzo di 20 euro ciascuna. Al termine dell'emissione delle nuove azioni quindi il loro valore (essendo le nuove azioni in pari numero delle vecchie) dovrebbe essere pari a una media di 30 euro (vecchio valore) e 20 euro (valore delle nuove emissioni), dovrebbe quindi ammontare a 25 euro. Proprio questo valore corrisponde al prezzo teorico ex diritto. Quindi, il prezzo teorico optato è il prezzo teorico di un'azione dopo lo stacco del diritto di opzione relativo ad un aumento di capitale, cioè il prezzo teorico a cui le nuove azioni optate dovrebbero essere quotate e rappresenta il primo prezzo ex. Ne segue, che il valore teorico dell'azione dopo l'inizio dell'operazione, è dato dal rapporto fra il valore delle azioni possedute prima dell'aumento sommato al capitale versato per la sottoscrizione delle nuove e il numero di azioni possedute dopo l'operazione di aumento di capitale.

$$V_o = \frac{v \times P_m + n \times P_e}{v + n}$$

dove  $v$  = numero di azioni preesistenti e  $n$  = numero di azioni di nuova emissione.

Per quanto riguarda il prezzo cum, questo rappresenta l'ultimo prezzo a cui il titolo quota ancora "cum diritto". Infine, il prezzo ex è rappresentativo delle quotazioni successive all'aumento.

Se il ragionamento sulla base del quale è stato formulato il concetto di prezzo teorico optato è valido, ne consegue che il valore del diritto è equivalente alla differenza tra il prezzo di una vecchia azione (che incorpora tale diritto) e il prezzo che si prevede si realizzerà sul mercato allo stacco del diritto, vale a dire:

$$\text{Diritto} = \mathbf{P_{cum}} - \mathbf{P_{to}}$$

Tale relazione, tuttavia, esprime il valore del diritto d'opzione in relazione all'ultimo prezzo cum, prima che i diritti siano negoziati sul mercato, non si presta invece ad essere utilizzato per determinare il valore teorico del diritto ad aumento di capitale iniziato.

La formula, prima ricordata prevede che, dall'inizio della negoziazione dei diritti deve essere indifferente, comprare un'azione direttamente sul mercato (al prezzo ex); o comprare un'azione acquistando i diritti necessari a sottoscrivere una nuova azione e pagando il prezzo di emissione. Ciò equivale a dire:

$$P_{ex} = P_e + D \times (n/v)$$

dove  $n/v$  = numero dei diritti necessari per l'acquisto di una nuova azione Di conseguenza il valore teorico del diritto è pari a:

$$D = (P_{ex} - P_e) \times (v/n)$$

dove  $v/n$  = rapporto di emissione dei nuovi titoli. Questa espressione consente di determinare il valore teorico del diritto d'opzione data la quotazione del titolo ex-diritto.

## **2 Reazione dei mercati alle operazioni di ricapitalizzazione**

### **2.1 Introduzione**

Dopo aver accennato, nel capitolo precedente, alle diverse tecniche di emissione delle nuove azioni, in questo capitolo si cercherà di rispondere al seguente interrogativo: quali sono le determinanti che influenzano una società nella scelta fra un'offerta in opzione e un'offerta pubblica di sottoscrizione?

L'analisi di queste determinanti farà meglio comprendere i vantaggi e le circostanze in cui una sia da preferire all'altra. Per fare questo è necessario però evidenziare, innanzitutto, il quadro economico-legislativo in cui le società si trovano ad operare, nonché i due tipi societari che caratterizzano l'esperienza anglosassone ed europea, così come le teorie a sostegno di un'emissione rispetto ad un'altra. Le notevoli differenze fra i modelli societari, infatti, determineranno sia le modalità di emissione che le reazioni del mercato alle operazioni di ricapitalizzazione, che di fatto, è quello che la nostra tesi vuole chiarire. Alcuni studi americani, soprattutto quelli di MYERS S.C. e MAJLUF N. (1984) e MILLER M.H. e ROCK K. (1985) hanno elaborato alcune teorie che cercano di spiegare come le emissioni offerte al pubblico generino una reazione negativa del mercato. Lo

studio di Bigelli, invece, adattando il lavoro di Myres S.C. e Mjaluf N. al contesto italiano, analizza la reazione positiva del mercato all'aumento di capitale offerto in opzione.. La reazione del mercato è prevalentemente spiegata, quindi, attraverso i modelli di signaling, adverse selection e il modello di Bigelli.

## **2.2 Capitalismo anglosassone e renano: i due sistemi a confronto**

A questo punto, occorre richiamare le profonde differenze che corrono fra il sistema capitalistico che si è realizzato in America e in Inghilterra e quello dell'Europa continentale. Queste differenze, in parte riflettono diversità culturali e psicologiche e in parte da differenze proprie dei sistemi economici.

La differenza sostanziale, però, sta nella contendibilità del controllo societario, cioè la possibilità per un gruppo esterno all'effettivo azionariato dell'impresa di assumere il controllo.

Le corporations o public companies americane e inglesi risultano generalmente contendibili perché i sindacati di controllo più grandi mediamente non superano il 5% del capitale azionario negli stati Uniti e il 10% in Gran Bretagna.

Nel vecchio continente, invece, i blocchi azionari di voto, o sindacati di controllo, vanno da un massimo che è mediamente del 53-56% (Italia, Germania, Belgio) ad un minimo del 20% (Francia).

Nel caso di sistemi anglosassoni, dove prevalgono le società contendibili fortemente dipendenti dal mercato azionario, e dove non sono presenti coalizioni fra singoli azionisti per detenere stabilmente il controllo di specifiche società, si deve tenere presente un'ulteriore distinzione fra la proprietà che compete all'insieme degli azionisti, e il controllo che è esercitato dagli amministratori, ovvero i manager. I primi si configurano come mandanti, i secondi come agenti.<sup>33</sup> La principale conseguenza che discende dalla separazione tra proprietà e controllo è che gli obiettivi delle due categorie possono non coincidere, nel senso che il CEO potrebbe non condividere la massimizzazione del profitto per gli azionisti.

Quindi, stiamo parlando di società ad azionariato diffuso in cui la massima frammentazione dei diritti di voto avviene tramite la quotazione e la diffusione presso il pubblico dei titoli azionari. In tal senso, abbiamo l'espropriazione degli azionisti da parte del management di impresa.

---

<sup>33</sup> Scognamiglio C. P., *Economia Industriale. Economia dei mercati imperfetti*. Luiss University Press 2013

La loro partecipazione infinitesimale, trasforma la funzione obiettivo identitaria, assimilandola a quella meramente finanziaria di un azionista risparmiatore (l'investimento avrà natura solo finanziaria).

Infatti, la caratteristica peculiare di questo tipo di impresa è l'assenteismo assembleare<sup>34</sup>, così facendo, i manager sfruttano il loro vantaggio informativo e le difficoltà di coesione dei piccoli azionisti, ponendo in essere anche azioni volte a massimizzare il loro interesse personale a danno dei piccoli azionisti.<sup>35</sup>

Da qui, un importante paradosso che sembra dare ragione a chi sostiene che gli azionisti delle public companies non sono dei veri proprietari, ma somigliano piuttosto a degli scommettitori, che si aspettano dei rendimenti puramente finanziari dall'azione manageriale.

La profonda differenza, del modello capitalistico che si è affermato nei paesi che si affacciano sulle sponde del Reno consiste nella Corporate Governance, e in particolare, come si è visto nel fatto che qui il controllo azionario delle imprese è riconducibile ad un numero

---

<sup>34</sup> In ragione delle loro piccole quote nel capitale, gli azionisti non hanno interesse né avvertono i benefici nel partecipare alle assemblee, visto che la loro ridotta quota non consente loro di incidere significativamente sulle decisioni; mentre devono accollarsi tutti i costi della partecipazione e informazione.

<sup>35</sup> Zona Fabio, Corporate Governance, Le imprese familiari (2013)

limitato di soggetti, e perciò non ha natura pubblica, nel senso inglese del termine.

L'elevata concentrazione scaturisce dal fatto che le famiglie proprietarie vogliono mantenere il controllo, anche a costo di ridurre la capacità dell'impresa di generare ricchezza. Il problema principale, quindi, sta nel fatto che limitando la propria capacità di finanziamento, il sistema di corporate ha difficile accesso a settori ad alta intensità di capitale.<sup>36</sup>

Le imprese familiari sono assai più presenti in settori a media o bassa intensità di capitale.

Il quadro istituzionale in cui vengono effettuati gli aumenti di capitale in Italia è profondamente diverso, nel senso che è positiva in genere la reazione del mercato all'annuncio di operazioni di ricapitalizzazione.

L'interesse al mantenimento della quota di controllo, storicamente molto rilevante per le imprese italiane, ha fatto sì, che il legislatore prevedesse l'offerta in opzione come unica modalità di aumento di capitale.

In quasi tutti i paesi europei le nuove azioni vengono offerte, in opzione agli azionisti esistenti, con uno sconto che è di gran lungo più elevato rispetto a quello offerto dalle public companies, negli USA, ovvero del 40-50% del prezzo di mercato. La struttura proprietaria è

---

<sup>36</sup> Sebbene si riscontrino imprese a controllo familiare in alcuni settori simili, come quello automobilistico (vedi caso FCA), tale circostanza è abbastanza rara.

anche molto concentrata, specialmente in Italia, come abbiamo già visto.

Se nel caso precedente l'asimmetria informativa esisteva tra manager e azionisti, in questo modello si assiste alla coincidenza fra manager e azionisti di maggioranza e la presenza, invece, di una asimmetria fra gli azionisti di maggioranza e quelli di minoranza.

L'acquisto, qui, è incentivato dal fatto che gli azionisti non vogliono vedere diluita la loro quota di partecipazione e di controllo all'intero del pacchetto azionario dell'impresa, e dal fatto che i vincoli di ricchezza e di acquisto delle nuove azioni da parte dei manager, riscontrati precedentemente, risultano essere meno stringenti.

I gruppi di controllo delle società italiane, tendono a partecipare all'operazione pro quota, escludendo pertanto la convenienza a varare aumenti di capitale solo in presenza di sopravvalutazione dei titoli.

In sostanza, il problema di adverse selection<sup>37</sup> riscontrato negli USA è inesistente negli aumenti di capitale italiani e europei.

---

<sup>37</sup> La **selezione avversa** è una situazione in cui una variazione delle condizioni di un contratto provoca una selezione dei contraenti sfavorevole per la parte che ha modificato, a suo vantaggio, le condizioni. Il concetto di selezione avversa, nato in campo assicurativo, viene impiegato in diversi altri settori, nei quali modifiche nei rapporti tra due parti spingono una delle due a rinunciare al rapporto con l'altra, lasciando il posto a soggetti che presentano in misura minore la caratteristica preferita dall'altra parte.

## 2.3 Modelli di reazione del mercato agli aumenti di capitale

### 2.3.1 Modelli di signaling

Negli USA, il prezzo di emissione delle nuove azioni è in genere fissato pari al prezzo di mercato meno un piccolo sconto<sup>38</sup>, in genere dello 0.5%, per incentivare l'acquisto dei nuovi titoli, rispetto a quelli già in circolazione.

Nel primo caso, da un lato vi sono i manager, dall'altro gli investitori esterni, i primi in genere hanno informazioni aziendali o di mercato che i secondi non hanno. Questo è proprio quello che ipotizzano nel loro modello, *MYERS S.C. E MAJLUF N.*<sup>39</sup>, in cui i manager essendo insider, e quindi avendo a disposizione un set informativo decidono nel procedere o meno all'aumento di capitale nell'interesse dei vecchi azionisti.

---

<sup>38</sup> Underpricing: Le società possono scegliere consapevolmente di offrire al pubblico i loro titoli ad un prezzo inferiore al presumibile prezzo di mercato al momento della quotazione per incentivare gli investitori ad aderire all'offerta, o per favorire la massima diffusione dei titoli fra un vasto pubblico, oppure per l'esistenza di rilevanti asimmetrie informative fra i partecipanti all'operazione. Sull'entità dell'underpricing possono incidere anche altri fenomeni quali un eventuale squilibrio fra domanda e offerta dei titoli proposti nonché lo sconto riconosciuto agli investitori rispetto a titoli già quotati di società confrontabili oppure ancora fenomeni di natura comportamentale.

<sup>39</sup> MYERS S.C., MAJLUF N.S., "Corporate financing when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*" n.13, 1984

Gli insider stessi, poi sono considerati passivi, innanzitutto, perché la loro partecipazione può essere limitata da eventuali vincoli di ricchezza e infine perché non vi è interesse a mantenere una quota di partecipazione, perché questa nelle public companies può essere così piccola e non attribuire nessun diritto amministrativo e quindi al controllo d'impresa.

Un'altra ricerca ha mostrato che gli insider<sup>40</sup> delle imprese statunitensi non solo rimangono passivi e non partecipano all'acquisto, ma in 62 casi su un campione di 81 aumenti di capitale nel periodo 1991-92 il management cedeva anche le proprie azioni a cavallo dell'emissione.

Poiché l'aumento è sottoscritto solo dai nuovi azionisti, un aumento di capitale con titoli ai prezzi di mercato, comporta un trasferimento di ricchezza dai nuovi ai vecchi azionisti, quando i titoli sono sopravvalutati.

Al contrario quando i titoli sono sottovalutati, si verificherebbe l'esatto opposto, e si verificherebbe un aumento di ricchezza dei vecchi azionisti solo se l'operazione servisse a finanziare un progetto a VAN positivo.

Tutto ciò crea un problema di "adverse selection", ovvero una situazione in cui una variazione delle condizioni di un contratto provoca una selezione dei contraenti sfavorevole per la parte che ha

---

<sup>40</sup> L'insider trading consiste nell'abuso di informazioni privilegiate, notizie ancora non pubbliche, e sfruttamento di queste per ottenere dei profitti, consci di come queste notizie modificheranno il mercato quando saranno pubbliche.

modificato, a suo vantaggio, le condizioni, perché gli investitori esterni difficilmente sono in grado di capire se l'impresa faccia una ricapitalizzazione per finanziare un progetto o perché veda le sue azioni sopravvalutate, dal momento che nel maggior parte dei casi, si verifica la seconda ipotesi.

In particolare nell'economia statunitense, l'annuncio di un'offerta pubblica di raccolta viene interpretato negativamente dal mercato, che reagisce con una correzione al ribasso sul prezzo di borsa del titolo stesso.

In Italia l'evidenza è meno empirica perché gran parte degli aumenti di capitale vengono offerti in opzione agli azionisti esistenti.

Proprio per questo le imprese per evitare un problema di adverse selection, e quindi per evitare che l'emissione di nuove azioni comunichi al mercato un'informazione dannosa per l'impresa, una nuova teoria elaborata dagli stessi *Myres e Majluf*, ovvero la "Pecking Order Theory" o "teoria dell'ordine di scelta" spiega come, appunto, queste preferiscano fonti interne di finanziamento (autofinanziamento) come prima risorsa. Difatti gli investitori tendono a interpretare una richiesta di fondi al mercato come un messaggio di sopravvalutazione del prezzo delle azioni della società che pongano in essere un'emissione di titoli per finanziarsi, ma questo come prima evidenziato succede negli USA piuttosto che in Europa Occidentale.

In mancanza ricorrono al debito (ad esempio quello bancario), e solo in ultima istanza ad un aumento di capitale.

Le azioni rappresentano l'ultima risorsa a disposizione del management, quando l'impresa esaurisce la sua capacità di indebitarsi. Il problema di asimmetria informativa e quindi di adverse selection è molto sentita per quanto riguarda l'emissione di azioni, favorendo l'emissione di debito.

Se è richiesto, poi, un finanziamento esterno, le imprese emetteranno innanzitutto titoli più sicuri; iniziando col debito (obbligazioni), successivamente titoli ibridi (obbligazioni convertibili) e infine come ultima risorsa, le azioni.

Altri modelli, poi, hanno cercato di affrontare quello che è il problema di asimmetria informativa ma distinguendosi dal modello di *Myres S.C.* e *Majluf N*, infatti cambia il tipo di informazione che l'aumento di capitale fornisce al mercato.

Ad esempio *Masulius*, , nella leverage hypothesis, afferma che il management modifichi la struttura finanziaria dell'impresa, e quindi riduca il rapporto debito-capitale attraverso una diminuzione del numeratore e un aumento del denominatore poichè si aspetta dei flussi di cassa in diminuzione, e quindi può beneficiare in misura minore dello scudo fiscale degli interessi.

### **2.3.2 Modelli di adverse selection**

*Myres e Majluf* certamente chiariscono nel loro modello il problema di selezione avversa, ma alcuni studiosi hanno, invece, formulato modelli che mettono in relazione le operazioni di aumento di capitale con la reazione, o comunque l'andamento dei mercati azionari.

Infatti, secondo il modello di *Choe H, Masulius R. e Nanda V.K.*, l'emissione di nuove azioni si concentrerebbe soprattutto nelle fasi espansive del ciclo economico e finanziario e ciò sarebbe giustificato per il fatto che le imprese sopporterebbero minori costi di selezione avversa.

Nelle fasi espansive del ciclo economico, infatti, vi sono sicuramente maggiori opportunità di investimento, e le imprese così possono lanciare un'informazione positiva al mercato e risultare più oneste agli occhi degli investitori, rispetto ad altre che emettono un aumento in fasi di recessione del ciclo economico e quindi solo per sfruttare la sopravvalutazione dei titoli. Il mercato così sarebbe più fiducioso e si attenuerebbe il fenomeno di selezione avversa.

*Korajczyk R.A., Lucas D. e McDonald R.*, invece, studiano la relazione che esiste tra asimmetria informativa e lasso di tempo che intercorre dalle ultime informazioni rilasciate dal management. Sostengono, infatti, che più aumenta l'intervallo di tempo, più il fenomeno di

adverse selection è accentuato. Il modello, quindi, prevede reazioni via via più sfavorevoli man mano che aumenta la distanza tra il rilascio delle informazioni e l'operazione di aumento del capitale. Per il management così può risultare semplice ridurre l'effetto avverso, preoccupandosi di fornire informazioni sulla società poco prima dell'operazione e quindi contenere reazioni sfavorevoli del mercato.

Quando, infatti, il mercato riceve informazioni, il valore delle imprese sottovalutate tende a crescere, mentre quello delle imprese sopravvalutate tende a decrescere. Sotto questa assunzione, immaginiamo due imprese identiche ma, una sottovalutata e un'altra sopravvalutata. La prima si aspetta che il mercato capisca il reale valore, ritardando un aumento di capitale finché il prezzo delle azioni non sia più alto. La seconda, invece, si aspetta che il mercato capisca il suo reale valore inferiore, e quindi cerca di emettere nuove azioni il più presto possibile.<sup>41</sup>

Questo modello sostiene che vi sia una relazione positiva tra il rilascio delle informazioni e le operazioni di ricapitalizzazione, quando, però, le prime siano fornite al pubblico subito prima di effettuare tale operazione, e cioè, maggiore è il lasso di tempo che intercorre rispetto alla information disclosure, maggiore sarà l'effetto sfavorevole del mercato.

---

<sup>41</sup> R. Glenn Hubbard, *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, 1990.

Questo spiega il perché le società, proprio per incoraggiare gli investitori, divulgano o report dettagliati sull'andamento economico finanziario della società.

A *Jensen M.C.* si deve il suo contributo nell'aver chiarito nel suo modello, un altro aspetto per quanto riguarda la reazione dei prezzi alle operazioni di aumento. Egli spiega come specialmente nelle public company il management dovrebbe fornire agli investitori informazioni sull'investimento in progetti a VAN positivo, poiché altrimenti il capitale raccolto potrebbe essere usato dal manager per rincorrere progetti a VAN negativo, poiché questi massimizzerebbero la loro funzione d'utilità più che quella dell'impresa. Attraverso questo studio, si sostiene che la reazione dei prezzi delle azioni, dipende dalla valutazione del mercato sulla qualità delle sue opportunità di investimento. Annunci di aumenti di capitale hanno un effetto positivo sui prezzi azionari di imprese con considerevoli opportunità di investimenti preziosi. Contrariamente, gli annunci di aumenti di capitale hanno un effetto negativo sui prezzi se tali opportunità non esistono. Nel complesso, l'evidenza empirica supporta la congettura che è la qualità dell'investimento, piuttosto che la sua industria che determina la quota di reazione dei prezzi alle sue decisioni in materia di spesa in conto capitale.

### 2.3.3 Modello di Bigelli

Lo studio di *Bigelli* cerca di adattare la trattazione di *Myres S. C. e Majluf N.* al contesto italiano, e spiegare come nelle offerte in opzione italiane, la reazione del mercato sia positiva. Questa è dovuta principalmente a due fattori, che secondo *Bigelli M.* rappresentano la vera differenza tra le emissioni negli Stati Uniti e quelle in Europa: insider attivi ed effetto quasi split.

Infatti, l'esperienza italiana è contraddistinta da un alto controllo aziendale, solitamente esercitato da uno o più azionisti di maggioranza e dal suo interesse nel conservarlo, partecipando attivamente all'operazione di aumento del capitale sociale.

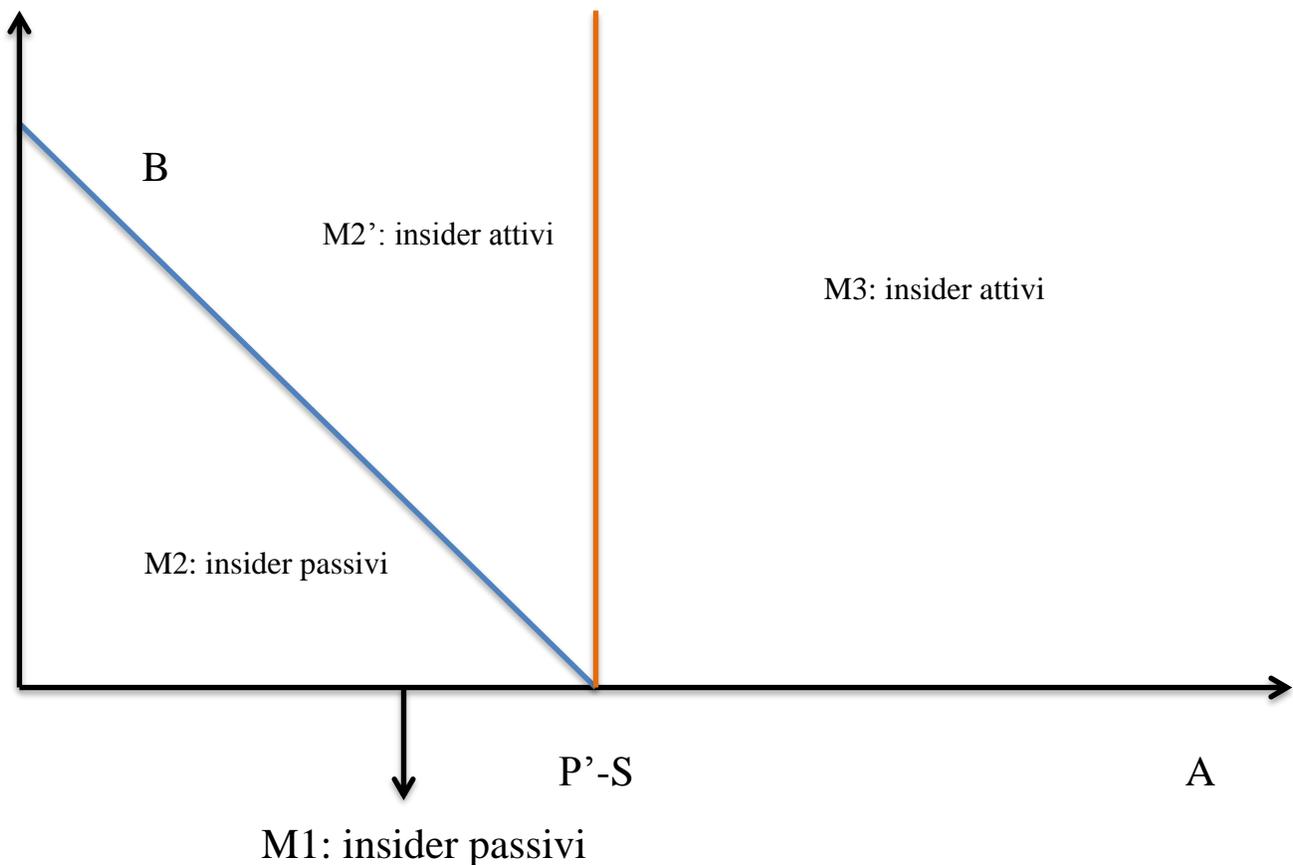
Le principali ipotesi del modello sono le seguenti:

- l'attivo dell'impresa è costituito da un'attività "A" e da una riserva di liquidità "S";
- l'impresa ha un'opportunità d'investimento "I" finanziabile in parte con la liquidità e in parte con emissione di nuove azioni. L'investimento ha un VAN pari a "B", che si suppone maggiore o pari a zero;
- l'impresa non ha debito;
- al momento dell'emissione solo i manager conoscono il reale valore di "A";

- i manager decidono nell'interesse dell'azionista di maggioranza, che può avere convenienza a rimanere passivo a patto che la sua quota non scenda mai sotto  $\alpha$ , che è la quota minima di controllo.

Bigelli pone sugli assi cartesiani il Van del progetto d'investimento e il valore effettivo dell'attività "A".

Posto che gli investitori si aspettano un valore dell'attività pari a "P'-S", dove "P'" è il valore atteso dell'impresa, il quadrante viene suddiviso in regioni, che indicano diverse situazioni di scelta per il management.



Fonte: BIGELLI M., Gli aumenti di capitale nelle società quotate: un'analisi economico-finanziaria, GIAPPICHELLI, Torino, 1996.

La retta in blu identifica il valore atteso dell'attività da parte del pubblico, a destra della quale i titoli sono sottovalutati e a sinistra della quale i titoli sono sopravvalutati.

La semiretta, invece che unisce l'asse delle ordinate con il punto "P"-S" rappresenta i casi in cui, qualora si proceda ad un'operazione di ricapitalizzazione il VAN del progetto coincida con la sopravvalutazione attesa dell'impresa.

A sinistra, quindi, nella regione M1 e M2 i titoli sono sopravvalutati e gli insider preferiranno non partecipare, rimanendo, così, passivi. In particolare, il trasferimento di ricchezza che potrebbero ottenere dai nuovi azionisti è maggiore rispetto al VAN. Mentre, nella regione M2' il trasferimento è minore, gli insider potrebbero ottenere maggiore ricchezza finanziando il progetto, e quindi partecipando alla ricapitalizzazione, gli insider saranno attivi. Nella regione M3, invece, i titoli sono sottovalutati, e quindi, necessariamente il gruppo di controllo partecipa all'aumento.

Lo studio condotto da Bigelli, in cui l'unico contenuto di "signaling" è dato dalla decisione di aumentare o no il capitale, consente di identificare le scelte del management e la reazione del mercato in merito.

In presenza di titoli sottovalutati, qualsiasi investimento a VAN positivo spinge il management a promuovere la ricapitalizzazione, mentre nel modello di *Mayres e Majluf* l'aumento sarebbe stato

lanciato solo se il VAN fosse stato maggiore del trasferimento di ricchezza a cui i vecchi azionisti andavano incontro. La regione M3 è quella più desiderata dagli investitori, perché presuppone titoli sottovalutati e investimenti a VAN positivo. Perciò, anche se gli outsider non sono in grado di riconoscere M3 nell'insieme indistinto di M la reazione del mercato alla ricapitalizzazione sarà meno negativa rispetto al modello di *Myres e Majluf* in quanto è maggiore la probabilità che l'aumento ricada nella regione M3.

### **2.3 Effetto quasi-split (QSE)**

Il secondo fattore che incoraggerebbe un effetto positivo, secondo Bigelli, e quindi, una favorevole reazione del mercato che spesso accompagna l'annuncio di un aumento di capitale offerto in opzione, è il segnale implicito di un aumento dei dividendi, chiamato quasi split effect.

Se, infatti, successivamente, l'operazione, la quotazione di un titolo che prima aveva un valore pari a 3, passa a 2.5 e il dividendo che era dello 0.15 viene mantenuto costante, il tasso di dividendo o dividend yield salirebbe dal 5% ( $0.15/3$ ) al 6% ( $0.15/2.5$ ).

L'incremento del tasso sarebbe del 20% e questa è senza dubbio una buona notizia per gli azionisti.

Il QSE è misurato dall'operazione  $(P(\text{cum})/P_0) - 1$ ; ovvero sottraendo 1 dal reciproco del fattore AIAF.

Sarebbe sufficiente che il dividendo unitario diminuisse in maniera meno che proporzionale rispetto al prezzo azionario. Attraverso gli aumenti di capitale vengono pertanto perseguite vere e proprie politiche dei dividendi. Anziché procedere all'aumento del dividendo unitario, alcune imprese preferiscono mantenerlo costante ed aumentare il monte dividendi ricorrendo ad aumenti di capitale gratuiti o fissando bassi prezzi di emissione negli aumenti di capitale a pagamento o misti.

L'impegno a distribuire maggiore liquidità agli azionisti proprio quando si chiede loro di apportare nuovo denaro nelle casse della società sembrerebbe apparentemente contraddittorio e antieconomico, in quanto si sopportano i costi di emissione delle nuove azioni. In realtà, se si considera che dalla proposta di aumento di capitale da parte del CDA al completamento dell'operazione trascorrono diversi mesi, l'effetto combinato del segnale di aumento dei dividendi e della

fissazione di un basso prezzo di emissione, favorendo una positiva reazione del mercato, consenti di minimizzare la probabilità che il prezzo di mercato scenda al di sotto del prezzo di emissione e che l'operazione debba essere rinviata. Tali politiche dovrebbero consentire di minimizzare i costi connessi con il rinvio dell'operazione.

Concludiamo col dire, quindi, che Bigelli offre un valido supporto alla teoria secondo la quale le reazioni del mercato ad un aumento in opzione sarebbero meno sfavorevoli rispetto ad un'offerta pubblica statunitense, in cui non troviamo neanche un riscontro con l'effetto quasi split. Il livello di adverse selection nelle offerte in opzione è ben ridotto rispetto a quello visto nelle public offer.

## **2.4. Conclusione**

Si è giunti alla conclusione che, in media, il mercato accoglie la notizia di un aumento con un calo del prezzo<sup>42</sup>. Spesso il valore perso può rappresentare una parte significativa delle somme raccolte. Il calo, come trattato precedentemente, può essere spiegato con la selezione avversa, dato che un'impresa preoccupata nel proteggere i suoi vecchi

---

<sup>42</sup> Jonathan Berk,,Peter DeMarzo (2008)- Finanza Aziendale 2. Pearson, Addison Wesley

azionisti sarà propensa a vendere solo ad un prezzo che valuti correttamente o sopravvaluti la società. Sebbene, la selezione avversa offre una spiegazione plausibile a questa riduzione, non si spiega come, dato che un'impresa offrendo un'emissione con diritto di opzione può mitigare tali effetti negativi, specialmente negli USA le imprese non effettuino più emissioni di questo tipo. Poi, come le IPO, l'esperienza suggerisce come le imprese ottengano performance inferiori alle attese dopo una SEO.

Una possibile spiegazione, secondo Murray Carlson, Adlai Fisher e Ron Giammarino<sup>43</sup>, è che questo risultato potrebbe non scaturire dall'aumento in sé, ma piuttosto dalle condizioni che portano un'impresa ad optare per una ricapitalizzazione. L'implicazione di raccogliere finanziamenti implica, di solito, che l'impresa ha in programma degli investimenti, e quando investe l'impresa esercita un'opzione di crescita. Le opzioni di crescita sono più rischiose dei progetti, perciò il beta dell'impresa decresce, il che spiega minori rendimenti successivi. Gli studiosi hanno fornito anche un supporto empirico a questa ipotesi.<sup>44</sup>

---

<sup>43</sup> Murray Carlson, Adlai Fisher e Ronald Giammarino, "Corporate Investment e Asset Price Dynamics: Implications for the Cross-section of returns", *Journal of Finance*.

<sup>44</sup> Alon Brav, Christopher Geczy e Paul Gompers; Espen Eckbo, Ronald Masulis e Oyvind Norli, "Seasoned Public Offerings: Resolution of the New Issues Puzzle", *Journal of Economics*; Evgeny Lyandres, le Sun e Lu Zhang, "Investment-Based Underperformance Following Seasoned Equity Offerings".

## **3 Aumenti di capitale bancari**

### **3.1 Introduzione**

Nei due capitoli precedenti, lo studio svolto ha voluto analizzare attentamente le caratteristiche di un'operazione di ricapitalizzazione, esponendo quelle che sono le principali motivazioni e problematiche che la accompagnano.

Dopo aver mostrato quelli che sono stati i principali studi economico-finanziari a riguardo, mostrando come gli annunci di un aumento di capitale, non siano frutto di scelte casuali, ma di un attento studio da parte dei managers, in questo capitolo, invece, si analizza due aumenti di capitale avvenuti nel settore bancario nel corso di quest'anno (2017) ed effettuati da *Unicredit* e *Deutsche Bank*, in modo da dare un'applicazione pratica.

Anche se i casi riguarderanno esclusivamente queste due ultime banche, è bene dire che, non sono state le sole a disporre aumenti, ma anzi, nel corso dell'anno altre come *MPS*, *BPM*, *INTESA SANPAOLO*, *UBI*, *POPOLARE DI VICENZA E VENETO BANCA* hanno seguito la stessa scia. Infatti, oggi si assiste ad uno scenario economico-finanziario agitato, in cui la scena è dominata dalla forte crisi del settore bancario.

Una crisi di cui le cause sono da ricercare a monte, ovvero nella crisi finanziaria dei mutui subprime<sup>45</sup> del 2008, un evento che ha cambiato il corso della storia per le economie dei paesi occidentali, e ciò che è stato fatto per arginarla<sup>46</sup>. Questo evento ha lasciato relativamente indenni le banche italiane, meno speculative, ma le cose sono cambiate quando la crisi finanziaria si è trasformata in una crisi di debito pubblico<sup>47</sup>. Le banche italiane, benché scarsamente esposte sul versante degli asset tossici<sup>48</sup>, erano largamente posseditrici di buoni del tesoro.

---

<sup>45</sup> I subprime sono prestiti o mutui erogati a clienti definiti “ad alto rischio”. Sono chiamati prestiti subprime perché a causa delle loro caratteristiche e del maggiore rischio a cui sottopongono il creditore sono definiti di qualità non primaria, ossia inferiore ai debiti primari (prime) che rappresentano dei prestiti erogati in favore di soggetti con una storia creditizia e delle garanzie sufficientemente affidabili.

<sup>46</sup> Basilea III è un insieme di riforme, sviluppate dal Basel Committee on Banking Supervision della BIS, per rafforzare la regolazione, supervisione e gestione dei **rischi** nel settore bancario e finanziario. Il **Comitato di Basilea**, formato dai governatori della **banche centrali** e capi della supervisione, hanno sottoscritto l'accordo alla base di Basilea III nel settembre 2009 e il Comitato ha concretizzato la proposta nel dicembre dello stesso anno. I documenti consultivi sono alla base della risposta alla crisi finanziaria e fanno parte delle iniziative su scala globale per rafforzare la regolazione del sistema finanziario avviato dai leader del **G20**.

Sarcinelli, Mario, *La Vigilanza Sul Sistema Finanziario: Obiettivi, Assetti E Approcci*, 2009, Moneta e Credito.

<sup>47</sup> Come conseguenza della crisi economica iniziata nel 2008, l'eurozona ha difficoltà nel gestire il suo debito; si registra un eccesso di debito pubblico, soprattutto nei cosiddetti PIGS, i paesi più deboli dell'area euro (Portogallo, Italia, Grecia, Spagna).

Egi Bibaj, “La crisi economica e finanziaria greca”, Università Cà Foscari Venezia, 2013

<sup>48</sup> Vengono identificati come asset tossici quei bond dalla struttura così complessa da renderne la valutazione difficile ed incerta. Per la maggior parte, ma non esclusivamente, si tratta di titoli rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione.

La “tossicità” di questi bond sta nella loro capacità di “avvelenare” i bilanci delle banche che li hanno in portafoglio in quanto difficilmente rivendibili senza incorrere in rilevanti minusvalenze o perché oggetto di svalutazioni poiché gli emittenti sono ormai divenuti insolventi.

Schettino, Francesco. "Capitalismo tossicodependente." *La Contraddizione* 126.

Il 60% del portafoglio titoli delle principali 5 banche italiane, con Intesa Sanpaolo e Unicredit principalmente, includeva bond italiani, percentuale equivalente a quasi 100 miliardi di titoli pubblici.

Le stesse maggiori banche italiane (Intesa Sanpaolo, Unicredit, Montepaschi, Banco popolare, Ubi Banca) nella seconda settimana di luglio registrarono perdite sul mercato borsistico, segnato da vendite da panico, speculazione e meccanismi automatici di vendita, per circa 8 miliardi di euro di capitalizzazione. La situazione era resa ancora più seria dal fatto che l'Italia fosse costretta continuamente a emettere titoli per rifinanziarsi.

Tra il 2010 e il 2012, infatti, il mercato ha iniziato a temere che l'Italia non fosse più capace di rimborsare il proprio debito pubblico. Il timore che l'Italia e le sue banche fallissero fece schizzare ai massimi i tassi d'interesse a cui lo Stato e gli istituti di credito si finanziano sul mercato. L'ampliamento dello spread<sup>49</sup>, inoltre, ha contribuito a innescare una crisi di fiducia sulla redimibilità dell'Italia, provocando il ribasso dei mercati azionari europei.

Questi ultimi a loro volta hanno scaricato i costi sui loro clienti, i prestiti a famiglie e imprese sono diventati più onerosi e il

---

<sup>49</sup> Differenziale di rendimento fra titoli di stato italiani e tedeschi (Bund)

meccanismo del credito all'economia reale si è inceppato, dando vita a quello che è chiamato “credit crunch<sup>50</sup>”.

In un'economia, come quella italiana che è fondata sul credito bancario, ciò è stato indubbiamente un fattore che ha contribuito ad alimentare la peggiore recessione dal dopo-guerra, che ha visto un PIL crollare del 10%.

Con questo crollo, si è innescato un circolo vizioso, che ha visto famiglie e imprese trovarsi in difficoltà nel rimborsare i debiti contratti con le banche.

Il problema dei debitori (famiglie e imprese), si è trasformato in un problema dei creditori (banche), man mano che i crediti non onorati crescevano nel loro bilancio (crediti deteriorati).

Quella dei crediti malati (non performing loans), è stata una mina a scoppio ritardato, perché non è esplosa negli anni della crisi dei debiti sovrani, ma successivamente tra il 2013 e 2015. In questo ultimo anno, l'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei prestiti ammontava al 22%, come dire che un prestito su 5 era malato.

---

<sup>50</sup> Il **Credit crunch** (stretta creditizia), indica una restrizione dell'offerta di credito da parte degli intermediari finanziari (in particolare le banche) nei confronti della clientela (soprattutto imprese), in presenza di una potenziale domanda di finanziamenti insoddisfatta. Si manifesta principalmente con il rifiuto di concessione del credito, ovvero mediante aumento dei tassi di interesse e delle condizioni applicati, o in genere irrigidendo i criteri di valutazione del merito creditizio.

Ruozzi, Roberto, and Claudio Zara. *Il futuro del credito alle imprese: come cambia il rapporto con le banche*. Egea, 2003.

L'aumento esponenziale di questo effetto ha costretto le banche a prendere le adeguate contromisure, ad esempio, ad accantonare riserve per far fronte ad eventuali perdite, oppure a far svalutazioni (ma le svalutazioni sappiamo che comportano una perdita in bilancio).

L'ammontare dei crediti deteriorati, in questi anni, ammontava a 350 miliardi di euro, dal 2011 a oggi, gli istituti di credito hanno accumulato perdite per oltre 62 miliardi<sup>51</sup>.

Tutto ciò, quindi ha compromesso la solidità bancaria; per rimediare sono stati introdotti, con Basilea 3<sup>52</sup>, più alti requisiti patrimoniali, standard di liquidità più stringenti, miglior contenimento dei rischi e un minor rapporto di leva finanziaria. La necessità di adeguamento dei bilanci bancari ai requisiti patrimoniali e di liquidità imposti, quindi, ha richiesto un più alto livello di capitale agli istituti di credito.

---

<sup>51</sup> Secondo uno studio condotta da "Il Sole 24 Ore" su dati S&P Market Intelligence.

<sup>52</sup> Tra i requisiti imposti da Basel 3, importante ai fini del nostro studio è ricordare che il patrimonio di vigilanza passa dal 8% al 10,5% delle attività ponderate per il rischio (ARP).

## 3.2 Il caso Unicredit

### Bank



### 3.2.1 L'impresa

*Unicredit* è un Gruppo paneuropeo solido con un modello commerciale lineare, un segmento Corporate & Investment Banking perfettamente integrato, che mette a disposizione degli oltre 25 milioni di clienti un'unica rete in Europa Occidentale, Centrale e Orientale.

Offre competenze locali nonché una rete internazionale in grado di accompagnare e supportare a livello globale la propria base di clientela, fornendo un accesso senza precedenti alle banche leader presenti in 14 mercati strategici e in altri 18 Paesi in tutto il mondo.

Il network bancario comprende Italia, Germania, Austria, Bosnia ed Erzegovina, Bulgaria, Croazia, Repubblica Ceca, Romania, Russia, Serbia, Slovacchia, Slovenia, Ungheria e Turchia.

La posizione strategica, sia nell'Europa Occidentale sia in quella Centrale e Orientale consente al gruppo di avere una delle più elevate quote di mercato nell'area.

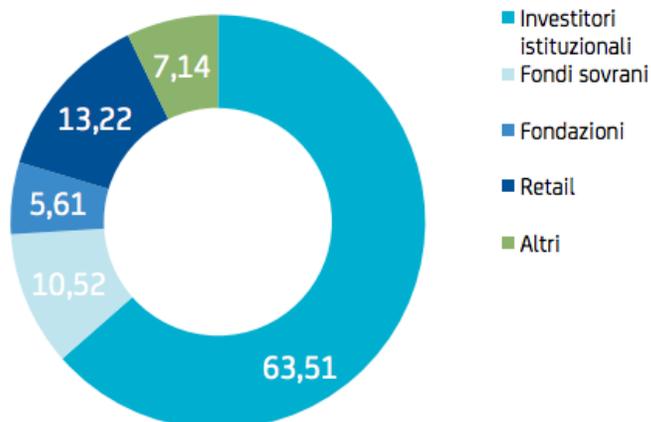
Nel corso degli anni i loghi delle banche e società del Gruppo sono stati allineati al master brand UniCredit, preservando allo stesso tempo i marchi locali che hanno un elevato valore.<sup>53</sup>

### **3.2.2 La compagine Azionaria (ante e post aumento)**

Unicredit, prima dell'avvio dell'operazione di ricapitalizzazione, mostrava un azionariato in cui il principale azionista risultava Aabar Luxembourg, il fondo sovrano di Abu Dhabi, con una quota poco sopra il 5%. Alle sue spalle Blackrock, con il 4,993%: il colosso americano del risparmio gestito. Il primo socio italiano è la fondazione Cassa di risparmio di Verona, Vicenza, Belluno e Ancona (Cariverona), con una quota scesa negli anni al 3,46%. Segue la Banca centrale della Libia, attestata del 2,923% del capitale. Sopra la soglia del 2% resta poi solo la fondazione Cassa di risparmio di Torino (Crt), con il 2,517%. Al di sotto del 2% dovrebbero poi esserci soci privati di spicco come Francesco Gaetano Caltagirone e Leonardo Del Vecchio. Sulla base delle informazioni fornite da Unicredit, il 41% dei soci della banca sono investitori istituzionali, il 26% azionisti stabili e il 33% pubblico 'retail'. Tra gli istituzionali, solo un 4% di italiani: prevalgono fondi Usa e canadesi (35%), europei (29%) e del Regno Unito (25%).

---

<sup>53</sup> Descrizione dell'impresa tratta dal sito [www.unicreditgroup.eu](http://www.unicreditgroup.eu)



\* Sono definiti "Strategici" gli azionisti non istituzionali con una partecipazione superiore al 2% del capitale sociale (in linea con le Istruzioni di Vigilanza di Banca d'Italia relative alla compagine sociale delle banche).

Fonte: Sito web Unicredit

Come mostrato in figura, la compagine azionaria di Unicredit successiva all'operazione di aumento, mostra una situazione in cui il 62% è in mano agli istituzionali, un 10% in mano ai fondi sovrani<sup>54</sup>, tra cui ancora Aabar<sup>55</sup> che è unico socio con oltre il 5%. Le fondazioni che in passato erano padrone indiscusso della banca, oggi hanno in

<sup>54</sup> I fondi sovrani sono alcuni speciali veicoli di investimento pubblici che appartengono direttamente ai governi dei relativi paesi, che vengono utilizzati per investire in strumenti finanziari (azioni, obbligazioni, immobili) e altre attività i *surplus* fiscali o le riserve di valuta estera.

<sup>55</sup> Aabar è una società di investimento privata, nata ad Abu Dhabi. La compagnia è attiva in diversi settori tra cui, aviazione, automotive, servizi finanziari, energia, commodities.

mano il 6%, mentre ai piccoli risparmiatori (retail) è rimasto solo il 13%.

Dichiarante ovvero soggetto posto al vertice della catena partecipativa	Azionista Diretto		Quota % su Capitale Votante				Quota % su Capitale Ordinario				
	Denominazione	Titolo di Possesso	Quota %	di cui Senza Voto				Quota %	di cui Senza Voto		
				Quota %	il Voto Spetta a	Soggetto	Quota %		Quota %	il Voto Spetta a	Soggetto
<b>MUBADALA INVESTMENT COMPANY PJSC</b>	AABAR LUXEMBOURG SARL	Proprieta'	5.042	0.000				5.042	0.000		
		Totale	5.042	0.000				5.042	0.000		
		<b>Totale</b>	<b>5.042</b>	<b>0.000</b>				<b>5.042</b>	<b>0.000</b>		
<b>NORGES BANK</b>	NORGES BANK	Proprieta'	3.103	0.000				3.103	0.000		
		Totale	3.103	0.000				3.103	0.000		
		<b>Totale</b>	<b>3.103</b>	<b>0.000</b>				<b>3.103</b>	<b>0.000</b>		
<b>CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY</b>	CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY	Gestione discrezionale del risparmio	5.072	0.000				5.072	0.000		
		Totale	5.072	0.000				5.072	0.000		
		<b>Totale</b>	<b>5.072</b>	<b>0.000</b>				<b>5.072</b>	<b>0.000</b>		

Fonte: Consob

Al 24.05.2017 I principali azionisti Unicredit risultano essere “Capital Research and Management Company<sup>56</sup>” con una partecipazione del 5,072% del capitale e “Aabar Luxembourg S.A.R.L.<sup>57</sup>” con il 5,038%, che hanno sottoscritto per intero le loro quote, mantenendo così invariata la sua quota di partecipazione. Il nuovo azionariato Unicredit, quindi, mostra un assetto da vera e propria public company americana.

<sup>56</sup> Capitale Research and Management group è una società di investimento americana.

<sup>57</sup> Società di investimento della International Petroleum Investment Company (Ipic) di Abu Dhabi, un gigante da oltre 50 miliardi di ricavi e 2 di utile.

Capitale sociale	Azioni	Euro
Totale azioni	2.225.945.295	20.880.549.801,81
Azioni ordinarie	2.225.692.806	20.878.181.320,81
Azioni di risparmio	252.489	2.368.481,00

Fonte: Sito web Unicredit

### **3.2.3 Le caratteristiche dell'emissione**

L'offerta in opzione ha avuto ad oggetto azioni ordinarie di nuova emissione, offerte agli azionisti titolari di azioni ordinarie e di risparmio, al prezzo di 8,09 per share, con un rapporto di opzione di 13 nuove azioni ordinarie ogni 5 ordinarie o di risparmio possedute. L'operazione è diluitiva per coloro che decidono di non seguire, che vedranno scendere la loro partecipazione nell'azionariato i oltre il 70 per cento.

La banca ha provveduto ad emettere 1,6 miliardi di azioni per un controvalore di 13 miliardi di euro circa. Lo sconto per la loro sottoscrizione è del 38% rispetto al TERP delle azioni calcolato al 1 Febbraio 2017. I diritti di opzione sono esercitabili, a pena di decadenza, dal 6 febbraio al 23 febbraio 2017 in Italia e in Germania, e dall'8 Febbraio al 22 in Polonia.

La conclusione dell'operazione è stata così programmata per il 23 febbraio 2017, e ha avuto inizio il 6 dello stesso. Il prezzo di chiusura del titolo al 3 febbraio di 26,16 è stato rettificato a 13,11. Un investitore che venerdì 3 febbraio aveva in carico 100 azioni ordinarie Unicredit a 26,16 euro (questo il prezzo di chiusura) si è trovato lunedì mattina con 100 azioni ordinarie in carico a 13,11 euro e 100 diritti a 13,11 euro. Per lo stesso motivo è stato rettificato il prezzo delle azioni di risparmio di Unicredit, sulle quali è stato applicato un fattore di rettifica di 0,74080327.

Il prezzo di chiusura oggi, pari a 50,35 euro, è stato portato a 37,2994 euro. Di conseguenza, il prezzo dei diritti di opzione è stato fissato a 13,05.

Alla fine le sottoscrizioni si sono attestate al 99,8% dell'offerta di nuove azioni per un totale di 12,96 miliardi di euro di nuovi capitali raccolti. I diritti di opzione non esercitati, 1.469.645, ovvero lo 0.2% di nuove azioni, cui corrisponde un controvalore di poco superiore ai 30,9 milioni di euro, sono stati offerti da Unicredit in Borsa a partire da lunedì 27 febbraio al 3 Marzo. A fine operazione Unicredit registrava un capitale sociale di 20.862.962.205 euro.

### **3.2.4 Il piano finanziario**

Il 13 Dicembre scorso il gruppo Unicredit ha ufficializzato e comunicato al mercato il nuovo piano finanziario che prevede un sostanziale aumento di capitale (13 miliardi), il più grande realizzato fino ad ora in Italia.

L'aumento di capitale non è classificato come diluitivo, avendo un fattore  $k^{58}$  superiore a 0.30, non è quindi prevista l'applicazione delle nuove regole di borsa italiana, ovvero del cosiddetto “modello rolling<sup>59</sup>”.

Secondo quanto riportato nel bollettino mensile pubblicato dalla Banca d'Italia a ottobre l'ammontare delle sofferenze bancarie lorde si era stabilizzato sotto i 200 miliardi di euro. In particolare, la banca punta a rafforzare e ottimizzare il capitale, per allinearsi ai coefficienti patrimoniali delle migliori istituzioni finanziarie di rilevanza sistemica Globale.

---

<sup>58</sup> K è dato dal rapporto fra prezzo ex e prezzo cum

<sup>59</sup> Gli aumenti di capitale iperdiluitivi avviati da società già quotate sono delle operazioni che prevedono l'emissione di un altissimo numero di nuove azioni ad un prezzo fortemente scontato rispetto a quello di mercato che portano ad una volatilità estrema dei titoli coinvolti, con forti oscillazioni che alterano il regolare meccanismo di formazione dei prezzi. Per contrastare questo fenomeno, la Consob ha scelto di adottare una soluzione tecnica denominata modello rolling che consiste nel mettere a disposizione le nuove azioni più volte nel corso dell'aumento di capitale e non soltanto una sola volta alla fine dell'operazione.

VEGAS, Discorso del Presidente Giuseppe. Incontro annuale con il mercato finanziario. 2012.

Attraverso il nuovo piano finanziario denominato “Transform 2019”, l’istituto punta ad arrivare al 2019 con un CET1 <sup>60</sup>superiore al 12,5% (dal 10,8% di fine settembre) e con un utile netto di circa 4,7 miliardi di euro, rispetto agli 1,5 miliardi contabilizzati nel 2015. CET1 ratio: in Italia la BCE ha indicato come soglia minima il 10,5%. Il piano prevede, inoltre, l’esecuzione del progetto FINO (Failure is not an option): un de-risking, in due fasi, di 17,7 miliardi di euro di prestiti lordi in sofferenza per mezzo di un portafoglio cartolarizzato del quale la banca cederà a investitori una quota omogenea pari almeno al 20% in una prima fase nel 2017.

Ulteriori rettifiche di partecipazioni e altre svalutazioni per un importo totale di 4,1 miliardi di euro e un onere totale una tantum di 12,2 miliardi di euro nel 4 Trim del 2016. Migliore redditività con un RoTE superiore al 9% dal 2019 e nuova politica di distribuzione dei dividendi cash compresa tra 20% e 50%.

La trasformazione del modello operativo del gruppo UniCredit dovrà passare da una nuova riduzione dei dipendenti. A livello globale saranno 6.500, di cui 3.900 in Italia entro il 2019, per una riduzione totale netta degli Fte (full time equivalent) di circa 14mila unità entro

---

<sup>60</sup> L’acronimo CET1 ratio sta in realtà per **Common Tier Equity 1 ratio** ed è il maggiore indice di solidità di una banca. Questo rapporto, espresso in percentuale, viene calcolato rapportando il capitale ordinario versato (**Tier 1**) con le attività ponderate per il rischio. Cosa significa in sintesi questo rapporto? In sostanza il CET1 ratio ci dice con quali risorse l’istituto oggetto di valutazione riesce a garantire i prestiti concessi ai clienti ed i rischi rappresentati dai crediti deteriorati (o non performing loans). SLOVIK, Patrick; COURNÈDE, Boris. Macroeconomic impact of Basel III. 2011.

il 2019. Il risparmio dei costi per il personale, dato da questo ulteriore taglio che arriva dopo le quasi 6mila uscite concordate con il sindacato nel biennio precedente, sarà di 1,1 miliardi di euro. Un'ulteriore riduzione degli altri costi operativi di 600 milioni di euro permetterà al gruppo di ottenere un risparmio sui costi ricorrenti annui totali netti pari a 1,7 miliardi di euro, ottenendo una base di costi di circa 10,6 miliardi di euro nel 2019, in discesa quindi rispetto ai 12,2 miliardi nel 2015.

Punto focale, come quanto riportato sopra, è l'aumento di capitale in opzione per 13 miliardi di euro, interamente garantito in termini di ammontare subordinatamente a usuali condizioni di mercato, da parte di un consorzio formato da primarie banche internazionali che hanno sottoscritto un pre-underwriting agreement ai sensi del quale si sono impegnate a sottoscrivere un underwriting agreement avente per oggetto la sottoscrizione delle nuove azioni eventualmente non sottoscritte all'esito dell'asta dei diritti inoptati, fino a concorrenza di 13 miliardi di euro.

Le cessioni già concordate dell'intera partecipazione in Pekao e Pioneer, oltre alla cessione già finalizzata dell'Ucraina e della partecipazione di UniCredit del 30% in Fineco, contribuiscono a un aumento di 164pb al coefficiente CET1 fully loaded, calcolato sulle

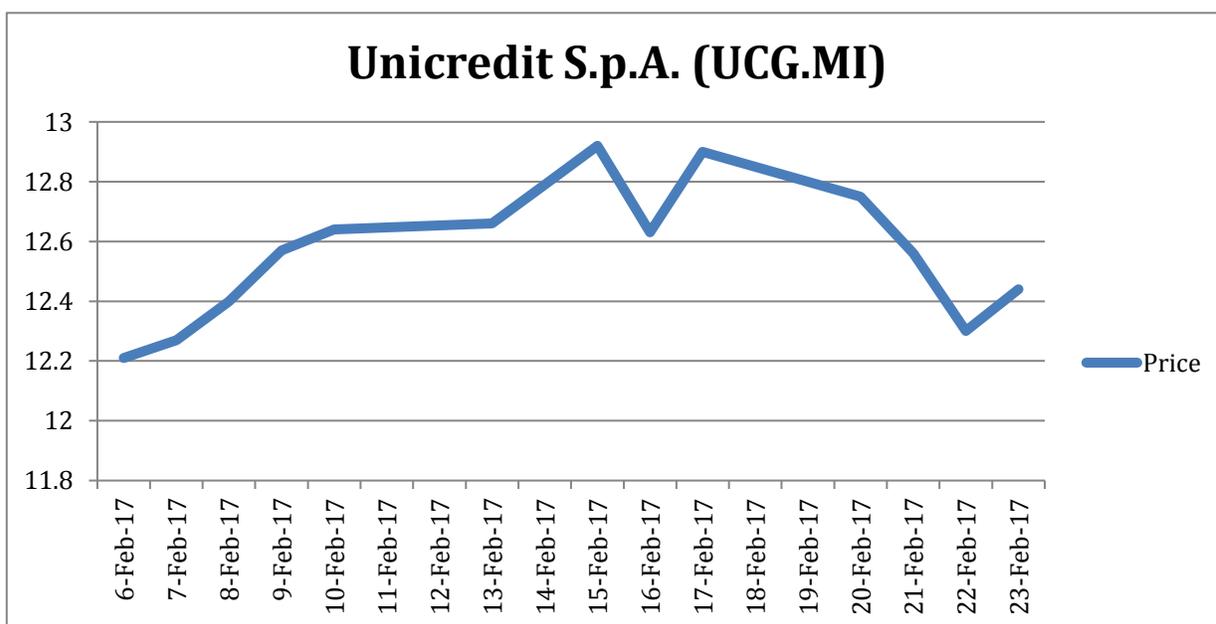
attività ponderate per il rischio (RWA) riformulate al 30 settembre 2016.<sup>61</sup>

### **3.2.5 Reazione del mercato**

Dopo un’attenta osservazione del corso azionario del titolo Unicredit e uno studio dei dati storici, si può giungere ad una conclusione in merito alla reazione del mercato riguardo l’operazione effettuata ad inizio anno dal gruppo italiano.

In particolare, l’analisi ha voluto mostrare quale è stato il movimento del mercato durante tutto il periodo d’offerta.

Il grafico seguente riporta, infatti, tutti i “close prices” registrati in tutti i 17 giorni in cui è avvenuta la ricapitalizzazione



<sup>61</sup> Informazioni tratte da “ Unicredit: 2016-2019 Strategic Plan”.

Fonte: Elaborazione dell'autore sui dati di Yahoo Finanza

Il giorno d'avvio il titolo è segnato da forti scambi con un rosso del -6,86%, si ricorda, infatti, che il titolo apre la seduta con un valore di 13,08 per chiudere, poi, a 12,21. Analizzando l'andamento del titolo è semplice capire che questo, ad eccezione nella giornata di avvio, non si è mosso significativamente durante tutto il periodo. Segna dei deboli acquisti e tentativi di ripresa, per chiudere l'operazione con un -5%.

Di seguito, è riportata la tabella con tutti i dati storici e le variazioni percentuali intraday<sup>62</sup>.

Date	Price	Open	High	Low	Vol.	Change %	
Feb 23, 2017	12.4400	12.5000	12.5200	12.2200	14.86M	1.14%	
Feb 22, 2017	12.3000	12.4700	12.5800	12.0900	24.48M	-2.07%	
Feb 21, 2017	12.5600	12.7000	12.7600	12.4000	14.28M	-1.49%	
Feb 20, 2017	12.7500	12.9200	13.1600	12.7100	14.42M	-1.16%	
Feb 17, 2017	12.9000	12.5800	12.9600	12.3900	57.69M	2.14%	
Feb 16, 2017	12.6300	12.8900	12.9300	12.4700	37.62M	-2.24%	
Feb 15, 2017	12.9200	12.8500	13.1300	12.8400	46.17M	1.02%	
Feb 14, 2017	12.7900	12.5600	12.8200	12.5600	40.93M	1.03%	
Feb 13, 2017	12.6600	12.6400	12.8000	12.4900	34.87M	0.16%	
Feb 10, 2017	12.6400	12.6300	12.8600	12.5200	35.85M	0.56%	
Feb 09, 2017	12.5700	12.3500	12.6300	12.1500	35.14M	1.37%	
Feb 08, 2017	12.4000	12.2100	12.4600	12.0500	27.89M	1.06%	
Feb 07, 2017	12.2700	12.2000	12.5700	12.0200	39.26M	0.49%	
Feb 06, 2017	12.2100	13.0800	13.2100	12.2100	31.46M	-6.86%	
Highest: 13.2100		Lowest: 12.0200		Difference: 1.1900		Average: 12.5743	Change %: -5.1070

Fonte: Dati storici Investing.com

<sup>62</sup> Termine finanziario per indicare operazioni avvenute "in giornata".

E' possibile, quindi, concludere che la reazione del mercato non è stata di certo positiva, ma, estendendo l'arco temporale, sicuramente risulterebbe una conclusione piuttosto affrettata.

Lo studio, infatti, ha voluto prendere in considerazione anche valori meno recenti registrati alla fine dell'anno 2016<sup>63</sup>. Si registra un trend fortemente rialzista all'inizio di Dicembre, che continua anche con l'inizio del nuovo anno. Da un prezzo di poco più di 9 euro a fine Novembre, il titolo balza nella giornata del 25 gennaio a 14,71<sup>64</sup>.

Il 13 Dicembre scorso, addirittura, quando Jean Pierre Mustier<sup>65</sup> comunicava al mercato la nuova operazione, gli investitori hanno accolto euforicamente tale decisione, e il titolo registrava un +15,92%.

---

<sup>63</sup> In merito al fatto che l'operazione è stata annunciata il giorno 13 Dicembre 2016

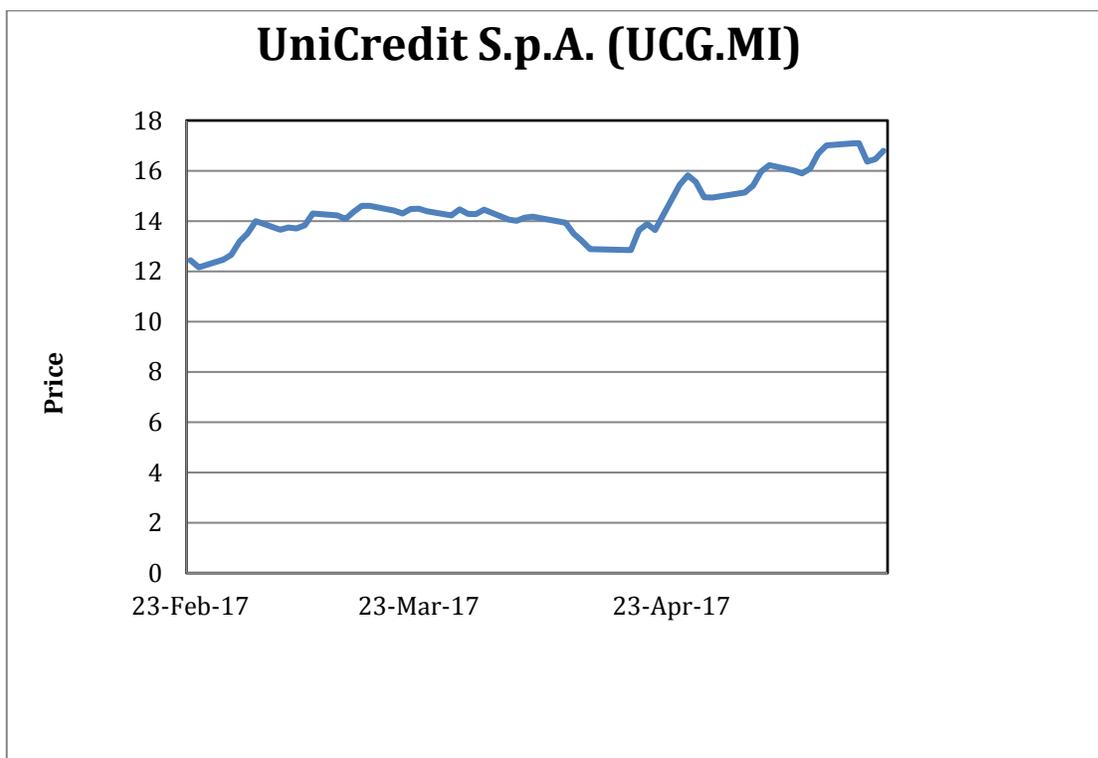
<sup>64</sup> Nel periodo in esame si registra un aumento del titolo del 35%.

<sup>65</sup> CEO Unicredit Group



Fonte: Investing.com

Ora, invece, dopo aver visto la performance del mercato ante-aumento, l'analisi si sposta in quella che è la situazione post-aumento. Dalla giornata del 23 Febbraio sino alla giornata del 19 Maggio 2017, il titolo segnava un +36%, con un prezzo di 16.80 e un valore massimo toccato il 12 maggio di 17,24.



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Yahoo Finance

In conclusione, se ne ricava una reazione del mercato molto positiva; gli investitori sottoscrivendo per intero l'aumento da 13 miliardi hanno dimostrato di dare ampia fiducia all'istituto di credito e al suo piano finanziario di derisking, minuziosamente studiato dal CEO francese, che fa della pulizia nella qualità degli asset e un più ampio controllo sui costi il suo vessillo di battaglia.

La priorità del gruppo è la riduzione dell'esposizione ai crediti deteriorati e questa sembra procedere in linea con gli obiettivi del piano, d'altronde "Failure is not an option".

## **3.5 Caso Deutsche Bank**



# Deutsche Bank

### **3.5.1 L'impresa**

*Deutsche Bank* è una banca tedesca, con sede a Francoforte sul Meno in Germania. È uno dei principali gruppi bancari mondiali<sup>66</sup>, con sedi in Europa, America, Asia e Pacifico ed è considerata tra le multinazionali più influenti al mondo.<sup>67</sup>

Dal 2012 è co-presieduta da Juergen Fitschen e da John Cryan, mentre il franchise Italia dal 2008 è guidato dal direttore territoriale Flavio Valeri. Per Deutsche Bank, l'Italia rappresenta il primo mercato europeo, dopo la Germania.

La banca offre una vasta gamma di servizi bancari e finanziari per clienti privati, corporate, aziende e istituzioni, sia come banca retail sia come banca d'affari: trading, ricerca e consulenza per operazioni sui mercati di capitale, fusioni e acquisizioni, servizi di risk

---

<sup>66</sup> Vault- The Best Banking Companies (2017)

<sup>67</sup> Il Sole 24 Ore - La posizione in classifica delle principali società europee ed italiane

management, corporate finance, wealth management, private banking, retail banking, asset management e transaction banking.

Deutsche Bank in Italia opera attraverso quattro divisioni: la divisione retail denominata Private & Business Clients (PBC) che propone alla clientela privata e alle aziende di piccole e medie dimensioni un'offerta completa in termini di prodotti e servizi bancari; il Corporate Banking & Securities (CB&S) che offre servizi finanziari e di consulenza alle aziende di medie e grandi dimensioni, alle multinazionali, alle istituzioni finanziarie e alla pubblica amministrazione; il Global Transaction Banking (GTB) che opera attraverso l'offerta di prodotti e servizi di banca commerciale rivolti ad importanti clienti corporate e istituzionali a livello globale; la divisione Asset e Wealth Management (Deutsche AWM) che offre una gamma completa di prodotti e servizi di risparmio gestito ad investitori istituzionali e individuali, oltre alla consulenza nella gestione dei grandi patrimoni.

### **3.5.2 La compagine azionaria (ante e post aumento)**

Successivamente all'aumento di capitale da 8 miliardi, varato dal gruppo tedesco lo scorso Marzo, la compagine azionaria del gruppo

tedesco vede come primo socio il conglomerato cinese HNA<sup>68</sup>, che ha portato la sua quota dal 4,76% al 9,90%, il cui valore si aggira attorno a 3,4 miliardi di euro.

Hna ha, quindi, superato nel capitale di Deutsche bank la famiglia reale del Qatar Al-Thani, che dall'ultima comunicazione della borsa tedesca ha poco più del 4%.

Il conglomerato cinese detiene la quota attraverso la società di gestione patrimoniale C-Quadrat di Vienna. Il fondo d'investimento americano Blackrock ora detiene il 5,9%, quindi non modificando la sua partecipazione all'interno dell'istituto.

Fonte: elaborazione dell'autore su dati Bafin

Nome				Equities	%
CQUADRAT Asset Management (UK) LLP				204,670,642	9.90%
BlackRock Fund Advisors				121,548,216	5.88%
Hamad bin Jassim bin Jabor Al-Thani				84,138,764	4.07%
Deutsche Asset Management Investment GmbH				50,318,290	2.43%
Norges Bank Investment Management				35,298,397	1.71%
Lyxor International Asset Management SAS				34,859,563	1.69%
The Vanguard Group, Inc.				32,712,912	1.58%
Goldman Sachs International				32,399,992	1.57%
Deka Investment GmbH				20,445,550	0.99%
State Street Global Advisors Ltd.				20,082,935	0.97%

<sup>68</sup> HNA group è un conglomerato di aziende fondato dal miliardario cinese Chen Feng nel 1993, partendo dalla compagnia aerea locale Hainan airlines. Il gruppo è diventato uno dei principali player cinesi che spaziano dalla logistica alla finanza.

### **3.5.3 Le caratteristiche dell'emissione**

Deutsche Bank ha annunciato lo scorso 5 Marzo l'intenzione di avviare un'operazione di ricapitalizzazione con offerta in opzione. Partita sulla borsa di Francoforte il 21 Marzo, si è chiusa il 4 Aprile. L'offerta prevedeva l'emissione di 687,5 milioni di nuove azioni al prezzo di 11,65 euro per azione, con un rapporto di azioni di due nuove azioni ogni azione già detenuta. Il prezzo teorico delle azioni è stato, quindi, calcolato pari a 15,79 euro per azione.

Si tratta di uno 'sconto' del 35% rispetto alla chiusura del 17 Marzo, quando il titolo ha perso l'1,5% a 17,86 euro. In ogni caso, è bene ricordare che l'azione Deutsche Bank vale oggi circa l'80% in più rispetto al periodo 'nero' di settembre scorso, quando sull'onda del contenzioso con gli Usa per i mutui subprime sbandò paurosamente precipitando sotto i 10 euro in Borsa, facendo tremare tutte le piazze europee.

Si tratta della quarta ricapitalizzazione della banca tedesca che nel 2010 aveva già chiesto al mercato 10 miliardi, nel 2013 altri 3 miliardi e sempre nel 2013 ancora 8,5 miliardi. In totale in sette anni le operazioni di aumento di capitale ammontano a poco meno di 30 miliardi. Deutsche Bank ha dichiarato che l'aumento di capitale a 11,65 euro per azione è stato già interamente sottoscritto da una cordata di banche che comprende Credit Suisse Group, Barclays,

Goldman Sachs, Bnp Paribas, Coomerzbank, Hsbc, Morgan Stanley e dalla stessa Unicredit.

Il 2016, del resto, si è chiuso con conti in miglioramento, ma ancora in perdita per 1,4 miliardi di euro, contro il rosso di 6,8 miliardi del 2015.

La cura imposta dal Ceo John Cryan, oltre all'aumento di capitale, prevede anche un programma di abbattimento dei costi con tagli per 2 miliardi entro il 2018 e la cessione di una quota della divisione Asset Management. Tutte azioni che, nelle intenzioni di Cryan, rappresentano "un significativo passo avanti per creare una banca più semplice, più forte e che possa crescere"<sup>69</sup>.

Di fatto, l'aumento è andato a buon fine, sottoscritto per il 98,9%, con l'80% dei soci che ha partecipato alla nuova sottoscrizione.

### **Reazione del mercato 3.5.4**

La ricapitalizzazione di Unicredit ha preceduto di poco quella di Deutsche Bank, proprio per questo dopo aver studiato il gruppo italiano, l'analisi è proiettata alla reazione del mercato della banca tedesca.

---

<sup>69</sup> Enrico Bronzo, "Deutsche bank, al via aumento di capitale a 11,65 euro/azione", Il Sole 24Ore

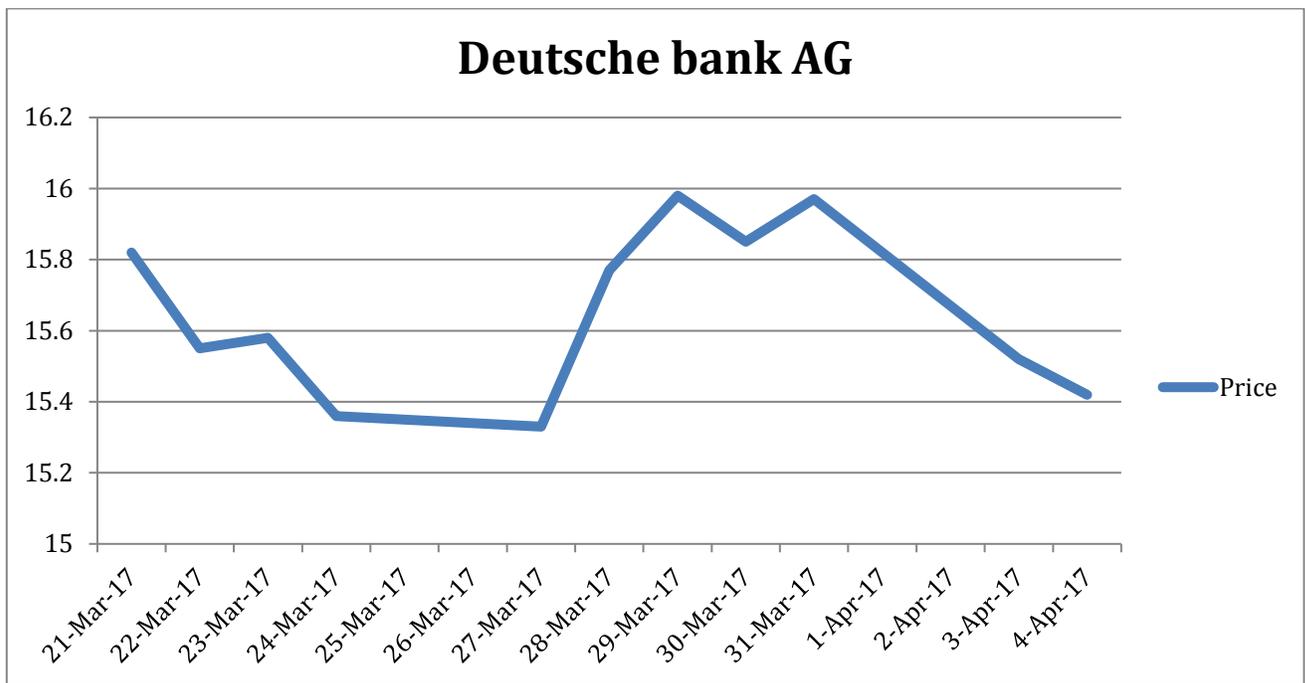
Si è proceduto nello stesso modo, andando a studiare il corso azionario durante tutto il periodo d'offerta (21/03- 04/04/2017).

La giornata d'avvio ha registrato un segno positivo del 4,29%, mentre nel secondo giorno un rosso del quasi 2%. Poco mosso nelle sedute successive, il titolo cede sul mercato il 2,79% nella giornata che precede la chiusura.

Comunque, anche se gli investitori hanno sfruttato brevi rimbalzi, in chiusura si registra una flessione del valore azionario rispetto all'avvio del 2% (15,59 il prezzo di chiusura), con una vendita, quindi, che si aggira intorno a 642 milioni di euro di azioni.

Date	Price	Open	High	Low	Volume	%
Apr 04, 2017	15.595	15.350	15.5952	15.100	48.47M	-0.67%
Apr 03, 2017	15.700	15.935	16.025	15.595	20.08M	-2.79%
Mar 31, 2017	16.150	16.040	16.150	15.810	18.78M	0.72%
Mar 30, 2017	16.035	16.150	16.230	15.720	15.26M	-0.80%
Mar 29, 2017	16.165	16.030	16.280	15.830	21.41M	1.32%
Mar 28, 2017	15.955	15.540	16.000	15.505	16.64M	2.90%
Mar 27, 2017	15.505	15.365	15.515	15.115	14.77M	-0.19%
Mar 24, 2017	15.535	15.710	15.890	15.490	13.22M	-1.43%
Mar 23, 2017	15.760	15.755	15.765	15.555	16.96M	0.19%
Mar 22, 2017	15.730	15.795	15.920	15.670	18.64M	-1.72%
Mar 21, 2017	16.005	15.455	16.470	15.420	41.24M	4.29%

Fonte: elaborazione dell'autore su dati Bloomberg



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Bloomberg

L'operazione ha riscontrato una reazione negativa del mercato, se ci si limita ai soli 14 giorni di offerta delle nuove azioni.

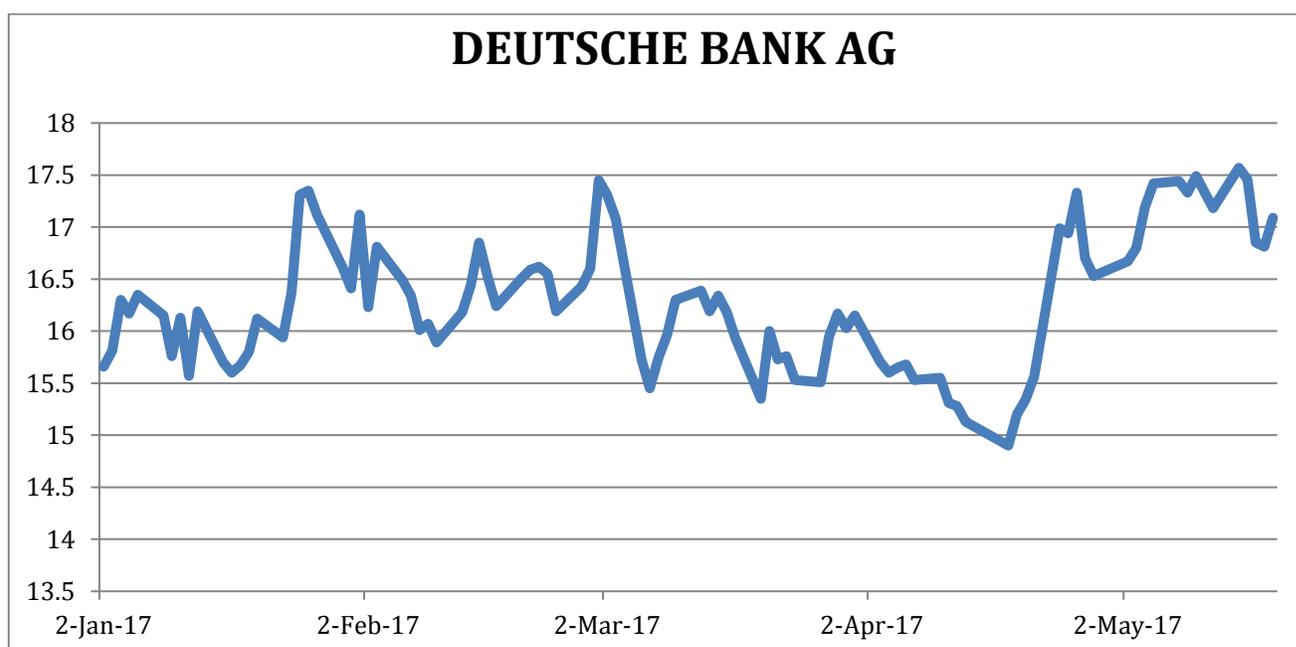
Come si è proceduto nel paragrafo precedente, anche qui si analizza il corso azionario su un arco temporale più grande, prendendo in considerazione i prezzi registrati prima della data di annuncio e nel giorno dell'annuncio stesso.

In quest'ultima, si assiste ad un crollo del titolo di quasi l'8%, ma la situazione non migliora, con alcuni tentativi di recupero, registra addirittura un -10% subito prima dell'offerta in emissione.

L'analisi si fa più interessante se si guarda la situazione da inizio anno, infatti, dal 01.01.17 al 04.03.17, Deutsche consolida un recupero iniziato verso la fine dello scorso anno, segnando un +10% e un

massimo (17,45) nella giornata del primo Marzo, in cui il titolo guadagnava 0.58 euro, ma nei 5 giorni successivi ne perdeva 1.71.

Il grafico, sotto riportato, mostra chiaramente quella che è stata, in sintesi, la performance del titolo. Ha avuto un andamento negativo durante tutto il periodo che va dall'annuncio alla chiusura dell'operazione, già dal primo Marzo, come si è precedentemente detto, infatti, dopo aver toccato un massimo gli investitori svendono il titolo.



Fonte: elaborazione dell'autore su dati Bloomberg

L'annuncio è stato accompagnato, quindi, da una forte presa di profitto di quanto precedentemente capitalizzato (il titolo è stato fortemente venduto), l'inizio dell'operazione, invece, da un forte aumento ma successivamente il volume di scambi è stato ridotto. La

situazione post-aumento, dopo che l'operazione è andata a buon fine, vede un trend positivo, in linea con i primi risultati finanziari pubblicati da Deutsche Bank che indicano un utile netto più che raddoppiato nel primo trimestre 2017 a 575 milioni di euro, in linea con le aspettative. I ricavi, invece, si attestano a 7,3 miliardi, in calo del 9% rispetto allo stesso periodo dello scorso anno.<sup>70</sup>

### **3.6 Conclusione**

I paragrafi precedenti hanno mostrato le performance dei due istituti sui mercati finanziari: convergenti e divergenti, a seconda dei casi.

Entrambi, infatti, registrano un trend negativo durante il periodo d'offerta (Unicredit -5%; Deutsche -2%), nonostante la prima giornata dell'operazione per Deutsche sia stata positiva, mentre per Unicredit negativa.

Anche la giornata di annuncio dell'operazione segna performance differenti, la comunicazione dell'assemblea è stata accolta con euforia dagli investitori di Unicredit, con preoccupazione da quelli di Deutsche. In quest'ultimo caso, si potrebbe quasi dire che l'annuncio

---

<sup>70</sup> Fonti tratte dall'articolo di Francesco Colamartino - MF DowJones

sembra essere accompagnato da una forte presa di profitto di quanto capitalizzato precedentemente. Entrambi gli istituti bancari durante il periodo che precede l'operazione, e in particolare da inizio anno, fanno registrare percentuali a rialzo significative, Deutsche addirittura un +10%.

Lo stesso, si è notato, avviene successivamente, ad operazione conclusa. Il mercato, nell'ultimo caso analizzato, sembra aver capitalizzato prima e aver scontato i sentori negativi subito dopo l'annuncio, piuttosto che durante l'operazione.

Comunque si notano rendimenti anomali<sup>71</sup>, soprattutto per quanto riguarda Deutsche Bank.

L'esistenza di questi ultimi è giustificata dal fatto che il mercato opera in una condizione di efficienza semi-forte, e quindi esistono informazioni private detenute dagli insider, che vengono capitalizzate già prima dell'evento stesso. Invece, in una condizione di efficienza del mercato forte, si osserva tutto il rendimento anomalo nella giornata di annuncio.

Nella giornata di annuncio e di avvio per entrambe le banche sono stati registrati rendimenti anomali. In particolare, per l'istituto tedesco,

---

<sup>71</sup> Anche detti CAR sono i rendimenti che il titolo ha in eccesso rispetto al modello CAPM, sono dati dalla differenza fra il rendimento effettivo dell'azione e il suo rendimento normale, cioè quello che avrebbe avuto in assenza della notizia stessa:  $AR_{jt} = R_{jt} - RN_{jt}$

durante il periodo che precede l'annuncio, e nonostante la banca era in una situazione di profonda sofferenza finanziaria.

La decisione di aumentare il capitale sociale, infatti, prevede il rilascio di informazioni sui dettagli dell'operazione non sempre concentrato nel giorno di approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione: spesso prezzo di emissione e numero di azioni emesse vengono fissati non in questa giornata ma in tempi successivi a ridosso della data di inizio del collocamento.

Rumors sull'ipotesi di aumento possono, inoltre, diffondersi sul mercato anche prima della comunicazione ufficiale.

Lo scopo di questa analisi, comunque, non è solo quello di mostrare quali sono stati i trends susseguitisi durante le operazioni, ma anzi capire la relazione che può intercorrere fra questi e le teorie esplicitate nel capitolo 2.

Pertanto, l'analisi svolta non rivela nessuna corrispondenza con la teoria di Mayers e Majluf, dal momento che gli aumenti non sono stati effettuati per sfruttare sopravvalutazioni azionarie. Si potrebbe dire, che le decisioni di aumentare il capitale sono state quasi imposte dal mercato al fine di assicurare la continuità aziendale, e quindi se non minimo, non si nota un vero caso di adverse selection.

Si ricorda, appunto, che i nuovi fondi per il gruppo tedesco servono oltre che a fare nuovi investimenti, soprattutto, a pagare sanzioni legali e centrare i requisiti richiesti dal regolatore<sup>72</sup>.

Senza dimenticare che, di sole spese legali e svalutazioni all'avviamento, Deutsche Bank ha perso quasi 15 miliardi, negli ultimi due anni, tanto da aver chiuso il 2016 con una perdita di 1,4 miliardi di euro, seppur inferiore al rosso del 2015 di 6,8 miliardi.

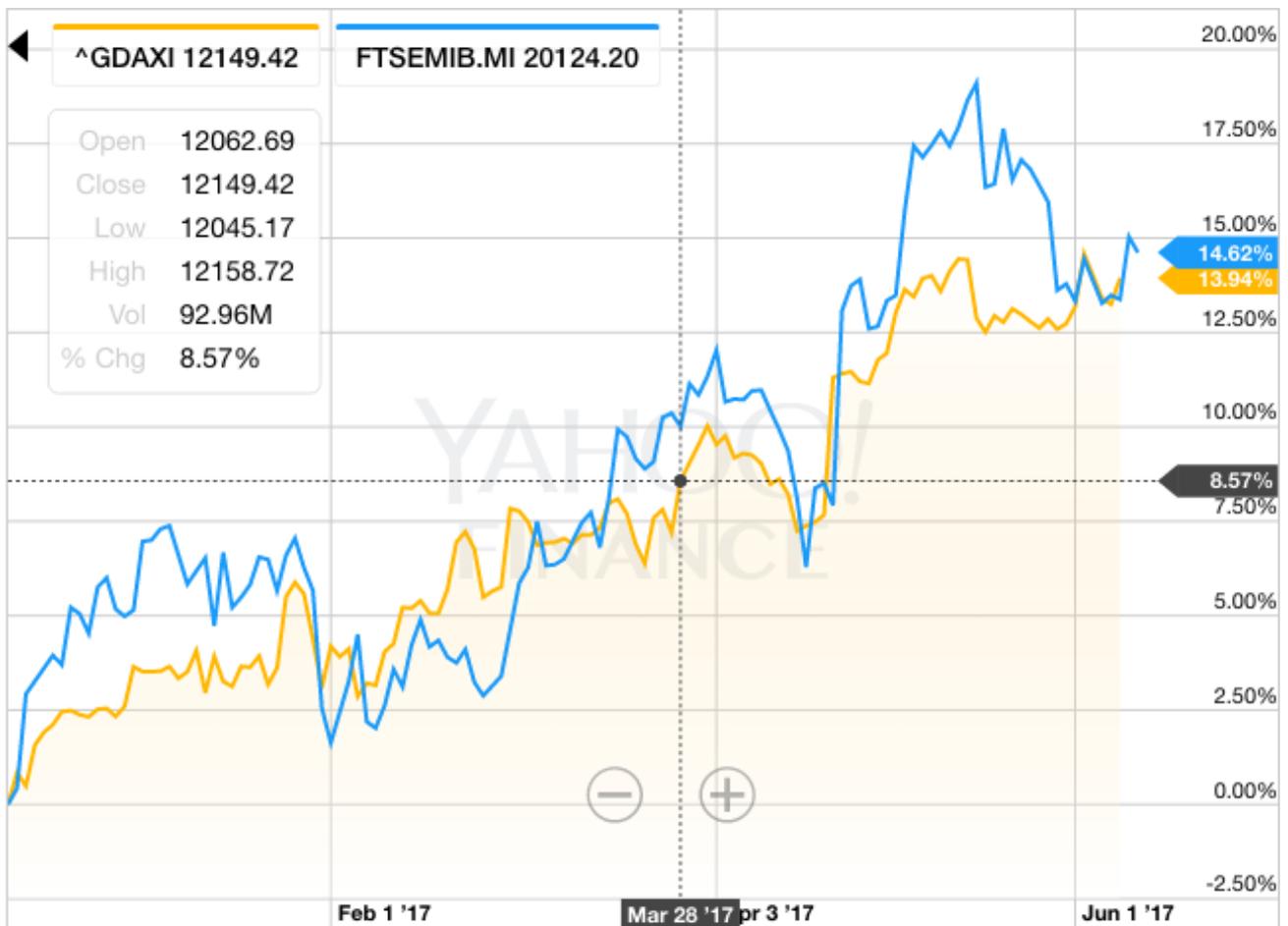
Per Unicredit i nuovi fondi servono a coprire le massicce svalutazioni sugli npl e innalzare il patrimonio di vigilanza (CET1 ratio) che al 31 dicembre 2016 risultava del 10%, non in linea per circa il 2% con i requisiti fissati dalla BCE, al di sopra della soglia del 12,5%.

Riprendendo il modello di Choe H., Masulius R. e Nanda V. K.; secondo il quale le imprese tenderebbero a concentrare le emissioni in corrispondenza delle fasi espansive del ciclo economico, è possibile riscontrare un'analogia.

Dal grafico sotto riportato, è chiaro come sia il mercato azionario italiano (indicatore blu) che tedesco (indicatore giallo) da inizio anno e quindi nel primo semestre, abbiano fatto registrare rispettivamente +9% e un quasi +11%.

---

<sup>72</sup> Si ricorda, infatti, che il CET1 del primo gruppo bancario tedesco, con questa operazione sale dal 11,8% al 14.1%.



Fonte: Yahoo Finance, dati relativi ai primi 6 mesi dell'anno 2017.

Molto probabilmente i Ceo dei due gruppi hanno visto, nel buon andamento del mercato, un'ottima opportunità per una nuova emissione azionaria. Infatti, sebbene durante le operazioni gli indici azionari delle due banche siano calati, successivamente hanno fatto registrare delle buone performances.

Infine, l'ultima teoria che potrebbe essere riportata è quella di Jensen M. C., il quale, come si è spiegato, sostiene che la reazione dei prezzi

delle azioni, dipende dalla valutazione del mercato sulla qualità delle sue opportunità di investimento.

Ciò si ricollega al modello precedente, se solo si pensi che le opportunità a VAN positivo esistono soprattutto nei mercati in crescita, e quindi, questo avrebbe un impatto positivo sui valori azionari, così eliminando ogni sospetto circa l'esistenza di una selezione avversa.



## **Bibliografia**

COSTA A., *Le riserve nel diritto delle società*, GIUFFRÈ, 1984

F. Marco Nacci, *Operazioni su capitale sociale*, in *Magistra Banca e Finanza* - Tidona.com - ISSN: 2039-7410, 2010. Studio legale TIDONA E ASSOCIATI

Campobasso G., *Manuale di diritto commerciale*, sesta edizione, Utet Giuridica, pag 317.

BREALEY R., MYERS S.C., ALLEN F., SANDRI S., *Principi di finanza aziendale*, MC GRAW HILL, Milano, 2007.

Scognamiglio C. P., *Economia Industriale. Economia dei mercati imperfetti*. Luiss University Press 2013

Zona Fabio, *Corporate Governance, Le imprese familiari (2013)*

MYERS S.C., MAJLUF N.S., *Corporate financing when firms have information that investors do not have*, *Journal of Financial Economics*” n.13, 1984

R. Glenn Hubbard, *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, 1990.

BIGELLI M., *Gli aumenti di capitale nelle società quotate: un'analisi economico-finanziaria*, GIAPPICHELLI, Torino, 1996.

Jonathan Berk,,Peter DeMarzo (2008) - *Finanza Aziendale 2*. Pearson, Addison Wesley

Murray Carlson, Adlai Fisher e Ronald Giammarino, “*Corporate Investment e Asset Price Dynamics: Implications for the Cross-section of returns*”, Journal of Finance.

Alon Brav, Christopher Geczy e Paul Gompers; Espen Eckbo, Ronald Masulis e Oyvind Norli, “*Seasoned Public Offerings: Resolution of the New Issues Puzzle*”, Journal of Economics

Evgeny Lyandres, le Sun e Lu Zhang, “*Investment.Based Underperformance Following Seasoned Equity Offerings*”.

*Economia degli intermediari finanziari* – 4° edizione, McGraw Hill, gennaio 2011: Anthony Saunders, Marcia Millon Cornett, Mario Anolli , Barbara Alemanni

Ruozzi, Roberto, and Claudio Zara. “*Il futuro del credito alle imprese: come cambia il rapporto con le banche*”. Egea, 2003.

Sarcinelli, Mario, “*La Vigilanza Sul Sistema Finanziario: Obiettivi, Assetti E Approcci*”, 2009, Moneta e Credito.

Egi Bibaj, “*La crisi economica e finanziaria greca*”, Università Cà Foscari Venezia, 2013

Schettino Francesco. “*Capitalismo tossicodependente.*” *La Contraddizione* 126.

VEGAS, Discorso del Presidente Giuseppe. Incontro annuale con il mercato finanziario. 2012.

SLOVIK, Patrick; COURNÈDE, Boris. Macroeconomic impact of Basel III. 2011.

Enrico Bronzo, *“Deutsche bank, al via aumento di capitale a 11,65 euro/azione”*, Il Sole 24Ore”, 17 marzo 2017

*“Deutsche bank: chiuso con successo aumento da 8 miliardi di euro”*, Il Sole 24Ore, 7 Aprile 2017

Mauro Introzzi, *“Aumento di capitale Unicredit: tuto sull’operazione”*, Soldi Online, 6 Febbraio 2017

Fagnani Edoardo, *“Deutsche Bank, le caratteristiche dell’aumento di capitale”*, 20 Marzo 2017,

*“Unicredit parte l’aumento di capitale più grande di sempre, 6 Febbraio 2017, La Repubblica*

Valentini Paola, *“Deutsche Bank, aumento di capitale a sconto del 35%”*, 21 marzo 2017, Milano Finanza

*“Unicredit chiude l’aumento: vendita lampo dei diritti inoptati”*, 27 febbraio 2017, La Repubblica