

Facoltà di Economia

*Corso di Laurea in
Economia Aziendale*

Tesi in Finanza aziendale

**“GLI AUMENTI DI CAPITALE CON RILEVANTE EFFETTO
DILUITIVO: il caso Seat PG, Pirelli RE e Tiscali”**

RELATORE

Chiar.mo Prof. Massimo Spisni

CANDIDATO

Fabrizio Mantegazza Matr. 141451

ANNO ACCADEMICO 2009-2010

INDICE

Introduzione	5
1. L'emissione mediante offerta pubblica	
1.1 Introduzione	7
1.2 Il <i>Private placement</i>	9
1.3 La <i>Shelf registration</i>	9
1.4 I sindacati di collocamento	10
2. L'emissione mediante offerta in opzione	
2.1 Introduzione	12
2.2 Il diritto d'opzione: il quadro normativo	13
2.3 Tipologie di aumenti di capitale	15
2.4 Tipologie di offerte delle nuove azioni	17
2.5 Il diritto d'opzione: un'analisi economico-finanziaria	18
2.6 Il prezzo teorico optato	19
2.7 Lo scostamento tra il valore teorico e il valore di mercato del diritto d'opzione	22
2.8 L'effetto <i>quasi split</i>	24
3. La scelta della tecnica di emissione: le determinanti	
3.1 Introduzione	27
3.2 Il mantenimento della quota di partecipazione	27
3.3 La quota di possesso integrato	28
3.4 Il prezzo di emissione	29
3.5 I costi di emissione	30
3.6 Tempi di emissione	32
3.7 Gli <i>insider</i> e gli aumenti impliciti del <i>dividend yield</i>	33
3.8 Gli argomenti classici a favore dell'utilizzo dell'offerta pubblica e dell' <i>underwriter</i>	34
4. La scelta della tecnica di emissione: le teorie	
4.1 Introduzione	36
4.2 La <i>monitoring cost hypothesis</i>	36
4.3 Approcci ad informazione asimmetrica: Henkel e Schwartz ed Eckbo e Masulis	39
4.4 La <i>comparative cost hypothesis</i>	41

5. Le reazioni del mercato all'aumento di capitale

5.1	Introduzione	45
5.2	I modelli di <i>signaling</i>	45
5.3	I modelli di <i>adverse selection</i>	48
5.4	I modelli per l'aumento di capitale offerto in opzione	50
5.5	Il modello di Bigelli	50

6. Case study

6.1	Introduzione	56
6.2	Il caso Seat Pagine Gialle	60
6.2.1	L'impresa	60
6.2.2	La compagine azionaria	60
6.2.3	La situazione ante aumento di capitale	61
6.2.4	Le caratteristiche dell'emissione	62
6.2.5	La reazione del mercato	63
6.2.6	La conclusione dell'operazione	66
6.3	Il caso Pirelli Real Estate	68
6.3.1	L'impresa	68
6.3.2	La compagine azionaria	68
6.3.3	La situazione ante aumento di capitale	69
6.3.4	Le caratteristiche dell'emissione	70
6.3.5	La reazione del mercato	71
6.3.6	La conclusione dell'operazione	74
6.4	Il caso Tiscali	75
6.4.1	L'impresa	75
6.4.2	La compagine azionaria	75
6.4.3	La situazione ante aumento di capitale	76
6.4.4	Le caratteristiche dell'emissione	77
6.4.5	La reazione del mercato	78
6.4.6	La conclusione dell'operazione	81
6.5	Le soluzioni	82
6.5.1	Introduzione	82
6.5.2	Le proposte della Consob	84

Introduzione

Gli aumenti di capitale permettono il raggiungimento di uno degli obiettivi fondamentali cui un mercato azionario è preposto: la raccolta di capitale di rischio per le imprese. Proprio per questo motivo a tali operazioni è attribuito un ruolo determinante nell'ambito della finanza aziendale.

Lo scopo di questo elaborato è quello di studiare tre operazioni di aumento di capitale, avvenute sul mercato italiano nel corso del 2009, con caratteristiche decisamente inconsuete. Tali operazioni di ricapitalizzazione, poste in essere da Seat Pagine Gialle, Pirelli Real Estate e Tiscali, sono state caratterizzate da elevati rapporti di emissione, che hanno comportato la diluizione del capitale in un numero molto elevato di azioni, con un prezzo di riferimento ovviamente inferiore.

Essendo le operazioni di aumento di capitale delle operazioni complesse, nella prima parte di questo lavoro saranno evidenziati gli aspetti tecnici di un'emissione azionaria. Infatti, la raccolta di capitale di rischio da parte delle imprese viene posta in essere principalmente attraverso due modalità:

- offerta pubblica;
- offerta in opzione.

Queste due tecniche sono profondamente diverse tra loro, a causa delle differenti problematiche che le contraddistinguono e delle finalità che attraverso di esse si vogliono raggiungere; per questo motivo nel corso dell'elaborato saranno evidenziati i punti di forza e le criticità di ciascuna tecnica e saranno riportati i principali contributi della letteratura economico-finanziaria a riguardo.

Nella seconda parte dell'elaborato, utilizzando gli strumenti acquisiti tramite lo studio della teoria degli aumenti di capitale, saranno analizzate le operazioni ad elevato effetto

diluitivo, che nel corso del 2009 hanno attirato l'attenzione degli investitori e della Consob.

A tal proposito la Consob, allarmata dalle “criticità rilevate in merito all'andamento dei prezzi e dei volumi negoziati nel periodo dell'offerta in opzione”¹, ha valutato, pubblicando un *position paper*, possibili soluzioni strutturali a queste criticità, che saranno descritte nel capitolo conclusivo dell'elaborato.

¹ CONSOB, *Gli aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo*, CONSOB – DIVISIONE MERCATI, 19 Aprile 2010.

1. L'emissione mediante offerta pubblica

1.1 Introduzione

La quasi totalità delle ricapitalizzazioni statunitensi avviene tramite offerta pubblica, questo non significa assolutamente che negli Stati Uniti siano vietati gli aumenti di capitale con offerta in opzione; infatti il diritto d'opzione trova una diversa disciplina normativa a seconda degli Stati della federazione: alcuni stati ne prevedono l'esistenza, a meno che non sia escluso dallo statuto della società, altri in modo speculare non lo prevedono, a meno che non sia espressamente prevista dallo statuto. Certo è che l'eliminazione del diritto d'opzione, quando previsto, è normalmente consentito dalla maggior parte delle leggi statali attraverso una modifica dello statuto deliberata dall'assemblea.

Le offerte di nuovi titoli azionari, a prescindere dalla modalità con cui sono realizzate, sono disciplinate dal *Securities act* del 1933, che ha tuttavia preservato la giurisdizione dei singoli stati in materia di emissione di titoli.

In base alle disposizioni di tale documento una società che intenda offrire azioni deve inoltrare una richiesta di registrazione alla SEC² (*Securities and Exchange Commission*) ed è tenuta inoltre a redigere un prospetto informativo da consegnare in copia ad ogni acquirente. La domanda di registrazione si considera accettata dopo venti giorni, sempre che la SEC non l'abbia nel frattempo accolta, al fine di evitare che l'offerta venga eccessivamente condizionata da eventuali variazioni delle condizioni di mercato. Infatti, se non ci fosse la possibilità di "accelerare" il procedimento di accettazione dovrebbero

² La *Securities and Exchange Commission* (Commissione per i Titoli e gli Scambi) è l'ente governativo statunitense preposto alla vigilanza della borsa valori, analogo all'italiana Consob. L'agenzia fu fondata nel 1934, all'indomani della crisi del 1929.

passare venti giorni tra la fissazione del prezzo e l'approvazione della SEC, durante i quali le variazioni delle condizioni di mercato potrebbero pregiudicare la riuscita dell'operazione stessa (si pensi ad una situazione in cui il prezzo di emissione stabilito dalla società risulti superiore a quello di mercato). Per evitare simili inconvenienti, il prezzo indicato nella richiesta iniziale non è quello effettivo, che viene comunicato alla SEC solo in prossimità dell'offerta. Un'immediata accettazione della domanda da parte della SEC in seguito alla modifica del prezzo di vendita in prossimità dell'offerta è quindi l'*escamotage* che consente l'avvio dell'operazione. "Tale approvazione viene normalmente concessa a quelle imprese che si sono diligentemente attenute ai doveri d'informazione nella domanda inoltrata, soddisfacendo ogni ulteriore richiesta informativa da parte della commissione"³.

L'emissione delle azioni è di norma affidata ad un sottoscrittore (o gruppo di sottoscrittori) che offre i titoli al pubblico. L'assegnazione avviene in base alla quantità domandata in sede di sottoscrizione, procedendo al riparto qualora la domanda ecceda l'offerta. 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*, 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. Nelle

³ BIGELLI M., *Gli aumenti di capitale nelle società quotate: un'analisi economico finanziaria*, GIAPPICHELLI, Torino 1996.

società europee la tutela dell'interesse degli azionisti di maggioranza a conservare la propria partecipazione di controllo si realizza grazie alla presenza del diritto d'opzione.

1.2 Il *private placement*

In prima approssimazione sembrerebbe molto difficoltoso per gli azionisti di maggioranza il mantenimento del controllo societario qualora la società effettui operazioni di ricapitalizzazione utilizzando la tecnica di emissione dell'offerta pubblica. Tuttavia la legislazione statunitense consente agli azionisti di controllo di conservare la quota posseduta del capitale tramite il ricorso al *private placement* (BIGELLI M. 1996). Il *private placement* costituisce un'ulteriore tecnica di emissione delle azioni, che vengono direttamente assegnate ad uno o più investitori, con effetti del tutto analoghi a quelli dell'aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione previsto dall'art. 2441 del nostro Codice Civile. Il ricorso al collocamento privato è di considerevoli proporzioni negli Stati Uniti, anche se come avverte BIGELLI M. (1996) tale modalità di emissione azionaria è utilizzata principalmente dalle imprese che non hanno dimensione sufficiente per effettuare un'offerta pubblica o dalle imprese che hanno urgente bisogno di nuovi capitali.

1.3 La *shelf registration*

Un istituto molto importante della legislazione statunitense è quello della *shelf registration*, regolata dalla *Rule 415*, emanata dalla SEC nel 1982, secondo la quale le imprese di grandi dimensioni possono effettuare un'unica richiesta di registrazione che copra i piani finanziari fino ai due anni successivi. Secondo questa procedura, chiamata

appunto *shelf registration*, la registrazione viene “messa su uno scaffale”⁴ per essere utilizzata quando necessario assicurando così alle imprese un maggior grado di flessibilità nell’emissione di titoli, tramite la riduzione delle formalità da espletare. I principali vantaggi di tale procedura sono :

- i titoli possono essere emessi un po’ alla volta, con breve preavviso, e senza eccessivi costi di transazione;
- l’emissione può essere programmata in modo da approfittare delle condizioni di mercato favorevoli;
- la società riduce i costi di collocamento, escludendo la partecipazione della banca d’investimento nel processo di autorizzazione.

1.4 I sindacati di collocamento

Nella prassi statunitense si può osservare come la maggior parte delle emissioni azionarie avvenga con il supporto di una banca, o di un sindacato di banche, che s’impegnano a sottoscrivere le nuove azioni, per poi collocarle sul mercato. La banca sottoscrittrice prende il nome di *underwriter*, il contratto viene detto di *underwriting*, ed è distinto in tre principali tipologie:

- *stand-by underwriting*: il sottoscrittore s’impegna ad acquistare la quota di azioni eventualmente non sottoscritta. Questa forma di sottoscrizione è molto diffusa, e corrisponde al consorzio di collocamento e garanzia italiano;
- *firm commitment underwriting*: l’emittente vende al sottoscrittore tutti i titoli, e questi li rivende sul mercato maggiorati di uno *spread* che costituisce la sua commissione. È la forma di sottoscrizione prevalente;

⁴ BREALEY R., MYERS S.C., ALLEN F., SANDRI S., *Principi di Finanza aziendale*, MC GRAW HILL, Milano, 2007.

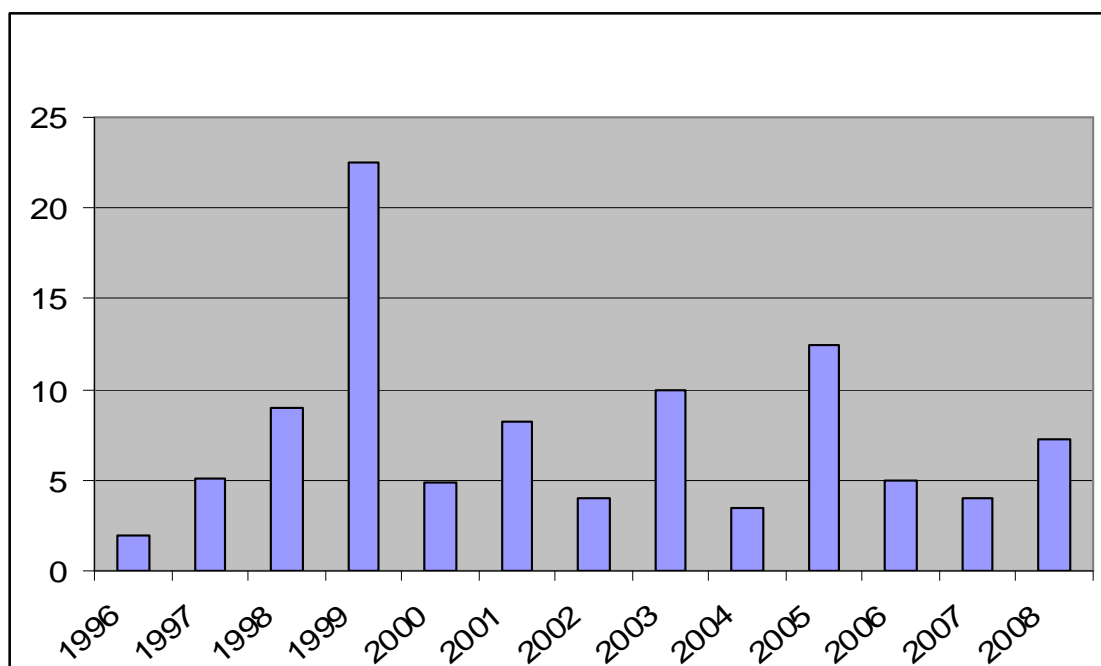
- *best efforts underwriting*: qualora un'emissione di azioni sia reputata molto rischiosa, ad esempio per la dimensione dell'emittente, il sottoscrittore preferisce non accollarsi il rischio dell'emissione e s'impegnerà solamente a vendere i titoli a fronte di una commissione di vendita.

2. L'emissione mediante offerta in opzione

2.1 Introduzione

L'emissione mediante offerta in opzione ai vecchi azionisti rappresenta la tecnica più utilizzata nelle operazioni di aumento di capitale effettuate in Europa.

Grafico 2.1:
Emissioni di nuovi titoli da parte di società quotate in Italia (miliardi di euro)⁵



Fonte: Consob

Il grafico 2.1, “Emissioni di nuovi titoli da parte di società quotate in Italia”, evidenzia l'importanza di tali operazioni, per le quali la legge prevede in via generale l'obbligo di offrire in opzione ai vecchi azionisti le nuove azioni, in proporzione a quelle già possedute, sia pure con una serie tassativa di eccezioni. È opportuno a questo punto, com'è stato fatto per la regolamentazione statunitense delle emissioni azionarie, esaminare brevemente il quadro normativo italiano in tema di aumento di capitale.

⁵ Dati sulle emissioni tratti dalla relazione annuale 2008 della Consob.

Un aumento di capitale comporta una modifica dell'atto costitutivo, e pertanto, deve essere deciso in sede di assemblea straordinaria, regolarmente costituita "con la presenza di tanti soci che rappresentino almeno la metà del capitale sociale o la maggiore percentuale prevista dallo statuto e delibera con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea"⁶. In seconda convocazione il *quorum* costitutivo scende ad un terzo del capitale sociale, inoltre per le sole società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio sono previste ulteriori convocazioni con un *quorum* costitutivo di un quinto del capitale sociale.⁷

La legge, inoltre, dispone che l'aumento di capitale "non può essere eseguito fino a che le azioni precedentemente emesse non siano interamente liberate"⁸ e che le azioni a voto limitato "non possono essere emesse in misura superiore alla metà del capitale sociale". Tali disposizioni si applicano anche alle azioni di risparmio, che sono disciplinate dagli artt. 145-146 del Testo Unico della Finanza⁹.

2.2 Il diritto d'opzione: il quadro normativo

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

⁶ Art. 2368 comma II Codice Civile sulle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

⁷ Art. 2369 commi III e VII Codice Civile

⁸ Art. 2438 Codice Civile

⁹ D. Lgs. n. 58 del 24/02/98 - T.U.F.

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. Diverso è il comportamento delle imprese americane, il cui obiettivo principale è "diventare grandi" e arrivare alla quotazione in borsa. Non a caso il mercato del *venture capital* è ben più sviluppato in America che in Italia, dove spesso le imprese rimangono piccole, perché l'azionista di maggioranza ha più interesse a mantenere il controllo dell'impresa che quotarla in Borsa. Tornando agli aspetti normativi, si detto che l'aumento di capitale consente ai soci di mantenere inalterata la loro quota di partecipazione al capitale dell'impresa sia pure con alcune, tassative, eccezioni.

Innanzitutto, vi è un'esclusione del diritto d'opzione per le azioni di nuova emissione che devono essere liberate mediante conferimento in natura (a patto che ciò sia stato approvato dall'assemblea), in questo caso infatti le azioni spettano al socio conferente. Tuttavia, a maggior tutela dei soci esclusi, gli amministratori devono corredare la proposta di esclusione del diritto d'opzione con una relazione, dalla quale devono risultare le ragioni di tale operazione e in ogni caso i criteri adottati per la determinazione del prezzo. Tale relazione deve essere preventivamente resa disponibile al collegio sindacale e nel caso delle società quotate anche alla società di revisione, affinché si esprimano sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni. Tutta la documentazione deve essere disponibile nella sede della società durante i quindici giorni che precedono l'assemblea. "La deliberazione determina il prezzo di emissione delle azioni in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le quotate, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre" fermo restando che "nelle società con azioni quotate in mercati regolamentati, lo statuto può escludere il diritto nel limite del dieci per cento del capitale preesistente, a condizione che il prezzo di emissione

corrisponda al valore di mercato”¹⁰. Tale norma serve evidentemente a realizzare gli interessi strategici della società, dotandola di un certo grado di flessibilità.

“Il diritto d'opzione può ancora essere escluso limitatamente ad un quarto delle azioni di nuova emissione (o in misura superiore se approvato con il voto di tanti soci che rappresentino più della metà del capitale sociale) qualora le azioni siano offerte in sottoscrizione ai dipendenti della società o di controllate”.

Infine, una clausola ancor più generica prevede che il diritto d'opzione possa essere escluso o limitato, con una deliberazione approvata da tanti soci che rappresentino più della metà del capitale sociale, qualora l'interesse della società lo esiga, il che di norma avviene in due circostanze (BIGELLI M. (1996)) :

- quando la società vuole quotarsi in Borsa e quindi deve dotarsi del flottante minimo richiesto;
- al fine di inserire nella compagine azionaria un nuovo socio, il cui ingresso sia strategicamente rilevante per l'impresa.

Qualora non ricorrano tali circostanze, l'emissione è offerta in opzione ai soci ai quali spettano trenta giorni dalla pubblicazione dell'offerta. Questo termine, per le società quotate, la cui disciplina è inserita nel T.U.F., è ridotto a quindici giorni.¹¹

2.3 Tipologie di aumenti di capitale

E' opportuno descrivere brevemente le varie tipologie di aumento di capitale, sulle quali ci si soffermerà nel seguito della trattazione e nello studio dei casi pratici, evidenziandone i profili più strettamente economico-finanziari e tralasciandone gli aspetti normativi:

¹⁰ Art. 2441 Codice Civile

¹¹ Art. 134, D. Lgs. n. 58 del 24/02/98 - T.U.F.

- aumento di capitale a pagamento: è la forma classica di aumento di capitale, quella di cui si sono studiati precedentemente anche gli aspetti normativi, che prevede l'emissione di nuove azioni, delle categorie già esistenti o tramite la creazione di nuove categorie, ad un valore che normalmente incorpora anche un sovrapprezzo di emissione, i cui proventi vengono accantonati in uno specifico fondo;
- aumento di capitale gratuito: può realizzarsi tramite l'emissione gratuita di nuove azioni o l'aumento del valore nominale delle azioni esistenti, imputando a capitale sociale le riserve disponibili e/o fondi speciali;
- aumento di capitale misto: è la semplice combinazione di un aumento di capitale a pagamento e di un aumento gratuito;
- aumento di capitale con emissione di obbligazioni convertibili o *warrant*¹²: quando l'assemblea delibera l'emissione di obbligazioni convertibili deve anche deliberare un aumento di capitale per un ammontare corrispondente al valore nominale delle azioni da attribuire ¹³. 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: particolare modalità di esecuzione dell'aumento di capitale, sostanzialmente si risolve nella delega dell'assemblea straordinaria agli amministratori della facoltà di "aumentare una o più volte il capitale, fino ad un

¹² 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 certa attività finanziaria sottostante ad un prezzo (detto *strike price* o prezzo d'esercizio) e ad una scadenza stabilita.

¹³ Art. 2420 bis Codice civile

ammontare determinato e per un periodo massimo di cinque anni dalla data della deliberazione.”¹⁴

2.4 Tipologie di offerte delle nuove azioni

Le azioni di nuova emissione possono essere distribuite secondo modalità differenti, riconducibili ad una delle quattro forme di seguito citate:

- offerta in opzione: si realizza quando le nuove azioni sono offerte ai vecchi azionisti in proporzione a quelle già possedute;
- OPS (offerta pubblica di sottoscrizione): si realizza nei casi in cui il diritto di opzione venga escluso o limitato, ed assume particolare rilievo nelle IPO¹⁵, quando le imprese devono dotarsi del flottante¹⁶ minimo necessario ed aprirsi, perciò, al mercato;
- 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;
- assegnazione: ha luogo quando i nuovi titoli sono assegnati a soggetti predeterminati, come avviene negli aumenti di capitale tramite conferimenti di beni in natura o in quelli effettuati in seguito ad operazioni straordinarie di fusione o scissione.

¹⁴ Art. 2443 Codice civile. Il periodo in questione è di cinque anni dall'iscrizione della società nel registro delle imprese o, qualora tale facoltà sia stata attribuita con modifica dello statuto, di cinque anni dalla data di tale deliberazione.

¹⁵ 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.

¹⁶ Il termine 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” della società perché sono le azioni che l'azienda cede ai possibili investitori esterni.

2.5 Il diritto d'opzione: un'analisi economico-finanziaria

Quando le nuove azioni vengono offerte in opzione ai vecchi azionisti, anziché ad un pubblico indistinto di sottoscrittori, si pongono alcune questioni molto interessanti dal punto di vista economico-finanziario. La produzione scientifica a riguardo è esigua, poiché gli studiosi della materia si sono soprattutto dedicati all'approfondimento delle tematiche che caratterizzano l'offerta pubblica. L'abbondanza della letteratura anglosassone sul tema dell'offerta pubblica ha in passato indotto all'erronea convinzione, non confortata né da giustificazioni teoriche né da evidenze empiriche, della generale applicabilità delle indicazioni emerse dagli studi sull'offerta pubblica anche all'offerta in opzione, errore reso ancor più evidente dall'approfondita trattazione delle principali differenze tra le due modalità, che dividono le due modalità di emissione azionaria.

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. Qual è il valore teorico di tali diritti, e perché sul mercato assistiamo di norma ad una flessione dei corsi azionari in corrispondenza dell'aumento di capitale? Prima di rispondere a tali domande è opportuno descrivere meglio la situazione cui si assiste in fase di aumento di capitale.

Nel momento in cui inizia l'operazione di ricapitalizzazione di un'impresa quotata, prende il via la negoziazione in Borsa dei diritti d'opzione e, pertanto, le azioni iniziano a quotare senza il diritto e il loro prezzo viene detto prezzo *ex*. Viceversa, il prezzo osservabile il giorno precedente, l'ultimo in cui il titolo incorpora il valore del diritto

d'opzione, è detto ultimo prezzo *cum*. Questo 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:

$$(1) \quad P_{to}/P_{cum}$$

dove P_{to} = Prezzo teorico optato

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

2.6 Il prezzo teorico optato

Prima che l'aumento di capitale abbia inizio, ovvero prima che le azioni inizino a quotare ex-diritto, non è possibile sapere con esattezza quale prezzo si realizzerà e quale sarà il valore del diritto d'opzione. Tuttavia, date le condizioni di emissione delle nuove azioni (prezzo e rapporto di emissione) ed applicando il principio di “conservazione della ricchezza” si può determinare il prezzo teorico optato, che “non è altro che il prezzo *ex* che si dovrebbe realizzare dato l'ultimo prezzo *cum* e le condizioni di emissione delle nuove azioni”¹⁷. Il prezzo teorico optato può essere derivato sia in relazione all'investimento del singolo azionista sia in relazione al valore dell'impresa, assumendo che, dopo la ricapitalizzazione, questo valore corrisponderà a quello ante ricapitalizzazione aumentato del valore raccolto con l'emissione di nuove azioni:

¹⁷ BREALEY R., MYERS S.C., ALLEN F., SANDRI S., *op. cit.*

$$(2) \quad V_1 = V_0 + R$$

Di conseguenza il prezzo teorico optato sarà determinato come:

$$(3) \quad \frac{V_1}{n+m}$$

dove n = numero di azioni preesistenti e m = numero di azioni di nuova emissione.

Analogo ragionamento può essere fatto a livello di singolo azionista, assumendo che, in applicazione del principio di conservazione della ricchezza, il valore delle azioni possedute dopo l'aumento di capitale sarà uguale a quello delle azioni possedute prima dell'aumento più il capitale versato per la sottoscrizione dei nuovi titoli.

Nell'ipotesi di aumento di capitale a pagamento con una sola categoria di azioni si avrà pertanto:

$$(4) \quad P_{to} = \frac{n \times P_{cum} + m \times P_e}{n+m}$$

dove P_e = prezzo di emissione delle nuove azioni

Questa formula serve a determinare il prezzo teorico optato negli aumenti di capitale a pagamento con una sola categoria di azioni. Altre formule, il cui esame esula dagli scopi di questo elaborato, consentono di calcolare tale prezzo nelle altre tipologie di aumento di capitale.¹⁸La determinazione del prezzo teorico optato permette di risolvere la questione del valore teorico del diritto. Infatti, 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:

$$(5) \quad \text{Diritto} = P_{cum} - P_{to}$$

¹⁸ BIGELLI. M., *op. cit.*

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, in base alle quotazioni borsistiche ex-diritto del titolo. Tuttavia, sostituendo nella formula (5) al Pto il prezzo *ex*, rilevabile sul mercato, e ricavando il prezzo *cum* corrispondente (dividendo il prezzo *ex* per il fattore AIAF), osserviamo come tale formula dia la possibilità di calcolare ancora una volta tale valore, anche se indirettamente.

Il valore teorico del diritto d'opzione, ad aumento di capitale in corso, può essere calcolato anche mediante un'altra relazione, molto interessante, che si basa sull'ipotesi di esclusione della possibilità di arbitraggi privi di rischio. Nella seconda parte dell'elaborato, si utilizzeranno gli strumenti descritti in questa parte per analizzare tre casi di aumento di capitale avvenuti in Italia nel corso del 2009.

Il divieto, da parte della Consob, di effettuare vendite allo scoperto sui mercati regolamentati italiani¹⁹, esclude in sostanza la possibilità di arbitraggi privi di rischio, rendendo perciò tale formula la più adatta ad analizzare queste operazioni di ricapitalizzazione. E' importante notare, tuttavia, come tale divieto non sia stato esteso ai mercati esteri, per cui alcuni arbitraggisti hanno potuto approfittare, in casi limitati secondo il parere della Consob, dello scostamento tra valori teorici e prezzi dei titoli e dei diritti riguardanti tali operazioni per realizzare facili guadagni.

La formula prima ricordata prevede che, dall'inizio della negoziazione dei diritti deve essere indifferente:

- comprare un'azione direttamente sul mercato (al prezzo *ex*);

¹⁹ Si veda la delibera Consob n.17078 del 26/11/09.

- comprare un'azione acquistando i diritti necessari a sottoscrivere una nuova azione e pagando il prezzo di emissione.

Ciò equivale a dire:

$$(6) \quad P_{ex} = P_e + D \times \frac{n}{m}$$

dove $\frac{n}{m}$ = numero dei diritti necessari per l'acquisto di una nuova azione

Di conseguenza il valore teorico del diritto è pari a:

$$(7) \quad D = (P_{ex} - P_e) \times \frac{m}{n}$$

dove $\frac{m}{n}$ = 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* ed è, perciò, molto utile per studiare eventuali scostamenti tra il valore teorico del diritto e il prezzo al quale è negoziato sul mercato. Scostamenti, peraltro, tutt'altro che eventuali: l'evidenza empirica dimostra che il valore teorico del diritto coincide solo tendenzialmente con il valore di mercato.

2.7 Lo scostamento tra il valore teorico e il valore di mercato del diritto d'opzione

Lo scostamento tra il valore teorico e il valore di mercato del diritto d'opzione è stato rilevato in Italia da varie ricerche empiriche²⁰, dalle quali sono emerse alcune anomalie "comuni" che è opportuno descrivere.

Innanzitutto, nell'ultimo giorno di trattazione dei diritti si osserva comunemente un valore di mercato molto basso non solo in relazione al valore teorico, ma anche rispetto

²⁰ ZAMBRUNO G.M., *Quotazione dei diritti di opzione ed efficienza in forma semi-forte*, da *L'analisi quantitativa del mercato mobiliare italiano*, Comitato direttivo degli agenti di Cambio della Borsa Valori di Milano, 1989.

ai valori osservati nei giorni precedenti. Gli studiosi imputano questa flessione dei prezzi dei diritti all'azione degli intermediari, che, qualora non abbiano ricevuto istruzioni in merito dalla clientela, vendono i diritti nell'ultimo giorno di negoziazione. Uno studio condotto nel periodo 1990-1996 su circa 650 quotazioni di 63 diritti d'opzione ha rilevato che i diritti quotavano a sconto sul valore teorico del 20% circa, con punte del 30% nell'ultimo giorno di contrattazione.²¹ GUALTIERI P. (1991) osserva inoltre come il mercato dei diritti sia caratterizzato da scarsa liquidità, che sembra poter essere una delle principali cause dello scostamento in parola.

Studi più recenti (BIGELLI M. 1996) imputano lo scostamento tra il valore teorico e il prezzo osservabile sul mercato del diritto d'opzione soprattutto a due ragioni:

- uno sconto rispetto alla quotazione teorica, volto a rendere più appetibile uno strumento finanziario per sua natura scarsamente liquido;
- Un premio, rispetto al valore teorico, corrispondente al *time value* dell'opzione di esercizio del diritto.

Sotto quest'ultimo profilo, infatti, il diritto d'opzione è paragonabile ad un'opzione *call*²² ed il suo valore teorico equivale al valore dell'opzione qualora venisse immediatamente esercitata. In realtà, però, il possessore del diritto ha a disposizione un certo lasso di tempo per esercitarlo, disponendo in altri termini, di un'opzione d'acquisto con tempo residuo alla scadenza. A fare la differenza, tra valore teorico e di mercato, sarebbe, dunque, il *time value*, il valore del tempo concesso al possessore del diritto per esercitarlo. Il diritto si troverebbe a essere quotato a sconto o a premio, rispetto al valore teorico, a seconda del risultato del congiunto e contrastante operato dei due fattori appena citati. La diminuzione del *time value* del diritto d'opzione

²¹ BREALEY R., MYERS S.C., ALLEN F., SANDRI S., *op.cit.*

²² Opzione che permette di comprare ad una data prefissata un determinato quantitativo di titoli.

all'avvicinarsi della fine del periodo di negoziazione in borsa è inoltre compatibile con l'evidenza empirica, dalla quale emerge la tendenziale flessione del prezzo dei diritti negli ultimi giorni di negoziazione si assiste ad una flessione del prezzo dei diritti.

2.8 L'effetto *quasi-split*

Si è già detto che, in caso di aumento di capitale con sottoscrizione privilegiata, se i diritti vengono esercitati i prezzi diventano irrilevanti, poiché non viene alterata la proporzione in cui ogni socio partecipa al capitale di rischio e non cambia il valore delle attività d'impresa. Perciò il *management*, nel fissare le caratteristiche di tale emissione, tende soprattutto a evitare che il prezzo sul mercato scenda al di sotto di quello di emissione, nel qual caso l'aumento di capitale rischierebbe di naufragare, poiché gli investitori preferirebbero acquistare sul mercato "vecchie" azioni anziché sottoscrivere azioni nuove ad un prezzo più alto. Per questo i prezzi di emissione degli aumenti di capitale offerti in opzione sono di norma considerevolmente inferiori rispetto al valore di mercato e per la stessa ragione lo sconto accordato alle azioni offerte in opzione è decisamente maggiore di quello praticato sulle offerte pubbliche. Un aumento di capitale negli Stati Uniti è effettuato generalmente offrendo le azioni con uno sconto del 5-10%, mentre più ampia è di solito la "forbice" tra valore sul mercato e prezzo di emissione negli aumenti di capitale italiani.

Ad esempio l'aumento di capitale Enel, conclusosi a Giugno 2009, offriva agli azionisti tredici nuove azioni ogni venticinque vecchie al prezzo di 2,48 € contro un prezzo osservabile sul mercato subito prima dello stacco di 4,43 €. Uno sconto del 45%, che dimostra come gli aumenti di capitale offerti in opzione siano "lanciati" sempre con prezzi di emissione inferiori a quelli di mercato.

Questa modalità di emissione però comporta la diluizione delle quotazioni azionarie, in conseguenza del ridursi del valore dei titoli, quotati senza diritto d'opzione, anche se, ove la riduzione delle quotazioni azionarie eguagli il valore di mercato dei diritti la ricchezza complessiva degli azionisti resterà immutata. Tuttavia, la diluizione delle quotazioni, al pari dell'aumento di capitale gratuito, comporta l'aumento del *dividend yield*, a condizione che il dividendo per azione (o dividendo unitario) non venga modificato.

Per spiegare meglio quanto appena affermato si farà ricorso ad un esempio²³.

Si supponga che la quotazione delle azioni ordinarie di una società sia di 3 € e che questa lanci un aumento di capitale con emissione di una nuova azione ogni due vecchie al prezzo di 1,5 €

Utilizzando la formula (4) si ricava un valore di tale prezzo di 2,5 €

In pratica la quotazione ne risulta diluita di 0,5 € Ciò in quanto il fattore AIAF (P_{to}/P_{cum}) è nel caso pari a 0,833, ed il suo reciproco è pari ad 1,2. Il reciproco ci dice che i prezzi ante-aumento divisi per 1,2 equivalgono ai prezzi post-aumento e questo stesso valore può essere considerato il fattore di diluizione delle quotazioni azionarie. Infatti, se prima dell'aumento di capitale ogni azione dava diritto ad un dividendo di 0,3 € per un *dividend yield* del 10%, dopo l'aumento di capitale, in ipotesi di dividendi unitari costanti, il tasso di dividendo salirebbe al 12% ($0,3€/2,5€$), aumentando di un fattore pari ad 1,20, ovvero del reciproco del fattore AIAF prima menzionato. Ovviamente l'ipotesi di dividendi unitari costanti è un'ipotesi molto forte, tuttavia il *dividend yield* aumenta anche qualora il dividendo unitario diminuisca meno che proporzionalmente alla diluizione delle quotazioni azionarie. Una ricerca condotta da

²³ BIGELLI M., *The Quasi-split Effect, Active Insiders and the Italian Market Reaction to Equity Rights Issues*, European Financial Management, 1998.

BIGELLI M. (1988) su un campione di 428 imprese italiane che hanno effettuato un aumento di capitale nel periodo 1980-1994 dimostra che l'85% degli aumenti di capitale si è risolto in un aumento del tasso di dividendo e che l'aumento del tasso di dividendo è stato coerente con quanto previsto dal *quasi split effect* in più del 40% dei casi. BIGELLI M. (1998) sottolinea, perciò, che il *quasi split effect* trasmette agli investitori il positivo segnale di un aumento del tasso di dividendo, agevolando così l'emissione offerta in opzione ad un prezzo notevolmente inferiore a quello di mercato e favorendo l'altrettanto positiva reazione degli stessi investitori. Questo aspetto sarà ovviamente approfondito nel paragrafo seguente, dove si evidenzieranno le principali differenze tra le due modalità e si esporranno le principali teorie sulle ragioni e sulle finalità della scelta tra l'una e l'altra modalità di emissione.

3. La scelta della tecnica di emissione: le determinanti

3.1 Introduzione

Dopo aver esaminato le due tecniche di aumento di capitale nel dettaglio, in questo capitolo saranno descritte le determinanti della scelta tra l'una e l'altra tecnica, vale a dire le variabili che orientano la decisione delle imprese verso la modalità di emissione più adatta alle loro caratteristiche e maggiormente in grado di conseguire gli scopi che si prefiggono. Occorre precisare che alcune di queste determinanti hanno influito grandemente sulle disposizioni legislative. È questo il caso dell'interesse al mantenimento della quota di controllo, storicamente molto rilevante per le imprese italiane, che ha molto condizionato la decisione del legislatore di prevedere l'offerta in opzione come unica modalità di aumento di capitale. L'analisi delle determinanti consente, inoltre, di comprendere i vantaggi comparati delle due principali modalità di offerta di azioni e di individuare le circostanze in cui una tecnica sia da preferire ad un'altra.

3.2 Il mantenimento della quota di partecipazione

La differenza più evidente fra le due tecniche scaturisce dalla natura del diritto d'opzione, in quanto questo consente ai vecchi azionisti di mantenere inalterata la loro quota di partecipazione al capitale dell'impresa, imponendo l'offerta delle nuove azioni in prelazione ai soci. Ciò non avviene nelle offerte pubbliche, dove la regolamentazione prevede che il consorzio incaricato del collocamento delle azioni le assegni in base alla quantità domandata in sede di sottoscrizione, procedendo al riparto solo qualora la domanda superi l'offerta. Proprio al ricorrere di quest'ultima circostanza, l'offerta pubblica meno garantisce al vecchio azionista la possibilità di mantenere inalterata la

propria quota di partecipazione, in quanto, se anche avesse richiesto un numero di nuove azioni proporzionale a quelle possedute, in caso di riparto gli sarebbe stata assegnata una quantità minore, diluendo così la sua partecipazione.

La tecnica dell'offerta in opzione è soprattutto funzionale alla contemporanea soddisfazione dell'esigenza dell'impresa di reperire nuovo capitale di rischio e dei soci di evitare la diluizione delle rispettive quote di partecipazione. Questa caratteristica sembra una delle determinanti della distribuzione geografica dell'offerta in opzione, più utilizzata nelle ricapitalizzazioni delle società europee ed italiane, nella cui struttura la conservazione del controllo dell'impresa è un obiettivo non meno importante della sua crescita e dell'aumento del profitto. Molte imprese italiane scelgono di crescere meno, pur di restare autosufficienti. Non è certamente questo il caso delle società quotate, ma è dato dall'esperienza che molte grandi imprese, sorte e cresciute in questo ambiente culturale ed economico, siano saldamente governate, con l'aiuto dei meccanismi di possesso integrato, da relativamente ristretti gruppi di controllo, spesso su base familiare.

3.3 La quota di possesso integrato

Il meccanismo del possesso integrato, pur non rientrando pienamente tra gli argomenti di questa esposizione, merita qualche sintetica considerazione.

In un mercato finanziario nel quale sono particolarmente diffuse le partecipazioni incrociate tra gruppi d'impresе, l'effettivo impegno finanziario dell'azionista di maggioranza nella sottoscrizione di un aumento di capitale può risultare percentualmente molto limitato rispetto alla totalità dei fondi raccolti. Questo perché, grazie ad una serie di strumenti finanziari e giuridici, "in Italia è possibile esercitare il

controllo di un'impresa con una modesta partecipazione effettiva nel suo capitale”²⁴. Gli strumenti utilizzabili sono le cosiddette scatole cinesi, i patti parasociali, le emissioni di azioni di risparmio (che consentono di raccogliere risorse senza concedere diritti di voto), tanto che uno studio effettuato da BRIOSCHI F., BUZZACHI L. e COLOMBO M.G. (1989) dimostra come e quanto la quota di possesso integrato, che misura la parte della raccolta di capitale effettivamente gravante sul gruppo di controllo, possa essere esigua rispetto alla totalità dei fondi raccolti. L'utilizzo di *escamotage* come quelli ora descritti è tanto più rilevante quanto più è sentita l'esigenza di mantenere il controllo dell'impresa. Tale esigenza è meno sentita nelle *public company* statunitensi, la cui proprietà azionaria è fisiologicamente molto dispersa e dove sorgono problemi diversi da quelli che caratterizzano il nostro mercato. Primo fra tutti, nell'ambito degli aumenti di capitale, il problema dell'asimmetria informativa e delle conseguenti reazioni del mercato all'annuncio dell'operazione, questione che la letteratura americana ha affrontato soprattutto con gli studi di MYERS S.C. e MAJLUF N. (1984).

3.4 Il prezzo di emissione

In un'emissione offerta in opzione il prezzo è quasi irrilevante, perché gli azionisti e gli investitori in generale possono scambiarsi azioni e diritti sul mercato aspettandosi, dall'incontro di domanda e offerta, di ricevere il giusto prezzo. Come detto l'unica preoccupazione del *management* deve essere di evitare che il prezzo di emissione superi quello di mercato, per questo è prassi comune fissare il prezzo di emissione a forte sconto rispetto al mercato, anche considerando che la diluizione delle quote azionarie

²⁴ BIGELLI M., *op. cit.* .

già possedute dagli azionisti, non comporta la diminuzione della loro ricchezza, ove compensata dal valore dei diritti d'opzione.

La fissazione del prezzo nell'offerta pubblica è operazione assai più delicata, perché, se il prezzo di emissione fosse eccessivamente inferiore a quello di mercato, un investitore potrebbe trarne profitto a scapito dei vecchi azionisti. Per questo un'emissione in offerta pubblica l'emissione viene solitamente proposta con prezzi a sconto rispetto al mercato del 5-10%, mentre nell'offerta in opzione lo sconto è ben più elevato in percentuale²⁵.

3.5 I costi di emissione

I costi di emissione rappresentano senz'altro un aspetto fondamentale nella scelta della modalità con cui realizzare l'aumento di capitale. Le varie ricerche effettuate da SMITH C.W. (1977) e da HANSEN R.S. e PINKERTON J.M. (1986) rilevano che le offerte in opzione sono meno costose di quelle che utilizzano il metodo dell'offerta pubblica con *underwriter*.

In estrema ipotesi, in presenza di un unico azionista, l'aumento di capitale offerto in opzione e da egli sottoscritto si risolverebbe con il versamento di un assegno da parte di questi alla società, a costi pressoché inesistenti (BIGELLI M. 1996). L'esempio, per quanto estremo, chiarisce che, se le azioni sono offerte in opzione ai vecchi azionisti, in proporzione alla rispettiva quota di partecipazione, si possono evitare costi rilevanti come quelli che derivano dall'attività del consorzio di collocamento e/o di garanzia, dal momento che assai di rado viene chiesto alle banche di garantire che l'emissione vada a buon fine. La decisione di aumentare il capitale coinvolge attivamente l'azionista di maggioranza, la cui partecipazione non solo assicura la sottoscrizione di una parte

²⁵ Cfr. esempio nel paragrafo 2.8

importante dell'aumento ma costituisce, per azionisti di minoranza e potenziali investitori, un segnale positivo.

I risultati di un'analisi effettuata da SMITH C.W. (1977) sui costi di emissione di 578 emissioni effettuate nel periodo 1971-1975 sul mercato statunitense con tre distinti metodi di emissione, l'offerta pubblica con *underwriter*, l'offerta in opzione con *underwriter*, l'offerta in opzione non sottoscritta, avvalorano le considerazioni appena effettuate e sono sinteticamente riportati nella Tabella 2.2.

Tabella 2.2: Costi di emissione in percentuale della raccolta da emissioni di azioni ordinarie durante il periodo 1971-1975

ammontare emissione (mil. di dollari)	offerta pubblica con underwriter	offerta in opzione con underwriter	offerta in opzione
	<i>costi totali (%)</i>	<i>costi totali (%)</i>	<i>costi totali (%)</i>
0-0,5	/	/	8,99
0,5-0,99	13,74	8,24	4,59
1-1,99	15,29	10,51	4,90
2-4,99	9,47	8,06	2,85
5-9,99	7,03	6,10	1,39
10-19,99	5,55	5,35	0,72
20-49,99	4,67	4,74	0,52
50-99,99	4,18	4,70	0,21
100-500	3,95	4,00	0,13
Media	6,17	6,05	2,45

Fonte: SMITH C.W.S.Jr., *Alternative methods for raising Capital-rights versus Underwritten offerings*, in *Financial of Journal economics*, n.5, 1977.

Questa analisi, oltre ad avvalorare quanto appena evidenziato, ci pone di fronte ad un dato molto importante: i costi di un'emissione azionaria, con qualsiasi tecnica effettuata, diminuiscono all'aumentare della dimensione dell'emissione, consentendo alle imprese di realizzare delle "economie di scala" riducendo il numero delle emissioni e

aumentandone la dimensione (a parità d'importo). SMITH C.W. (1977), oltre ad HANSEN e PINKERTON (1982), ha studiato a lungo il “paradosso” del mercato statunitense per cui, pur essendo l'offerta in opzione senza consorzio di garanzia di gran lunga la tecnica meno costosa, è stata utilizzata solo nel 5% delle ricapitalizzazioni del campione oggetto di studio. Nel 95% dei casi invece si è fatto ricorso ad un *underwriter*, sostenendo costi ben maggiori.

3.6 Tempi di emissione

La rapidità con cui il processo di aumento di capitale può essere portato a termine è senz'altro una variabile fondamentale per molte imprese. Tuttavia occorre tener presente che i tempi di emissione non dipendono solo dalla modalità di offerta in sé, ma anche dalla legislazione dei paesi in cui tali tecniche vengono prevalentemente utilizzate. Si è già detto che negli Stati Uniti il prezzo di emissione viene stabilito poco prima dell'offerta, per sfruttare al meglio le condizioni di mercato, mentre in Italia il prezzo viene fissato ed è reso noto agli investitori con largo anticipo.

Il quadro normativo italiano, peraltro, riflette i tempi tecnici strutturalmente più lunghi dell'offerta in opzione, che deve lasciare agli azionisti il tempo di esercitare il loro diritto, così come poi occorre altro tempo agli amministratori qualora debbano offrire sul mercato l'eventuale inoptato. Viceversa, la legislazione statunitense, anche grazie all'istituto della *shelf registration*, assicura alle emissioni in offerta pubblica un maggiore grado di flessibilità e tempi decisamente più brevi.

Tuttavia, secondo BIGELLI M. (1996), tale differenza nei tempi di emissione non appare determinante per la scelta della tecnica di emissione.

3.7 Gli insider e l'aumento implicito del *dividend yield*

La reazione positiva del mercato agli aumenti di capitale europei è dovuta principalmente a due fattori, che secondo BIGELLI M. (1998) rappresentano la vera differenza tra le emissioni negli Stati Uniti e quelle in Europa: *insider* attivi ed effetto *quasi split*. Dell'effetto *quasi split* si è già detto: a causa della diluizione delle quotazioni azionarie che normalmente si osserva nel corso di un'offerta in opzione, il tasso di dividendo aumenta a meno che il management non riduca il dividendo unitario proporzionalmente alla diluizione delle quotazioni. Il mercato italiano, inoltre, è caratterizzato da *insider* attivi, che partecipano all'aumento di capitale aumentando la fiducia degli azionisti sull'investimento. Il mercato americano è invece caratterizzato da *insider* passivi e da un'altra serie di problematiche, prima fra tutte quella delle asimmetrie informative, sulle quali si fonda il modello di MYERS S.C e MAJLUF N. (1984) e di cui si tratterà più avanti. Il diverso comportamento degli *insider* e l'assenza del *quasi split effect* determinano generalmente una reazione negativa del mercato nord americano all'aumento di capitale, anche e soprattutto perché gli investitori, convinti che il management sia in possesso d'informazioni privilegiate, e che perciò decida di lanciare l'aumento di capitale quando ritiene l'impresa sopravvalutata dal mercato, non sono disposti ad investire in un'operazione che si risolverebbe in un trasferimento di ricchezza a favore dei vecchi azionisti, nel cui interesse il *management* opera. Di conseguenza la notizia di un aumento di capitale viene interpretata spesso come un segnale della sopravvalutazione dell'impresa. Dal problema delle asimmetrie informative derivano importanti implicazioni sulle preferenze delle imprese rispetto alle varie fonti di finanziamento.

3.8 Gli argomenti classici a favore dell'utilizzo dell'offerta pubblica e dell'*underwriter*

Prima di passare all'esposizione delle principali teorie sulla scelta della tecnica di emissione, è opportuno ricordare che la letteratura riconosce a favore delle emissioni azionarie con *underwriter*, o consorzio di garanzia, alcuni vantaggi. Secondo SMITH C.W (1977) il ricorso ad un sottoscrittore, pur essendo indubbiamente costoso in termini di commissioni²⁶, costituisce per le imprese una sorta di assicurazione contro l'insuccesso dell'operazione. In realtà, questo rischio dovrebbe essere alquanto ridotto sul mercato americano, nel quale i titoli vengono offerti con un piccolo sconto rispetto al prezzo di mercato e la SEC consente alle imprese di fissare il prezzo entro le ventiquattro ore precedenti all'offerta. Questa ipotesi dunque non sembra sufficiente a spiegare perché il consorzio di garanzia sia spesso utilizzato anche nelle emissioni in opzione, laddove tale rischio è facilmente eliminabile. Tra i vantaggi tradizionalmente associati all'utilizzo dell'*underwriter* in un'offerta pubblica, oltre ovviamente alla possibilità di servirsi delle sue competenze in fase di collocamento, vi sarebbe il minor tempo necessario per la disponibilità dei fondi raccolti e la maggiore rapidità di realizzazione dell'aumento di capitale.

SMITH C.W. (1977) fa notare come tale vantaggio non fosse però così rilevante negli Stati Uniti prima dell'introduzione dell'istituto della *shelf registration*, poiché il maggior tempo necessario in un'offerta in opzione per ottenere la disponibilità dei fondi era compensato da una più rapida procedura di approvazione presso la SEC.

Questo capitolo ha evidenziato le determinanti che le imprese prendono in considerazione nella scelta della tecnica di emissione, sottolineando, in particolare, che

²⁶ Cfr. paragrafo 3.5

L'offerta in opzione, prevalentemente utilizzata in Europa, è caratterizzata da costi decisamente minori rispetto all'offerta pubblica, tempi di emissione più lunghi ed è normalmente ben accettata dal mercato, in ragione dell'attesa di aumento del *dividend yield* che trasmette e della partecipazione dell'azionista di maggioranza alla ricapitalizzazione.

L'offerta pubblica, diffusa soprattutto negli Stati Uniti, è spesso assistita da sottoscrittori ed ha tempi di realizzazione più brevi ma costi decisamente maggiori, ai quali si aggiunge una reazione del mercato generalmente negativa, dovuta principalmente alle asimmetrie informative e alla passività degli *insider*.

Una ricerca di ASQUITH P. e MULLINS D.W. (1986) ha dimostrato che le aziende industriali degli Stati Uniti, a fronte di una nuova emissione, hanno accusato una diminuzione del prezzo delle azioni del 3% circa.²⁷

Sorgono, al riguardo ed a questo punto, alcuni interrogativi:

- Perché la tecnica dell'offerta pubblica rappresenta tuttora lo standard sul mercato statunitense?
- Perché le due tecniche coesistono, sia pure con una diversa distribuzione geografica?

²⁷ ASQUITH P., MULLINS D.W., *Equity issues and offering dilution*, Journal of Financial economics n. 15, 1986.

4 La scelta della tecnica di emissione: le teorie

4.1 Introduzione

Per cercare di rispondere a tali interrogativi è necessario richiamare le principali teorie sulle condizioni e sulle circostanze che consentono di ritenere una tecnica più efficiente rispetto all'altra e suggeriscono all'impresa di preferire l'una o l'altra modalità di emissione. Come si è anticipato all'inizio dell'elaborato il mondo accademico ha dedicato maggiormente la propria attenzione non tanto alla tecnica dell'offerta pubblica, quanto piuttosto al mercato statunitense in sé. In questo mercato, nonostante l'utilizzo prevalente dell'offerta pubblica, è possibile effettuare operazioni anche con la tecnica della sottoscrizione privilegiata e questo ha consentito agli studiosi di concentrarsi sulle determinanti della scelta, e sulla spiegazione del "paradosso" per cui le imprese americane preferiscano una modalità decisamente più costosa rispetto a quella più economica. Una simile indagine non avrebbe senso in Italia, dove la legislazione impone alle imprese di utilizzare la tecnica dell'offerta in opzione, e solo in alcuni casi, tassativamente indicati dalla legge, il diritto d'opzione può essere limitato o escluso. Dunque gli studiosi americani più di quelli europei si sono concentrati sulle determinanti di tale scelta, ed infatti in questa parte del capitolo ci si occuperà principalmente delle teorie che derivano da studi effettuati sulle imprese statunitensi.

4.2 La *monitoring cost hypothesis*

Questa teoria si deve agli studi di SMITH C.W. (1977)²⁸ che, inizialmente, ritenendo gli argomenti classici a favore dell'utilizzo dell'*underwriter*²⁹ troppo deboli per giustificare le notevoli differenze di costo tra offerta in opzione ed offerta sottoscritta (sia pubblica

²⁸ Su Smith cfr. paragrafo 3.5

²⁹ Cfr. paragrafo 3.8

che in opzione), aveva dapprima ipotizzato che le offerte in opzione presentassero dei costi di emissione, non riportati fra quelli comunicati alla SEC (sui quali aveva concentrato le sue ricerche), tali da rendere l'offerta sottoscritta più efficiente. Questa teoria prende appunto il nome di *unreported cost hypothesis*. Tuttavia dopo aver eseguito una stima per eccesso di alcune di queste componenti di costo (principalmente effetti fiscali, costi di transizione e spese postali di spedizione dei diritti d'opzione) lo stesso SMITH C.W. (1977) ha dovuto constatare la debolezza dei suoi argomenti, in quanto le componenti di costo che aveva preso in considerazione risultavano scarsamente rilevanti rispetto all'ampio scarto fra i costi di emissione con e senza sottoscrittori, di cui si è fornita prova nella tabella 2.2.

Lo stesso SMITH C.W. (1977), allora, ha formulato una teoria ben più interessante, nota come *monitoring cost hypothesis*, secondo la quale i *manager* e i componenti del consiglio d'amministrazione favorirebbero le offerte assistite da sottoscrittori poiché ciò permetterebbe loro di instaurare rapporti collusivi con le banche sottoscrittrici. In pratica, nel decidere le modalità di aumento di capitale i *manager* penserebbero a massimizzare la loro funzione di utilità piuttosto che quella delle imprese che guidano. Infatti gli amministratori avrebbero la possibilità di conseguire benefici privati dai rapporti con le banche sottoscrittrici.

A questo proposito ECKBO B.E. e MASULIS R. (1992) hanno evidenziato che nei consigli d'amministrazione delle grandi *public company* di frequente siedono proprio rappresentanti delle grandi banche d'investimento, alle quali è spesso affidato anche il ruolo di sottoscrittori nelle operazioni di ricapitalizzazione. Il conflitto d'interessi è un problema di grande importanza nella finanza americana, cresciuto al crescere del raggio d'azione delle grandi banche.

Riguardo ai problemi d'agenzia ECKBO B.E. e MASULIS R. (1992) offrono un'ulteriore spiegazione decisamente interessante: a loro giudizio i *manager* delle imprese statunitensi privilegiano le offerte pubbliche con *underwriter* perché consentono la massima dispersione dell'azionariato, rendendo così difficile e onerosa l'attività di controllo da parte degli azionisti. Poiché la scelta di un sistema di offerta più costoso diminuisce la ricchezza degli azionisti, questi dovrebbero limitare tale "costo d'agenzia" esercitando il controllo sulle decisioni dei *manager*. La netta prevalenza delle più costose offerte pubbliche con *underwriter* sembra, invece, dimostrare che i costi che gli azionisti dovrebbero sopportare per esercitare un'efficace attività di controllo risulterebbero superiori ai "costi" derivanti dalla scelta di una modalità di emissione non ottimale. La questione è nota in letteratura come problema del *free rider*, che si può così sintetizzare: in un'impresa a proprietà diffusa un piccolo azionista non ha convenienza a svolgere l'attività di monitoraggio perché sarebbe il solo a sopportarne i costi, estendendo a tutti i benefici. Ma il beneficio per lui conseguibile sarebbe modesto, data l'esiguità della quota posseduta.

Diverso è il caso delle imprese italiane, nelle quali l'azionista di maggioranza detiene una quota elevata del capitale e dunque ha interesse ad esercitare un'attenta sorveglianza sui *manager*, che peraltro lui stesso nomina, per cui in queste imprese il problema d'agenzia riguarda piuttosto il rapporto tra azionisti di maggioranza e di minoranza.

Tornando al mercato americano, secondo SMITH C.W. (1977), un monitoraggio a basso costo potrebbe essere assicurato da una clausola statutaria che imponga l'offerta in opzione delle nuove azioni. Seguendo tale ragionamento, la rimozione di tale clausola dovrebbe tradursi in una riduzione del valore dell'impresa, poiché concederebbe ai *manager* la possibilità di massimizzare la propria funzione d'utilità e di scegliere il

metodo di emissione più costoso. Ma SMITH C.W. (1977) non è riuscito ad avvalorare attraverso dati effettivi le sue tesi, ed un contributo in questo senso è stato dato dal lavoro di BHAGAT S. (1983). Egli ha studiato sessantatre rimozioni statutarie del diritto d'opzione³⁰ riscontrando un rendimento anomalo e significativo pari a - 0,68% attorno alla data in cui agli azionisti è stata inviata la convocazione in assemblea correlata dal relativo ordine del giorno. Secondo questo studio infatti il mercato viene informato della volontà del *management* di rimuovere il diritto d'opzione già con l'invio della convocazione in assemblea, mentre SMITH C.W. (1977) collocava l'informazione al mercato ed il conseguente rendimento anomalo nei giorni dell'effettiva rimozione della clausola statutaria.

4.3 Approcci ad informazione asimmetrica: Heinkel e Schwartz ed Eckbo e Masulis

HEINKEL R. e SCHWARTZ E. (1986) ipotizzano che le imprese emittenti conoscano il loro livello di qualità meglio dei loro potenziali investitori. Basandosi su questa ipotesi costruiscono un modello che associa ad ogni modalità di emissione i costi più rilevanti. Nel caso delle offerte pubbliche con sottoscrittori considerano gli elevati costi fissi di emissione, per le offerte in opzione senza *underwriter* i costi da insuccesso dell'operazione, per le offerte in opzione con consorzio di garanzia i costi dell'accertamento della qualità dell'emittente, trasferiti dal sottoscrittore all'impresa tramite le commissioni. I due studiosi ne traggono che, posto l'obiettivo di massimizzare il valore dell'impresa, al netto dei costi di emissione, dei costi da insuccesso dell'operazione e dei costi di accertamento delle sue qualità:

³⁰ Tali rimozioni oggetto di studio sono avvenute tra il 1965 e il 1981

- le offerte in opzione con consorzio di garanzia dovrebbero essere adottate dalle imprese di maggiore qualità, che meglio possono affrontare l'accertamento del loro stato di salute economica;
- le offerte in opzione senza *underwriter* dovrebbero essere preferite dalle imprese di qualità intermedia, che tramite la fissazione del prezzo di emissione segnalerebbero le loro aspettative circa il futuro valore dei loro titoli;
- le offerte pubbliche con *underwriter* dovrebbero essere utilizzate dalle imprese di minore qualità, perché il costo delle commissioni sarebbe comunque inferiore a quello di entrambe le altre forme di offerta in opzione.

Queste conclusioni non sembrano tuttavia essere supportate da evidenza empirica, né vi sono state ricerche per sottoporlo a verifica.

Le asimmetrie informative sono alla base anche della *certification hypothesis*, secondo la quale le imprese sopporterebbero i costi delle commissioni per far sì che l'*underwriter* certifichi che il prezzo di emissione sia corretto rispetto alle informazioni privilegiate che gli *insider* posseggono. Questa spiegazione sembra molto interessante, in quanto lascia ritenere che il ruolo del sottoscrittore, al pari di quello delle società di revisione, potrebbe mitigare fortemente il problema dell'asimmetria informativa fra *insider* e *outsider*.

Il contributo di ECKBO B.E. e MASULIS R. (1992) sulle asimmetrie informative è molto rilevante, perché, sulla base del modello di MYERS S.C. e MAJLUF N. (1984), i due studiosi offrono un'altra spiegazione della scelta tra le varie modalità di emissione. La variabile determinante è rappresentata da K, ovvero la quota con cui i vecchi azionisti partecipano alla sottoscrizione delle nuove azioni. Le imprese con elevate quote K dovrebbero privilegiare le offerte in opzione senza consorzio di garanzia, data

l'inutilità di costose commissioni quando l'aumento si realizza per larga parte tramite il finanziamento dei vecchi azionisti. Le imprese con quote K intermedie e quelle con quote K ridotte dovrebbero, rispettivamente, ricorrere all'offerta in opzione con consorzio di garanzia, ed alle offerte pubbliche con *underwriter*. La ragione è piuttosto intuitiva: le imprese con ridotte quote K devono avvalersi della competenza dei sottoscrittori per "piazzare" i titoli sul mercato, o, quantomeno, per garantire l'emissione. I risultati del modello sono compatibili con quanto osservabile nella realtà, infatti le imprese europee, caratterizzate da un alto tasso di concentrazione azionaria, fanno meno ricorso ai consorzi di garanzia, mentre negli Stati Uniti, dove è alto invece il tasso di dispersione della proprietà, si utilizzano maggiormente le offerte pubbliche assistite da *underwriter*.

4.4 La comparative cost hypothesis

La *comparative cost hypothesis* individua determinanti di scelta molto simili a quelle dei modelli precedentemente descritti. Tale teoria, che si deve agli studi di HANSEN R.S. e PINKERTON J.M. (1982), si basa sul *survivor principle* (principio del sopravvissuto), secondo il quale le forme contrattuali efficienti sono le uniche che durano nel tempo e, quindi, poiché l'offerta pubblica è stata, ed è tuttora, lo standard del mercato statunitense, è lecito ritenerla una forma efficiente. Di conseguenza, questo studio propone una "brillante soluzione"³¹ al paradosso della scelta della tecnica di finanziamento. La contemporanea presenza delle due modalità di emissione indicherebbe infatti che, al ricorrere di particolari condizioni, ciascuna forma è efficiente ed assicura un vantaggio comparato nei costi di emissione. Queste condizioni

³¹ BIGELLI M., *op. cit.*

cui fa riferimento la *comparative cost hypothesis* riguardano la concentrazione della proprietà azionaria, al cui crescere diminuiscono i costi di un'offerta in opzione. Nell'esempio estremo, l'aumento di capitale in presenza di un unico azionista che detiene il 100% delle proprietà si risolve nel pagamento di un assegno da parte di questo alla società. L'esempio è ovviamente irrealistico ma rende l'idea in parte già prospettata, nel lavoro di ECKBO B.E. e MASULIS R. (1992), della diminuzione dei costi di un'emissione offerta in opzione al crescere della concentrazione azionaria. Secondo HANSEN R.S. e PINKERTON J.M. (1986) questo effetto è dovuto alla presenza di alcuni costi, come le spese di stampa e trasferimento dei titoli (oggi de materializzati) che ovviamente diminuiscono al diminuire del numero dei soggetti interessati. Per avvalorare la loro tesi i due studiosi hanno analizzato una serie di aumenti di capitale offerti in opzione, classificando le società rispetto alla quota di controllo azionaria detenuta dal consiglio d'amministrazione o dal maggiore azionista. I risultati di tale ricerca³² sono "sorprendenti"³³: la concentrazione azionaria, misurata dalla quota di controllo detenuta dal Consiglio d'Amministrazione o dall'azionista di maggioranza, è risultata mediamente pari al 61%, un livello altissimo per gli Stati Uniti. A completamento della ricerca, HANSEN R.S. e PINKERTON J.M. (1982) hanno studiato i costi di emissione sostenuti da un campione di 182 imprese che hanno utilizzato la modalità dell'offerta pubblica, confrontandoli con i costi "stimati" che, a parità di struttura del controllo azionario, avrebbero sopportato se avessero fatto ricorso alla sottoscrizione privilegiata. Il risultato è chiaro: quasi due terzi delle emissioni sarebbero state più costose, se condotte con la tecnica dell'offerta in opzione.

³² HANSEN R.S., PINKERTON J. M., *On the rightholders' subscription to the underwritten rights offering*, Journal of Banking and Finance n. 10, 1986.

³³ BIGELLI M., *op. cit.*

Dunque la teoria proposta da HANSEN R.S. e PINKERTON J.M. (1982) sembra spiegare in modo convincente il paradosso della scelta della tecnica di finanziamento, con argomentazioni, peraltro, complementari alla *monitoring cost hypothesis*³⁴, in quanto la convenienza al monitoraggio dell'operato dei manager aumenterebbe all'aumentare della concentrazione azionaria, poiché sempre maggiore sarebbe, per il gruppo di controllo, il costo derivante dalla scelta di un metodo di finanziamento non ottimale. L'elevata concentrazione azionaria, infatti, consente alla proprietà di esercitare un maggiore controllo sul *management*, inducendolo alla scelta della tecnica di emissione più efficiente. Ne consegue che le imprese a più alta concentrazione della proprietà azionaria tendono a scegliere la tecnica dell'offerta in opzione, sia per ragioni di carattere economico, come la ricerca della modalità più efficiente, sia per ragioni strategiche, essenzialmente connesse all'interesse al mantenimento della quota di controllo.

La relazione che lega le imprese con alta concentrazione della proprietà azionaria alle offerte in opzione sembra spiegare in modo soddisfacente il paradosso della scelta. Non a caso lo studio di LARNER R.I. (1966), che ha confrontato i suoi risultati con quelli di BERLE A.A. e MEANS G. (1932), mette in evidenza una tendenza all'aumento della dispersione della proprietà azionaria e contemporaneamente una progressiva diminuzione delle offerte in opzione sul mercato statunitense. Ancora una volta, non a caso, negli Stati Uniti, dove maggiore è il grado di dispersione azionaria, è maggiore anche la libertà di scelta fra le due tecniche di emissione, mentre in Europa, dove sono maggiori i livelli di concentrazione azionaria, gli ordinamenti giuridici, in particolare

³⁴ Cfr. paragrafo 4.2

quello italiano, limitano la libertà di scelta delle imprese, preferendo e talora imponendo, l'offerta in opzione.

5 Le reazioni del mercato all'aumento di capitale

5.1 Introduzione

Le notevoli differenze tra le modalità dell'aumento di capitale prevalenti negli Stati Uniti e in Italia si ripercuotono sulle reazioni del mercato ad un'operazione di ricapitalizzazione. Negli Stati Uniti la presenza di forti asimmetrie informative e la passività degli *insider* spesso induce il mercato a reputare l'aumento di capitale un segnale della sopravvalutazione dei titoli, tale da allontanare gli investitori. La letteratura americana, soprattutto grazie agli studi di MYERS S.C. e MAJLUF N. (1984) e MILLER M.H. e ROCK K. (1985) ha elaborato alcuni modelli che cercano di spiegare questa reazione negativa del mercato. La reazione positiva del mercato all'aumento di capitale offerto in opzione, la sola modalità prevista dall'ordinamento italiano, è stata studiata da BIGELLI (1996), che ha adattato il lavoro di MYERS S.C. e MAJLUF N. (1984) al contesto italiano. Questo capitolo è perciò dedicato alla descrizione dei principali modelli elaborati dalla letteratura riguardo alla reazione del mercato all'emissione di nuove azioni.

5.2 I modelli di *signaling*

I modelli che possono essere raggruppati sotto questa definizione rappresentano sicuramente il filone più importante per spiegare la reazione del mercato all'annuncio di un aumento di capitale, in quanto si basano su un approccio ad informazione asimmetrica, della quale si è già chiarita l'importanza nel contesto statunitense, e pongono un tipico problema di selezione avversa.

Da un lato vi sono i *manager*, dall'altro gli investitori esterni, gli uni hanno a disposizione informazioni che i secondi non hanno. La decisione di aumentare il

capitale, nei vari modelli, segnala (da qui modelli di *signaling*) agli investitori esterni le informazioni di cui gli *insider* sono già a conoscenza.

Lo studio più noto è sicuramente quello, già abbondantemente citato, di MYERS S.C. e MAJLUF N. (1984)³⁵, secondo il quale i *manager*, essendo *insider*, possiedono un set informativo superiore a quello degli investitori esterni e agiscono nell'interesse dei vecchi azionisti nel decidere se aumentare o meno il capitale. I vecchi azionisti peraltro sono ipotizzati passivi, dunque non partecipano all'aumento di capitale.

Perché in tale lavoro gli *insider* stessi, cioè i *manager*, sono considerati passivi? Innanzitutto perché la loro partecipazione può essere limitata da eventuali vincoli di ricchezza, inoltre perché i *manager*, gestendo il proprio patrimonio in un'ottica di diversificazione non hanno interesse a concentrare il loro portafoglio sull'impresa in cui lavorano (e di cui sono di solito già in possesso di *stock option*). Infine, non vi è interesse al mantenimento di una quota di partecipazione, perché questa è solitamente molto esigua. La passività degli *insider* è confermata anche da alcune ricerche³⁶ che dimostrano che in alcuni aumenti il management ha alimentato il clima difficile intorno all'operazione vendendo le proprie azioni a cavallo dell'emissione. Resta da chiarire come l'aumento di capitale possa accrescere la ricchezza dei vecchi azionisti, posto che, al pari del *management*, restino passivi. In condizioni di sopravvalutazione dei titoli, condizione a conoscenza degli *insider* ma non degli investitori esterni, un aumento di capitale con vecchi azionisti passivi si risolverebbe in un trasferimento di ricchezza dai nuovi ai vecchi azionisti. Ove al contrario i titoli siano sottovalutati, si verificherebbe un aumento della ricchezza dei vecchi azionisti solo se l'operazione servisse a finanziare

³⁵ MYERS S.C., MAJLUF N.S., *Corporate financing when firms have information that investors do not have*, Journal of Financial Economics" n.13, 1984.

³⁶ BIGELLI M., MEHROTRA V., MORK R. e YU W., *Changes in management ownership and the valuation effects of equity offering*, Journal of management and governance, n.4, 1999.

un progetto il cui VAN sia maggiore del trasferimento di ricchezza che essi subiscono a favore dei nuovi azionisti. Ovviamente, tutto ciò è noto al mercato, per cui gli investitori esterni tendono a considerare ogni aumento di capitale come un segnale della sopravvalutazione dei titoli, avviando così un circolo vizioso che non consente agli investitori di distinguere le imprese che vogliono finanziare progetti a VAN positivo da quelle che aumentano il capitale solo perché i titoli sono sopravvalutati. Ecco che si configura un problema di *adverse selection*, infatti il management potrebbe considerare troppo costoso, addirittura dannoso, sotto il riguardo delle notizie fornite alla concorrenza, fornire al mercato le informazioni sufficienti ad eliminare la situazione di asimmetria. Questo problema è così rilevante da condizionare le scelte di finanziamento delle imprese. Il *management*, infatti, di fronte ad un'opportunità d'investimento a VAN positivo, sarebbe indotto a finanziarlo non con l'emissione di azioni, ma, piuttosto, utilizzando fondi interni, o emettendo nuovi titoli di debito, per evitare che l'emissione di nuove azioni comunichi al mercato un'informazione dannosa per l'impresa.

Su questo ragionamento ruota la *Pecking order theory*, la “teoria dell'ordine di scelta” elaborata dagli stessi MYERS S.C. e MAJLUF N. (1984) a conclusione del “percorso” iniziato con il loro modello. Altri modelli³⁷ hanno affrontato la questione delle asimmetrie informative, distinguendosi dal modello di MYERS S.C. e MAJLUF N. (1984), che individua nella sopravvalutazione dei titoli l'informazione detenuta dagli *insider* e segnalata al mercato con l'annuncio dell'aumento di capitale.

Negli altri modelli, che non saranno approfonditi, cambia l'informazione che l'aumento di capitale è in grado di fornire al mercato. Per MILLER M.H. e ROCK K. (1985) gli aumenti di capitale sono come dei dividendi negativi e perciò forniscono al mercato

³⁷ MILLER e ROCK (1985), MASULIS (1980), HEALEY e PALEPU (1990)

informazioni di minori utili correnti e futuri e dovrebbe, perciò, essere accompagnato da una diminuzione dei prezzi azionari. Anche MASULIS R. (1980) giunge alle medesime conclusioni, sostenendo, nella *leverage hypothesis*, che i manager modificano il rapporto di indebitamento tramite un aumento di capitale perché si aspettano variazioni in diminuzione dei flussi di cassa attesi. È probabile infatti che l'impresa riduca la sua esposizione debitoria (a livello percentuale, aumentando il capitale di rischio) potendo beneficiare in misura minore dello scudo fiscale degli interessi.

5.3 I modelli di *adverse selection*

Si è già detto che il modello di MYERS S.C. e MAJLUF N. (1984) prospetta un problema di selezione avversa. Alcuni studiosi hanno approfondito questo aspetto e formulato modelli che pongono in relazione il ricorso all'aumento di capitale con l'andamento del mercato azionario. Secondo il modello di CHOE H, MASULIS R. e NANDA V.K. (1993), infatti, le imprese tenderebbero a concentrare le emissioni di capitale in corrispondenza delle fasi espansive del ciclo economico, al fine di sopportare minori costi di selezione avversa. Questo studio si fonda sull'ipotesi che, nelle fasi di espansione del ciclo economico, vi siano maggiori opportunità d'investimento, per cui agli occhi del mercato aumenterebbe la quota di imprese "oneste", che lanciano aumenti per finanziare investimenti a VAN positivo, rispetto alla quota di imprese che si rivolgono al mercato soltanto per sfruttare la sopravvalutazione dei titoli. In sintesi, gli autori sono convinti che, durante queste fasi, il mercato accorderebbe maggiore fiducia alle imprese contribuendo così ad attenuare il fenomeno della selezione avversa.

KORAJCZYK R.A., LUCAS D. e MCDONALD R. (1992) si concentrano invece sulla relazione tra asimmetrie informative e rilascio di informazioni, sostenendo che,

all'aumentare dell'intervallo di tempo dall'ultimo rilascio di informazioni sull'andamento della società aumenti l'incertezza degli investitori sul valore delle attività e, conseguentemente, l'effetto di selezione avversa. Tale modello prevede dunque reazioni più sfavorevoli all'aumentare della distanza tra il rilascio delle informazioni e l'operazione di ricapitalizzazione. Il *management*, al fine di contenere le reazioni sfavorevoli del mercato, dovrebbe avere l'accortezza di fornire informazioni sulla società poco prima di annunciare l'aumento di capitale, per incontrare una reazione meno sfavorevole da parte del mercato. La questione può sembrare meno rilevante nell'attuale società dell'informazione, tuttavia BIGELLI M. (1996) sottolinea come il patologico ritardo delle informazioni rese al mercato abbia, in passato, creato difficoltà alle imprese quotate alla borsa di Milano. Tale modello spiegherebbe inoltre perché la maggior parte delle più recenti emissioni siano collegate ad un rilascio di informazioni sull'andamento economico della società, volto a favorire una migliore reazione del mercato all'annuncio dell'operazione. JENSEN M.C. (1986), dal canto suo, sostiene che, specialmente nelle *public company* dei settori maturi, agli investitori dovrebbero essere fornite informazioni sull'investimento in progetti a VAN positivo, poiché altrimenti il capitale raccolto andrebbe ad incrementare il flusso di cassa a disposizione dei *manager* per un loro uso discrezionale. Ciò si risolverebbe il più delle volte in progetti a VAN negativo, poiché i *manager* massimizzerebbero la loro funzione d'utilità più che quella dell'impresa.³⁸

³⁸ Cfr. con gli studi di ECKBO B.E. e MASULIS R. presentati nel paragrafo.4.2.

5.4 I modelli per l'aumento di capitale offerto in opzione

Ben pochi studiosi hanno approfondito tale modalità di emissione ed altrettanto scarsi sono i modelli che ne analizzano la struttura e gli effetti. Tra questi merita di essere ancora una volta richiamato il lavoro di ECKBO B.E. e MASULIS R. (1992)³⁹, il più interessante tra gli studi riguardante tale tecnica. I risultati proposti da questo studio, ovvero reazioni del prezzo sul mercato tendenti allo zero per gli aumenti di capitale offerti in opzione senza consorzio di garanzia e più negative per le offerte pubbliche, dipendono dalla possibilità per le imprese di scegliere tra le due tecniche, perché soprattutto questa scelta della tecnica fornisce al mercato l'informazione necessaria per valutare la bontà dell'emissione, per valutarne il grado di *adverse selection*. Questi studiosi affermano che, ove, come accade in Italia, sia preclusa la possibilità dell'offerta pubblica, l'operazione, anche se offerta in opzione, accuserebbe un grado di selezione avversa ed una reazione del mercato più sfavorevole di quella che accompagna le *right issue* americane. Tra i lavori richiamati nel corso dell'elaborato il modello di MYERS S.C. e MAJLUF N. (1984) è indubbiamente il più noto. Proprio sulla base di questo studio BIGELLI M. (1996) ha sviluppato uno studio che spiega la reazione del mercato italiano all'aumento di capitale, utilizzando un modello ad informazione asimmetrica per chiarire sia la reazione del mercato all'aumento di capitale, sia il processo decisionale che il gruppo di controllo segue per prendere tale decisione.

5.5 Il modello di Bigelli

Questo studio sviluppa la struttura concettuale dello studio di MYERS S.C. e MAJLUF N. (1984), adattandolo alla descrizione della realtà italiana: prezzi di emissione

³⁹ Cfr. con il modello della quota K nel paragrafo 4.3.

considerevolmente più bassi del prezzo di mercato, possibilità di cedere i diritti sul mercato, *management* che agisce nell'interesse del gruppo di controllo e non della totalità degli azionisti. Per non appesantire la trattazione è opportuno analizzare solo la seconda e più realistica versione del modello, che presuppone la possibilità per gli *insider* di partecipare attivamente all'aumento di capitale, considerando che le motivazioni che avevano indotto MYERS S.C. e MAJLUF N. (1984) a considerare i vecchi azionisti passivi non trovano riscontro nell'esperienza italiana, caratterizzata dal controllo, solitamente esercitato da un azionista di maggioranza, e dal suo interesse a conservarlo. Inoltre, poiché il meccanismo della "quota di possesso integrato" permette all'azionista di maggioranza di partecipare all'aumento di capitale con un apporto finanziario effettivo relativamente modesto, è logico aspettarsi che il gruppo di controllo partecipi o meno all'operazione sulla base di una semplice analisi di convenienza economica. Per prima cosa si procederà ad enunciare le principali ipotesi su cui si basa il modello, poi si porrà l'attenzione sul processo di decisione del gruppo di controllo e infine si utilizzeranno le informazioni desunte dal modello per stimare la reazione del mercato.

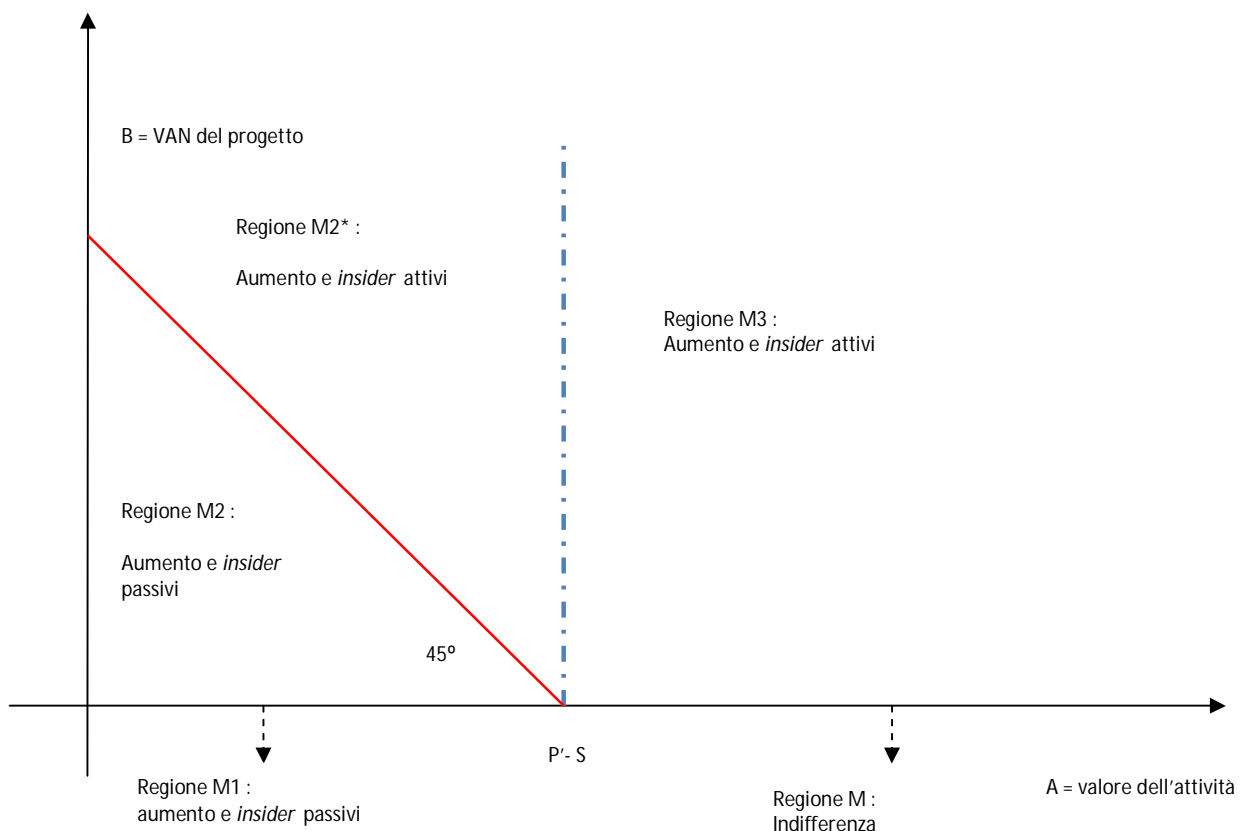
Le ipotesi fondamentali del modello sono:

- 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 α , che è la quota minima di controllo.

BIGELLI M. (1996), in applicazione di queste ipotesi, 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*.

Figura 2.3: Modello con *insider* attivi e passivi



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

La retta blu tratteggiata rappresenta il valore atteso dell'attività da parte del pubblico, a destra della quale i titoli sono sottovalutati, mentre a sinistra sopravvalutati. La semiretta rossa che unisce il punto "P'- S" sulla rette delle ascisse con l'asse delle ordinate individua tutti i casi in cui la sopravvalutazione attesa dell'impresa, qualora venga deciso l'aumento di capitale, coincide con il VAN del progetto d'investimento. Nelle regioni "M1" e "M2" i titoli sono sopravvalutati, quindi gli *insider* preferiscono rimanere passivi, tenendo sempre conto del vincolo della quota minima di controllo. Nella regione "M2" in particolare agli *insider* conviene rimanere passivi poiché il trasferimento di ricchezza dai nuovi azionisti è maggiore della ricchezza che potrebbero ottenere partecipando all'aumento. Nella regione "M2*" ci troviamo sempre in condizione di titoli sopravvalutati, ma tale sopravvalutazione è inferiore all'incremento di ricchezza dovuto al VAN del progetto, perciò gli *insider* partecipano alla ricapitalizzazione.

Nella regione "M3" la situazione è differente: i titoli sono sottovalutati e il gruppo di controllo deve necessariamente partecipare all'aumento per non dover vendere diritti d'opzione a prezzi scontati.

Inoltre, partecipando all'operazione l'azionista di maggioranza può finanziare progetti a VAN positivo ed aumentare così la sua ricchezza. La regione M infine, formata da tutti i punti dell'asse delle ordinate per i quali " $A > P' - S$ ", rappresenta la regione di indifferenza. In questa versione del modello non esiste nel quadrante una regione di non emissione poiché, in presenza di un progetto a VAN positivo da finanziare la sottovalutazione dei titoli non ferma l'operazione, dal momento che gli *insider* possono sottoscrivere proporzionalmente la loro quota e partecipare all'incremento di ricchezza derivante dall'investimento.

Questa parte del modello ricostruisce in modo realistico le determinanti della scelta del management, e consente qualche riflessione conclusiva in merito alla reazione del mercato.

L'unica informazione dotata di contenuto segnaletico, secondo BIGELLI M. (1996), è la decisione di aumentare o meno il capitale. Come abbiamo visto nel "modello con *insider* attivi e *passivi*" (Figura 2.3) in realtà non vi è una regione di non aumento, ma solamente una regione di indifferenza. Tuttavia le situazioni della regione "M" devono necessariamente evolvere in una decisione di non aumentare il capitale, altrimenti tale modello prevederebbe l'aumento di capitale come evento certo. Il mercato, d'altronde, non conosce la situazione dell'impresa quanto l'azionista di maggioranza, sa solo che una decisione di non aumento segnala la regione "M", mentre una decisione contraria segnala "M'", ossia la regione complementare a "M", che comprende "M1", "M2", "M2*" e "M3". La notizia di non aumento, che segnala la regione "M", continua ad essere un segnale al mercato migliore di quello rappresentato da "M'", regione all'interno della quale gli investitori non sono in grado di riconoscere le varie situazioni descritte nella Figura 2.3. Pertanto sembra confermata la generale conclusione del modello di MYERS S.C. e MAJLUF N. (1984): la decisione di aumentare il capitale conduce ad una flessione dei prezzi azionari. Tuttavia nel lavoro di BIGELLI M. (1996) la regione M3 è più estesa di quanto non sia nel modello proposto dai due studiosi americani. Ciò in quanto, in presenza di titoli sottovalutati, qualsiasi investimento a VAN positivo spinge il management a promuovere la ricapitalizzazione, mentre nel modello di MYERS S.C. e MAJLUF N. (1984) l'aumento sarebbe stato lanciato solo se il VAN fosse stato maggiore del trasferimento di ricchezza a cui i vecchi azionisti andavano incontro. E 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 MYERS S.C. e MAJLUF N. (1984), e alla stessa prima versione del modello di BIGELLI M. (1996) in quanto è maggiore la probabilità che l’aumento ricada nella regione “M3”. Tutto ciò riduce l’effetto di selezione avversa, e riporta alle conclusioni alle quali erano giunti ECKBO B.E. e MASULIS R. (1992), secondo i quali la reazione del mercato ad un aumento in opzione è certo meno sfavorevole rispetto a quella riservata alle offerte pubbliche statunitensi. In conclusione, i due modelli ora esaminati, pur se costruiti su diverse ipotesi, sembrano condurre ad un’intuizione comune: il livello di selezione avversa delle offerte in opzione può essere ben più basso di quello riservato alle *public offer* americane.

6. *Case study*

6.1 Introduzione

Dopo aver descritto le caratteristiche di un'operazione di aumento di capitale, esposto le principali problematiche che si possono osservare e passato in rassegna i principali contributi della letteratura economico-finanziaria a riguardo, analizziamo alcuni aumenti di capitale, effettuati da Seat Pagine Gialle, Tiscali e Pirelli Real Estate nel corso del 2009, per dare un'applicazione pratica a tali conoscenze.

Nel corso del 2009 questi emittenti, con azioni quotate sui mercati gestiti e organizzati da Borsa Italiana S.p.A., hanno attuato operazioni di aumento di capitale con caratteristiche simili tra loro, finalizzate alla salvaguardia della continuità aziendale. Tali operazioni sono state caratterizzate da modalità di emissione inconsuete, tali da renderle dei *case study* interessanti.

Sono stati, infatti, caratterizzate da un elevato rapporto tra il numero delle azioni emesse e il numero di azioni in circolazione, il cui risultato è stato quello di massimizzare il valore dello sconto per i sottoscrittori rispetto al valore delle azioni in circolazione. Di norma il rapporto di emissione è inferiore ad uno, ossia il numero delle azioni offerte è minore di quello delle azioni in circolazione, mentre nei casi oggetto di studio si sono riscontrati rapporti di emissione molto elevati, in media pari a trenta⁴⁰. Le suddette operazioni sono state proposte al pubblico in un contesto di mercato problematico, in cui la possibilità di raccogliere capitale di rischio si era ulteriormente ridotta a causa degli effetti della crisi economica e del *credit crunch*. Per questo motivo tali emittenti hanno cercato di agire su diverse leve per “invogliare” i propri azionisti ad aderire agli

⁴⁰ Trenta è il valore medio dei rapporti di emissione negli aumenti di capitale oggetto di studio.

aumenti di capitale. La leva più rilevante è risultata quella dell'elevato rapporto di emissione, che ha massimizzato il valore dello sconto per i potenziali sottoscrittori. La conseguenza di tale scelta è stata la diluizione del capitale in un numero elevatissimo di azioni, caratterizzate da un prezzo di riferimento inferiore.

Prima di soffermarsi specificatamente su ogni singola operazione è bene individuare le caratteristiche che tali emissioni hanno in comune:

- tutte e tre le società avevano subito una significativa flessione dei corsi azionari;
- tutte e tre le società avevano provveduto a un raggruppamento delle azioni poco prima di lanciare l'operazione di ricapitalizzazione;
- tutte e tre le società hanno lanciato l'aumento di capitale non per finanziare possibilità d'investimento ma per ridurre il rapporto d'indebitamento e consentire la salvaguardia della continuità aziendale. Di questo il mercato era a conoscenza e ciò ha reso l'operazione meno appetibile agli occhi degli investitori, non solo per l'assenza di investimenti a VAN positivo ma anche perché un rapporto d'indebitamento più basso, a parità di condizioni, comporta un ROE più basso;
- le percentuali di diluizione della proprietà azionaria, evidenziate dagli stessi prospetti informativi, si aggiravano intorno al 95%;
- in tutti e tre i casi, facendo il confronto con l'ultimo prezzo *cum*, i corsi azionari hanno fatto registrare un andamento inizialmente molto positivo, per poi riallinearsi ai livelli precedenti il periodo di offerta. Bisogna evidenziare come tale riallineamento dei prezzi sia avvenuto in concomitanza con la possibilità, da parte degli operatori di mercato, di vendere un maggior numero di azioni. Infatti, considerato che le azioni sono messe a disposizione degli azionisti il primo

giorno successivo al periodo di opzione, alcuni arbitraggisti avrebbero potuto comprare ed esercitare i diritti, in modo da vendere le azioni corrispondenti, a partire dal tredicesimo giorno del periodo di sottoscrizione, contando sulla presumibile consegna delle azioni rivenienti dall'aumento per regolare tali vendite;

- l'andamento dei prezzi delle azioni ha determinato un disallineamento tra il prezzo delle azioni e quello dei diritti. Pertanto, quest'ultimo è rimasto sostanzialmente in linea con il prezzo delle azioni precedente al periodo di offerta. Questa differenza enorme tra valore teorico del diritto e prezzo sul mercato ha di fatto costretto gli azionisti a sottoscrivere l'aumento per non perdere il valore del diritto;
- tra le operazioni di aumento di capitale, quelle caratterizzate da rapporti di emissione più elevati hanno fatto riscontrare una maggiore volatilità dei corsi azionari e un maggiore disallineamento tra prezzo delle azioni e quello dei diritti;
- tutte le operazioni analizzate sono state oggetto di critica da parte della stampa specializzata per le caratteristiche di emissione che hanno generato della volatilità e incertezza tra gli investitori;
- in tutte e tre i casi, il divieto di *short selling*⁴¹ imposto dalla Consob ha reso impossibile per gli arbitraggisti sia scommettere sul ribasso dei prezzi sia effettuare scambi di titoli e diritti. Tali operazioni avrebbero certamente aiutato a

⁴¹ Lo *short selling*, traducibile come “vendita allo scoperto”, è un'operazione finanziaria che consiste nella vendita, effettuata nei confronti di uno o più soggetti terzi, di titoli non direttamente posseduti dal venditore. Difatti tali titoli, durante lo *short selling* sono istantaneamente prestati dal loro fornitore al venditore allo scoperto (chiamato anche *short seller*) e quindi subito venduti da quest'ultimo. Siccome l'incasso generato dalla vendita dei titoli è antecedente rispetto al momento del loro effettivo acquisto da parte del venditore, lo *short selling* viene effettuato quando lo scopertista prevede che il costo della loro successiva acquisizione sul mercato (quella destinata alla ricopertura dello scoperto) sarà inferiore al prezzo in precedenza incassato.

riequilibrare i prezzi che sembravano “saliti sull’ottovolante”⁴². L’importanza dello *short selling*, visto come meccanismo in grado di riequilibrare i prezzi, è stato notato dalla Consob che, ha elaborato un *position paper*⁴³ in cui ha evidenziato possibili soluzioni strutturali per evitare che si ripetano simili situazioni sul mercato.

Successivamente si cercherà di individuare le motivazioni che hanno indotto queste società ad emissioni così “inconsuete” e nel capitolo finale saranno evidenziate le possibili soluzioni strutturali, proposte dalla Consob, volte a contenere in situazioni simili la volatilità dei corsi azionari e il disallineamento tra prezzi delle azioni e diritti.

⁴² Citazione tratta da un articolo di Milano Finanza del 14/10/2009 riguardante l’aumento di capitale Tiscali.

⁴³ CONSOB, “Gli aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo” *position paper* del 19/04/2010

6.2 Il caso Seat Pagine Gialle



6.2.1 L'impresa

Da ottant'anni SEAT Pagine Gialle offre alle imprese e ai consumatori strumenti per farsi conoscere e farsi trovare. La storia di SEAT PG è caratterizzata, da costanti investimenti in innovazione e in una continua e determinata ricerca dell'eccellenza, nei prodotti core business come le directory cartacee fino alle soluzioni più avanzate come internet. La capacità di innovare di SEAT PG poggia su radici solide e profonde: grazie a questa sua capacità, oggi l'azienda è presente in tutte le famiglie e in tutte le imprese del nostro Paese con i propri servizi su carta, telefono e internet. Attiva in cinque paesi europei, SEAT PG è una grande piattaforma multimediale, che offre a decine di milioni di utenti informazioni dettagliate e sofisticati strumenti di ricerca e un'ampia offerta di mezzi e di opportunità per farsi trovare e rendersi visibili⁴⁴.

6.2.2 La compagine azionaria (prima dell'aumento di capitale)

Azionista di riferimento	% Capitale sociale ordinario
Alfieri	2.967%
Investitori BC (tramite PG Silver A e B)	19.288%
CVC Nominee	14.837%
Investitori Permira	13.353%
Flottante	49.555%
Totale	100%

Fonte: prospetto informativo relativo all'offerta in opzione Seat

⁴⁴ Descrizione dell'impresa tratta da www.seat.it

Il prospetto informa che con l'aumento di capitale sarebbe avvenuta l'uscita degli investitori BC con la cessione delle quote a CVC Nominee e Alfieri S.A., fatto effettivamente verificatosi.

Il sindacato di fondi di *private equity* che deteneva il controllo aveva pubblicamente annunciato che avrebbero partecipato all'operazione di ricapitalizzazione

6.2.3 La situazione prima dell'aumento di capitale

A partire da gennaio del 2008 Seat Pagine Gialle aveva subito una notevole flessione delle sue quotazioni, come evidenziato dai "Corsi azionari di Seat Pagine Gialle" (grafico 6.2.1).

Grafico 6.2.1: Corsi azionari di Seat Pagine Gialle



Fonte: elaborazione dell'autore su dati di Borsa Italiana

L'assemblea straordinaria in data 26 gennaio 2009, oltre ad approvare la delibera riguardante l'aumento di capitale, ha deliberato di procedere al raggruppamento

(avvenuto in data 9 febbraio) delle azioni ordinarie e di risparmio nel rapporto di una nuova azione ogni duecento vecchie (rapporto valido sia per le azioni ordinarie che per quelle di risparmio)⁴⁵. In virtù di tale scelta il numero delle azioni è passato da 8,2 miliardi a 41 milioni. Molti analisti hanno fatto notare come con un flottante così ridotto sia stato più facile tenere il prezzo del titolo sopra quello di collocamento e rendere quindi l'aumento più appetibile. L'offerta molto vantaggiosa per i sottoscrittori, aveva lo scopo di fornire al management le risorse necessarie per predisporre il piano di riconversione del business, dalla sempre più datata vendita di pubblicità sugli elenchi cartacei all'*advertising* su Internet. Inoltre, l'obiettivo implicito dell'offerta era quello di ridurre il rapporto d'indebitamento.

L'indebitamento di Seat superava i tre miliardi ed una grossa parte di questo debito era da ricondurre a RBS, la banca che al momento dell'aumento vantava un credito nei confronti di Seat di 1,7 miliardi. La banca stessa per accettare le modifiche all'accordo di finanziamento aveva richiesto che il 50% dei proventi dell'aumento fossero destinati al rimborso anticipato di una parte del debito. Dunque, per rendere più allettante l'emissione e scongiurare un fallimento, con il supporto di Mediobanca è stato studiato un aumento di capitale decisamente non convenzionale, di cui di seguito si riportano le caratteristiche.

6.2.4 Le caratteristiche dell'emissione

L'assemblea straordinaria ha deliberato di aumentare il capitale, in via scindibile, di massimi duecento milioni di Euro, delegando al Consiglio di amministrazione il compito di definire alcuni fondamentali dettagli tra cui prezzo di offerta e rapporto di

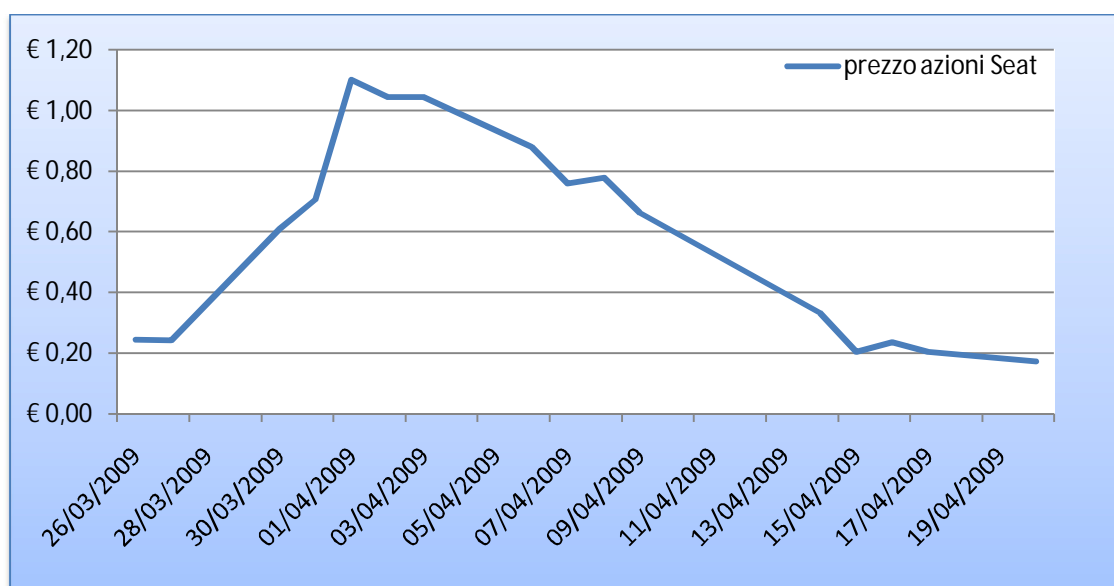
⁴⁵ Dati tratti dal prospetto informativo dell'operazione.

emissione. In data 26 marzo 2009 il CdA ha deciso di emettere 1.885.982.430 nuove azioni al prezzo di Euro 0,106 per azione, nel rapporto di 226 azioni nuove ogni 5 possedute, per un controvalore complessivo di Euro 199.914.000.⁴⁶ Il periodo di offerta è stato fissato dal 30 marzo 2009 al 17 aprile 2009, con negoziazione dei diritti d'opzione dal 30 marzo all'8 aprile.

6.2.5 La reazione del mercato

Come si è già sottolineato la reazione del mercato è stata inizialmente molto positiva, ed i prezzi hanno fatto registrare forti impennate che hanno creato disorientamento tra gli investitori e disallineamento tra corsi azionari e prezzi dei diritti. Già nel grafico 6.2.1 era possibile osservare l'impennata dei prezzi nel periodo dell'aumento, nel grafico 6.2.2 "Corsi azionari di Seat Pagine Gialle durante l'aumento di capitale" si possono notare le variazioni dei prezzi nel solo periodo d'offerta.

Grafico 6.2.2: Corsi azionari di Seat Pagine Gialle durante l'aumento di capitale



Fonte: *elaborazione dell'autore su dati di Borsa Italiana*

⁴⁶ Dati tratti dal prospetto informativo Seat.

Nella tabella 6.2.3 saranno inoltre specificati i prezzi e le incredibili variazioni percentuali registrate.

Tabella 6.2.3: Variazione dei corsi azionari durante l'aumento di capitale

data	prezzo	variazione %
27/03/2009	€ 0,2425	0,00%
30/03/2009	€ 0,61	151,55%
31/03/2009	€ 0,7065	191,34%
01/04/2009	€ 1,1	353,61%
02/04/2009	€ 1,043	330,10%
03/04/2009	€ 1,043	330,10%
06/04/2009	€ 0,88	262,89%
07/04/2009	€ 0,758	212,58%
08/04/2009	€ 0,778	220,82%
09/04/2009	€ 0,663	173,40%
14/04/2009	€ 0,333	37,32%
15/04/2009	€ 0,205	-15,46%
16/04/2009	€ 0,236	-2,68%
17/04/2009	€ 0,205	-15,46%
20/04/2009	€ 0,1721	-29,03%

Fonte: *elaborazione dell'autore su dati di Borsa italiana*

La tabella 6.2.3 dimostra come i sottoscrittori si siano trovati di fronte ad una gigantesca bolla, con i valori dei prezzi saliti enormemente, e poi altrettanto rapidamente diminuiti fino a riallinearsi ai valori ante aumento. Questa bolla ha creato disorientamento nei sottoscrittori, e ha provocato il disallineamento tra valore teorico dei diritti e la loro quotazione. Il prezzo di mercato dei diritti, infatti, è rimasto parametrizzato ai corsi azionari ante aumento e questo nei primi giorni dell'operazione ha portato i diritti a quotare a forte sconto rispetto al loro valore teorico. Contemporaneamente sono stati registrati elevatissimi volumi di azioni scambiate, dovuti probabilmente al disorientamento degli investitori.

Nella tabella 6.2.4 “Scostamento tra valore di mercato e valore teorico dei diritti d'opzione relativi all'aumento Seat” si riportano i prezzi dei diritti registrabili sul

mercato e il loro valore teorico. Questo dato è stato ricavato utilizzando la formula (7), che si fonda sull'ipotesi di assenza di arbitraggi privi di rischio.

Tale ipotesi è piuttosto realistica in questo caso, dato il divieto di vendite allo scoperto imposto dalla Consob sui titoli delle società che sono in corso di ricapitalizzazione.

La relazione sulla base della quale è stato ricavato il valore teorico del diritto è la seguente:

$$(7) D = (P_{ex} - P_e) \times m/n$$

In base a tale formula deve essere equivalente comprare un'azione sul mercato o comprare i diritti necessari a sottoscrivere una "nuova" azione pagando il prezzo di emissione.

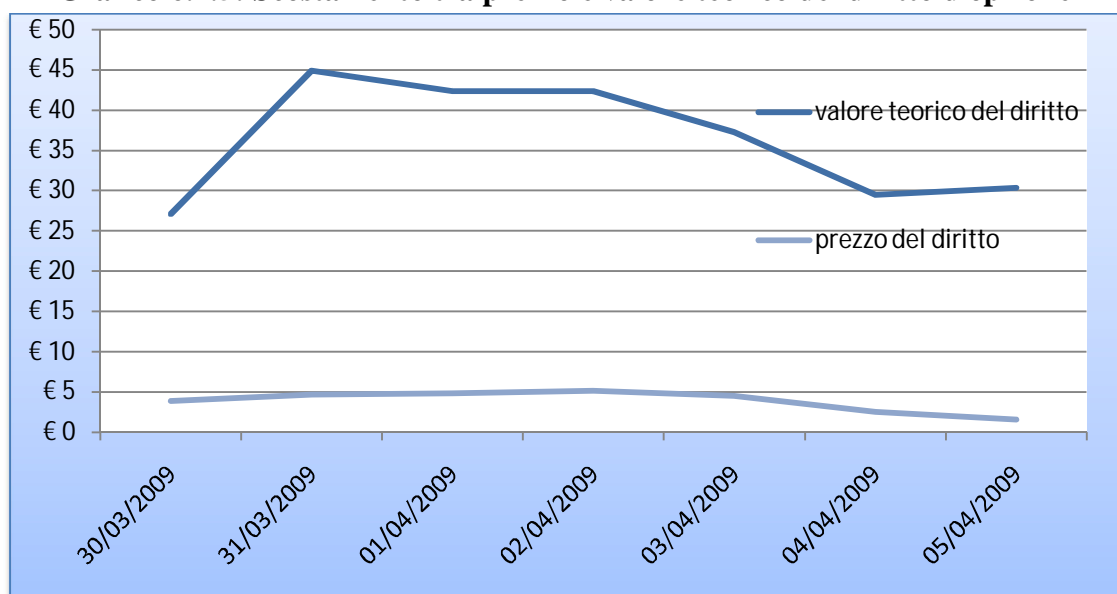
Tabella 6.2.4: Scostamento tra valore di mercato e valore teorico dei diritti d'opzione relativi all'aumento Seat

Data	Prezzo ex	Prezzo del diritto	Valore teorico diritto
30-mar	€ 0,610		
31-mar	€ 0,706	€ 3,850	€ 27,120
01-apr	€ 1,100	€ 4,700	€ 44,929
02-apr	€ 1,043	€ 4,850	€ 42,352
03-apr	€ 1,043	€ 5,160	€ 42,352
04-apr	€ 0,930	€ 4,500	€ 37,245
07-apr	€ 0,758	€ 2,500	€ 29,470
08-apr	€ 0,778	€ 1,565	€ 30,374

Fonte: *elaborazione dell'autore su dati di Borsa Italiana e Il Sole 24 Ore*

I dati nella tabella 6.2.4 evidenziano il forte sconto delle quotazioni dei diritti, che sono rimasti allineati ai valori delle azioni ante aumento di capitale. Ad esempio in data 1/04 un'azione Seat era quotata 1,1 Euro, applicando la formula del valore teorico il diritto doveva valere 44,9 Euro. Nel grafico 6.2.5 "Scostamento tra prezzo e valore teorico del diritto d'opzione" si dà evidenza della forbice tra valore teorico e prezzo.

Grafico 6.2.5: Scostamento tra prezzo e valore teorico del diritto d'opzione



Fonte: *elaborazione dell'autore su dati Borsa Italiana e Il Sole 24 Ore*

Nei capitoli successivi si discuterà dell'effetto di questo sconto sulle strategie dei sottoscrittori, certo sembra aver invogliato gli azionisti a sottoscrivere l'aumento per evitare di perdere un così alto valore teorico: il mercato infatti offriva 4 Euro per un diritto che presentava un valore teorico di 40 Euro. In realtà il prezzo delle azioni, e conseguentemente il valore del diritto, è poi crollato per riassetarsi intorno ai valori precedenti all'aumento. "Una volta finita la corsa all'acquisto dei diritti, dunque, il prezzo ha imboccato la discesa"⁴⁷.

6.2.6 La conclusione dell'operazione

Il giorno 17 aprile 2009, alla chiusura dell'aumento, erano state sottoscritte un numero di azioni pari al 98,71% dell'emissione e i rimanenti diritti inoperti sono stati offerti da Seat Pagine Gialle nelle successive sedute di Borsa, permettendo la sottoscrizione integrale dell'aumento di capitale. Non si è reso necessario l'intervento di Mediobanca,

⁴⁷ "L'aumento di capitale Seat", Milano Finanza 10/04/2009

che pure si era impegnata a sottoscrivere integralmente le azioni inoptate. Il modello di aumento di capitale ideato da Mediobanca e utilizzato da Seat Pagine Gialle ha permesso a questa società di ottenere 200 milioni di Euro di capitale proprio nonostante la difficile situazione finanziaria e nonostante molte importanti banche avessero consigliato ai loro clienti di vendere considerando il titolo sopravvalutato⁴⁸. Di fronte al silenzio della Consob, che pure aveva indagato su tale operazione senza però prendere provvedimenti degni di nota, era inevitabile che altre società replicassero il modello di Seat dando il via ad operazioni con caratteristiche simili, alimentando la volatilità del mercato e il disorientamento degli investitori.

Tra queste le più importanti sono state, in ordine cronologico, quella di Pirelli Real Estate e Tiscali.

⁴⁸ Tra queste Unicredit, che, in data 3Aprile, consigliava di vendere e di spostarsi dal titolo ai diritti. ANSA 3/04/2010

6.3 Il caso Pirelli Real Estate



6.3.1 L'impresa

Pirelli RE, quotata presso Borsa Italiana dal 2002, è uno dei principali gestori nel settore immobiliare in Italia e a livello europeo; è attivo in Italia, Germania e Polonia.

Pirelli RE è un fund & asset manager che valorizza e gestisce portafogli immobiliari per conto di investitori terzi, attraverso un modello distintivo basato sull'integrazione dei servizi specialistici funzionali alle attività di gestione. Il patrimonio complessivo oggi in gestione da parte di Pirelli RE è pari a circa 16 miliardi di euro. Di questi, il patrimonio immobiliare raggiunge i 14,4 miliardi di euro, mentre la restante parte è costituita da Non Performing Loans. Pirelli RE si propone di essere leader nel settore immobiliare attraverso innovazione, qualità sostenibile e costante sviluppo delle competenze, creando valore per l'azienda, l'ambiente e la comunità.⁴⁹

6.3.2 La compagine azionaria

Azionista di riferimento	% Capitale sociale ordinario
Pirelli & C. S.p.A.	56.45%
Alony Hetz Properties & Investments Ltd.	3.675%
Threadneedle Asset Management Holdings Ltd.	2.324%
Flottante	37.551%
Totale	100%

Fonte: prospetto informativo relativo all'offerta in opzione Pirelli RE

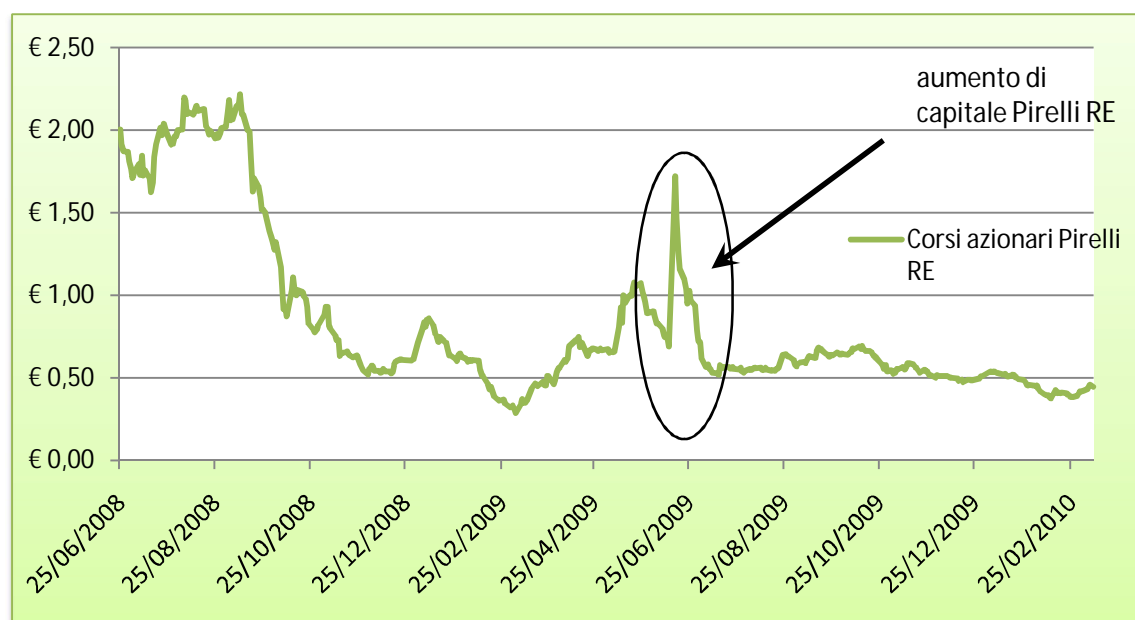
⁴⁹ Descrizione dell'impresa tratta dal sito www.pirellire.com

In questo caso l'impresa è in mano ad un unico azionista, infatti la società fa parte del gruppo Pirelli che, alla vigilia dell'aumento di capitale, aveva annunciato che avrebbe sottoscritto "l'aumento di capitale pro quota e l'eventuale inoptato convertendo parte dei crediti che vanta verso la controllata in *equity*",⁵⁰. La decisione della controllante Pirelli & C. ha fatto sì che Pirelli RE non procedesse alla formazione del consorzio di garanzia. Per quel che riguarda le altre partecipazioni, a seguito dell'aumento, Alony Hetz Properties & Investments Ltd. è scesa sotto il 2% del capitale sociale.

6.3.3 La situazione ante aumento di capitale

Anche Pirelli RE, come Seat Pagine Gialle, aveva subito negli ultimi anni un'importante flessione delle sue quotazioni, desumibile dal grafico 6.3.1 "Corsi azionari Pirelli RE".

Grafico 6.3.1: Corsi azionari di Pirelli Re



Fonte: *elaborazione dell'autore su dati di Borsa Italiana*

⁵⁰ Sole 24 Ore Radiocor: dichiarazioni del presidente di Pirelli Marco Tronchetti Provera, 27 maggio 2009

Prima dell'aumento di capitale, che si è svolto tra il 15 Giugno e il 3 luglio 2009, Pirelli RE si presentava sul mercato con un rapporto tra indebitamento e patrimonio netto pari a 2,8. Il presidente di Pirelli & C. Marco Tronchetti Provera ha descritto così l'operazione: "Prima dell'aumento di capitale la situazione di Pirelli Re era di 800 milioni di debiti e di 500 milioni di mezzi propri. Dopo l'aumento la situazione sarà opposta: ci saranno più di 800 milioni di mezzi propri a fronte di 400 milioni di debiti"⁵¹. L'intento dell'aumento era quello di rinforzare il patrimonio dell'impresa non solo grazie all'ingresso di nuovo capitale, ma anche tramite la conversione dei crediti della controllata Pirelli in *equity*. Come è stato detto nel paragrafo 3.1 l'assenza di opportunità d'investimento a VAN positivo e l'utilizzo dei fondi raccolti tramite la ricapitalizzazione per rinforzare la struttura patrimoniale della società non rappresentava per gli investitori un segnale positivo, per questo a più riprese i vertici di Pirelli RE hanno assicurato che "la redditività sarebbe arrivata comunque malgrado le condizioni di mercato sarebbero rimaste per un certo periodo quelle che sono, vale a dire scarsa liquidità e scarsa rotazione dei portafogli"⁵². Le dichiarazioni dei *manager* potevano tuttavia non bastare a garantire il buon esito dell'operazione, per questo motivo Pirelli RE, sulla scia di Seat Pagine Gialle, ha lanciato un aumento di capitale inondando il mercato di nuove azioni, massimizzando il valore dello sconto per i sottoscrittori.

6.3.4 Le caratteristiche dell'emissione

"L'Assemblea straordinaria dell'Emittente ha deliberato - in data 17 aprile 2009 - di aumentare il capitale sociale, in via scindibile, a pagamento per massimi Euro 400.000.000,00 (comprensivi dell'eventuale sovrapprezzo) mediante emissione di

⁵¹ ADNKRONOS: dichiarazioni di Tronchetti Provera, 15 giugno 2009

⁵² ADNKRONOS e AGI: dichiarazioni di Tronchetti Provera, De Conto (A.D. Finanza) e Malfatto (A.D. Immobiliare) del 15-16-17 giugno 2009

massime n. 800.000.000 azioni ordinarie da nominali Euro 0,50 ciascuna”⁵³ delegando al Consiglio d’amministrazione la determinazione del rapporto di emissione e la conferma del prezzo e dell’importo dell’operazione. In data 11 giugno 2009 il Consiglio d’Amministrazione ha determinato l’importo di emissione in Euro 399.287.282,00 e ha determinato il rapporto di assegnazione in opzione in 135 azioni nuove ogni 7 azioni già possedute. Dal 15 Giugno al 3 Luglio è stato possibile esercitare i diritti d’opzione, negoziabili fino al 26 Giugno 2009.

6.3.5 La reazione del mercato

Nei primi giorni di contrattazione le azioni hanno fatto segnare incredibili rialzi. L’ultimo giorno prima dell’avvio dell’operazione, il 12 Giugno, un’azione Pirelli RE aveva un valore di 0,69 Euro, mentre il 15 Giugno, primo giorno di contrattazione ha visto il titolo Pirelli RE chiudere a 1,39 Euro, con un rialzo del 101%.

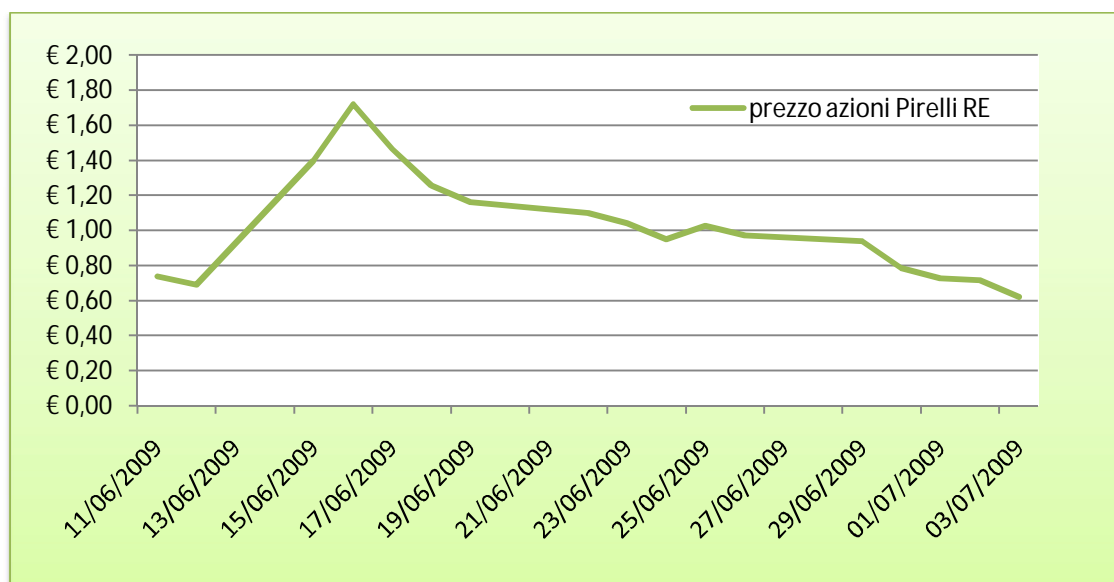
Molti addetti ai lavori hanno subito notato analogie con l’aumento di capitale di Seat: “Tenendo conto che il rapporto di assegnazione in opzione è stato determinato in misura pari a 135 azioni di nuova emissione ogni 7 azioni già possedute, il valore dei diritti indica che le Pirelli dovrebbero valere 0,64 euro, per contro il valore delle azioni a Piazza Affari è più elevato e disallineato. Sono movimenti e prezzi irragionevoli. Accade quanto era avvenuto in occasione dell’aumento di capitale di Seat”⁵⁴. Le analogie sono state confermate dall’andamento dei prezzi e dallo scostamento tra valore teorico e valore di mercato dei diritti. Per quel che riguarda l’andamento dei prezzi, come si può osservare nel grafico 6.3.2 “Corsi azionari di Pirelli RE durante l’aumento di capitale”, a seguito del “picco” iniziale, fatto segnare il 16 Giugno 2009, i corsi

⁵³ Prospetto informativo relativo all’aumento di capitale Pirelli Re

⁵⁴ Il sole 24 Ore Radiocor, Milano 15 Giugno

azionari hanno iniziato una lenta discesa che è terminata quando, intorno al 3 Luglio 2009, i prezzi si sono riallineati ai valori precedenti all'aumento.

Grafico 6.3.2: Corsi azionari di Pirelli RE durante l'aumento di capitale



Fonte: elaborazione dell'autore su dati di Borsa Italiana

Nella Tabella 6.3.3 sono evidenziate le variazioni rispetto all'ultimo prezzo *cum*⁵⁵.

Tabella 6.3.3: Variazione dei corsi azionari durante l'aumento di capitale

data	prezzo	variazione %
12/06/2009	€ 0,690	0,00%
15/06/2009	€ 1,400	102,90%
16/06/2009	€ 1,720	149,28%
17/06/2009	€ 1,465	112,32%
18/06/2009	€ 1,255	81,88%
19/06/2009	€ 1,161	68,26%
22/06/2009	€ 1,098	59,13%
23/06/2009	€ 1,039	50,58%
24/06/2009	€ 0,950	37,68%
25/06/2009	€ 1,027	48,84%
26/06/2009	€ 0,971	40,65%
30/06/2009	€ 0,787	13,99%
02/07/2009	€ 0,714	3,48%
03/07/2009	€ 0,620	-10,22%

Fonte: elaborazione dell'autore su dati di Borsa Italiana

⁵⁵ Cfr. paragrafo 2.2.5

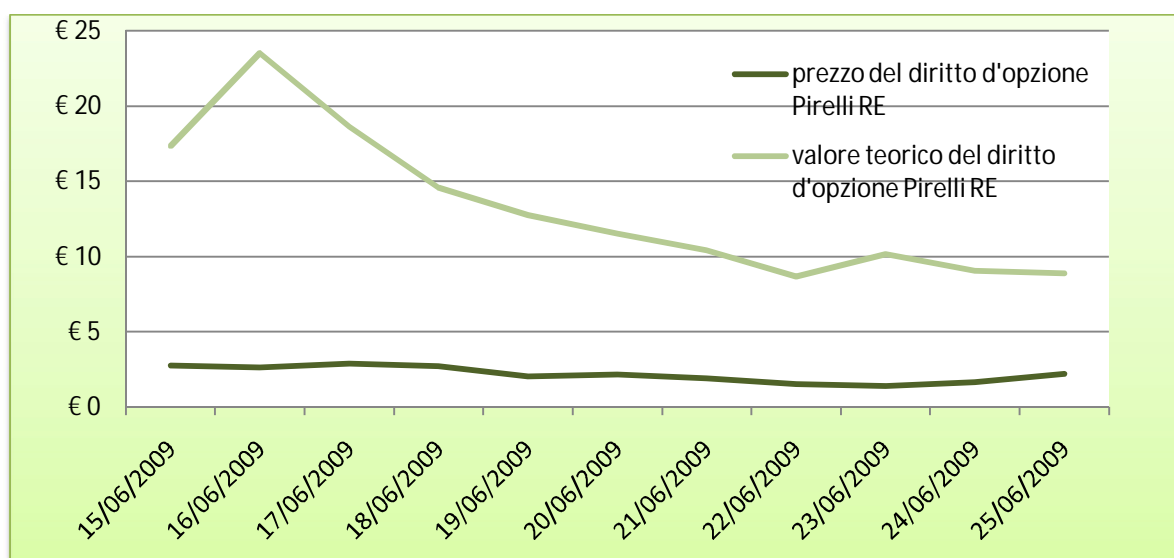
Ancora una volta a queste oscillazioni del prezzo si accompagna un elevato scostamento tra valore teorico e valore di mercato del diritto d'opzione. In particolare quest'ultimo valore è rimasto ancorato al livello dei prezzi precedente l'aumento di capitale, e per molti investitori istituzionali è rimasto il valore di riferimento nella determinazione del corretto prezzo delle azioni. Utilizzando la formula (7) è possibile evidenziare tale scostamento, come si evince dalla tabella 6.3.4 e dal grafico 6.3.5.

Tabella 6.3.4: Scostamento tra prezzo e valore teorico del diritto d'opzione

data	prezzo ex	diritto	val. teorico del diritto
15-giu	€ 1,400	€ 2,770	€ 17,357
16-giu	€ 1,720	€ 2,640	€ 23,529
17-giu	€ 1,465	€ 2,875	€ 18,611
18-giu	€ 1,255	€ 2,700	€ 14,561
19-giu	€ 1,161	€ 2,055	€ 12,748
20-giu	€ 1,098	€ 2,170	€ 11,533
21-giu	€ 1,039	€ 1,890	€ 10,395
22-giu	€ 0,950	€ 1,532	€ 8,679
23-giu	€ 1,027	€ 1,380	€ 10,164
24-giu	€ 0,970	€ 1,645	€ 9,064
25-giu	€ 0,960	€ 2,220	€ 8,871

Fonte: *elaborazione dell'autore su dati di Borsa Italiana e Il sole 24Ore*

Grafico 6.3.5: Scostamento tra prezzo e valore teorico del diritto d'opzione



Fonte: *elaborazione dell'autore su dati di Borsa Italiana e Il sole 24 Ore*

In questo caso lo scostamento è minore rispetto a quanto osservato durante l'aumento di capitale Seat Pagine Gialle⁵⁶ perché minore è il rapporto tra azioni di nuova emissione e azioni già in circolazione. Come evidenziato nel paragrafo 6.1, nei casi analizzati ad un maggiore rapporto di assegnazione in opzione è corrisposta maggiore volatilità e maggiore scostamento tra valore teorico e valore di mercato del diritto.

6.3.6 La conclusione dell'operazione

Al termine del periodo di esercizio dei diritti sono state sottoscritte 793.468.305 azioni ordinarie di nuova emissione, pari al 99.361% delle azioni offerte, per un controvalore complessivo di circa 396.7 milioni di Euro. La piccola porzione di inoptato è stata sottoscritta da Pirelli & C. che si era preventivamente impegnata a sottoscrivere le eventuali azioni non sottoscritte così da evitare a Pirelli RE di procedere alla formazione di un consorzio di garanzia (del quale sono stati studiati i notevoli costi nel paragrafo 3.5). In un comunicato del 7 luglio 2009 Pirelli RE ha annunciato che anche la parte di aumento di capitale sottoscritta dal mercato, per un controvalore di circa 164,9 milioni di Euro, sarebbe stata destinata a ulteriore riduzione dell'indebitamento finanziario, "permettendo la necessaria flessibilità per la realizzazione degli obiettivi del Piano industriale"⁵⁷.

⁵⁶ Cfr. paragrafo 3.2.5

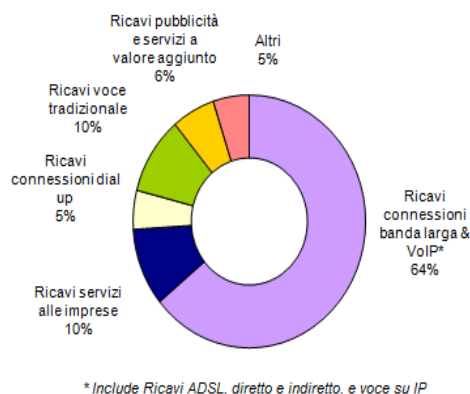
⁵⁷ ADNKRONOS 7 luglio 2009

6.4 Il Caso Tiscali

tiscali:

6.4.1 L'impresa

Tiscali S.p.A., fondata nel gennaio del 1998 a seguito della liberalizzazione del mercato delle telecomunicazioni in Italia, si è affermata come uno dei principali operatori di telecomunicazioni alternativi in Europa. Tiscali si distingue come operatore “indipendente” di telecomunicazioni, caratteristica che ha influito in maniera significativa al suo successo. Attraverso una rete basata su tecnologia IP, Tiscali è in grado di fornire ai suoi clienti un’ampia gamma di servizi, dall’accesso ad Internet a prodotti più specifici e tecnologicamente avanzati per soddisfare le esigenze del mercato. Tale offerta include anche servizi voce, servizi da portale nonché servizi multimediali, inclusa la recente offerta di telefonia mobile⁵⁸.



6.4.2 La composizione azionaria (ante aumento di capitale)

Azionista di riferimento	% Capitale sociale ordinario
Renato Soru	20.09%
Sandoz Family Foundation	6.9%
Flottante	73.82%
Totale	100%

Fonte: prospetto informativo relativo all'offerta in opzione Tiscali

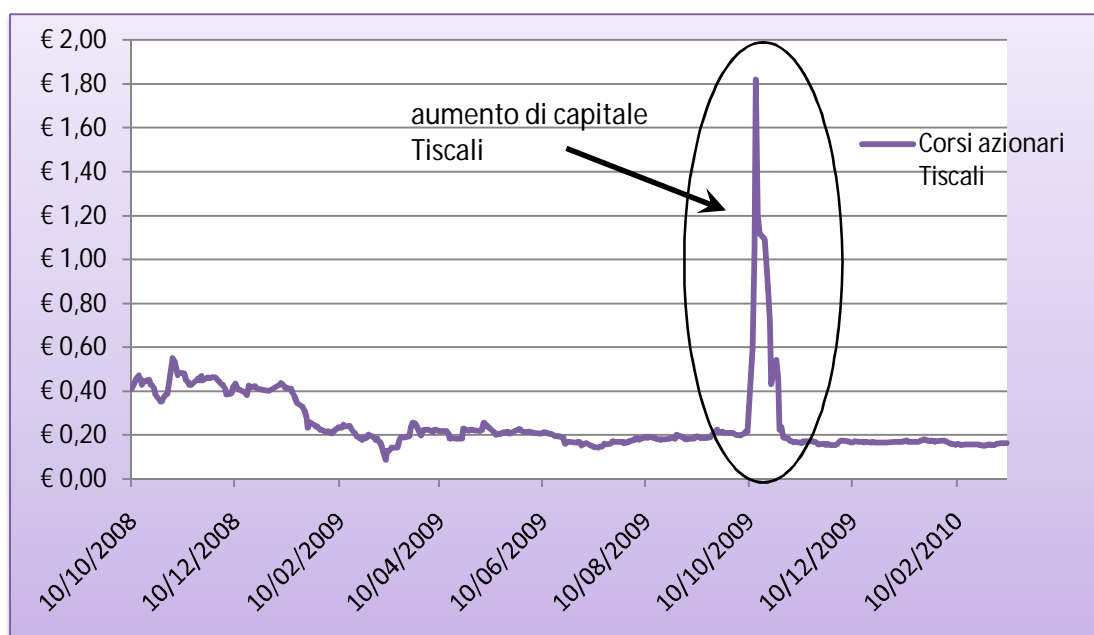
⁵⁸ Descrizione dell'impresa tratta dal sito www.tiscali.com

In occasione dell'aumento di capitale la quota direttamente detenuta da Renato Soru è scesa al 17.7%, l'emissione è stata inoltre garantita da alcuni istituti finanziari, su tutti Intesa San Paolo e J.P. Morgan, che si sono fatti carico del rischio di adesione parziale del mercato all'aumento, rischio ben più elevato che nei casi visti precedentemente data l'alta percentuale di flottante presente.

6.4.3 La situazione prima dell'aumento di capitale

Le azioni dell'*internet service provider* sardo erano reputate delle *penny stock*⁵⁹ sul mercato, i corsi azionari si mantenevano stabilmente bassi, e l'azienda era fortemente indebitata. Nel grafico 6.4.1 "Corsi azionari di Tiscali" è evidentissimo l'effetto causato dall'elevato rapporto di assegnazione in opzione sulla quotazione delle azioni.

Grafico 6.4.1: Corsi azionari di Tiscali



Fonte: elaborazione dell'autore su dati di Borsa Italiana

⁵⁹ Una *penny stock* è, nell'accezione riconosciuta dalla SEC, l'azione di una società i cui titoli vengono scambiati per un valore inferiore ai 5\$.

Dal grafico 6.4.1 si può notare chiaramente la bolla⁶⁰ speculativa che ha caratterizzato l'aumento di capitale Tiscali e che ha disorientato gli investitori, specialmente quelli *retail*. Questa bolla è stata causata ovviamente dall'elevato numero di nuove azioni immesse sul mercato che ha massimizzato il valore dello sconto. Anche Tiscali, come Seat Pagine Gialle e Pirelli RE, ha ulteriormente disorientato gli investitori procedendo ad un accorpamento di azioni: il 14 settembre 2009 dieci azioni vecchie sono diventate un'unica nuova azione. La capitalizzazione di mercato dell'impresa, fino ai giorni immediatamente precedenti l'operazione di ricapitalizzazione, era di circa 230 milioni di Euro.

6.4.4 Le caratteristiche dell'emissione

“L'Assemblea straordinaria dell'Emittente del 30 giugno 2009 ha deliberato, tra l'altro, di aumentare il capitale sociale fino all'importo massimo di Euro 190.000.000,00, da eseguirsi mediante emissione, a un prezzo di Euro 0,01 per ciascun'Azione - corrispondente a un esborso di Euro 0,1 per ciascun'azione ottenuta a seguito del raggruppamento - prive di valore nominale. Tale assemblea ha altresì deliberato di attribuire gratuitamente a ciascun'azione un *warrant* su azioni ordinarie della Società che attribuirà il diritto di sottoscrivere una nuova azione ordinaria ogni 20 *warrant* (a seguito del raggruppamento di azioni di cui sopra). I *warrant* potranno circolare separatamente dalle Azioni e avranno periodo di esercizio dal primo giorno di borsa aperta del primo mese successivo all'emissione dei *warrant* sino al giorno 15 dicembre 2014”⁶¹. In forza della delega dell'assemblea, il 21 Settembre del 2009 il Consiglio

⁶⁰ Si definisce bolla speculativa una particolare fase di un qualsiasi mercato caratterizzata da un aumento considerevole e ingiustificato dei prezzi, dovuto ad una crescita della domanda repentina e limitata nel tempo.

⁶¹ Prospetto informativo relativo all'offerta in opzione Tiscali.

d'Amministrazione ha stabilito per l'operazione l'importo di 180 milioni di Euro, da assegnare in opzione con un rapporto di 643 azioni nuove ogni 22 vecchie. Il dato interessante è che il numero delle azioni Tiscali è passato da 61.6 milioni a 1.86 miliardi. Il modesto numero di azioni presente sul mercato ante aumento (a seguito del raggruppamento) ha contribuito senza dubbio a mettere in difficoltà gli investitori. L'offerta si è svolta dal 12 al 30 ottobre 2009, ed è stato possibile negoziare i diritti fino al 23 Ottobre.

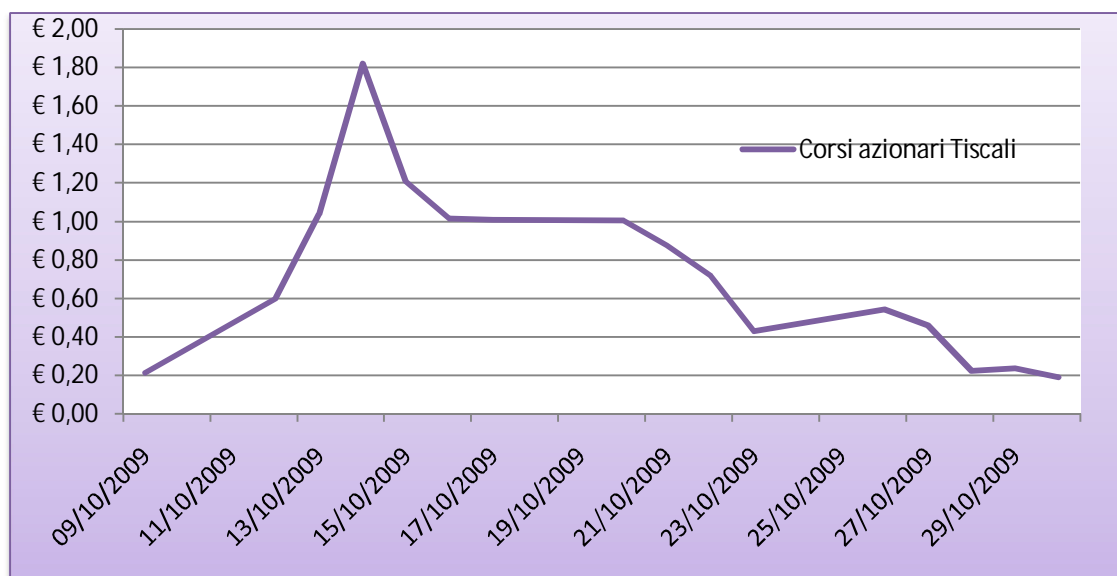
6.4.5 La reazione del mercato

Nei primi giorni dell'offerta in opzione le azioni di Tiscali hanno fatto segnare gli oramai "consueti" (per le emissioni oggetto di studio) incredibili rialzi, più del 170% nel primo giorno di quotazione, oltre il 70% nel secondo. Contemporaneamente i prezzi dei diritti, che rispecchiavano il vero valore dell'impresa, sono scesi, e gli analisti e gli operatori si sono resi conto che un'altra operazione stava ricalcando il modello ideato da Seat Pagine Gialle. Molti articoli della stampa specializzata hanno iniziato ad accusare la Consob che, vietando le vendite allo scoperto, ha reso impossibile il riallineamento dei prezzi. In un articolo apparso su Milano Finanza il 14 ottobre è stato fatto notare come "a fine aumento (quando i valori fisiologicamente si riallineano) vi è il rischio che sia proprio il piccolo investitore a restare con il cerino in mano e a registrare perdite, anche pesanti"⁶². Lo stesso articolo ha evidenziato che, se il prezzo delle azioni osservato nei primi giorni dell'offerta in opzione rispecchiasse il reale valore dell'impresa, Tiscali sarebbe passata da una capitalizzazione di mercato di 230 milioni di euro ad un valore di oltre 1,8 miliardi di Euro.

⁶² MILANO FINANZA, "Un altro balzo drogato di Tiscali" a cura di FOLLIS M., 14/10/2009

Nel grafico 6.4.2 è possibile ravvisare l'analogia con l'andamento dei corsi azionari delle società precedentemente studiate.

Grafico 6.4.2: “ Corsi azionari di Tiscali durante l'aumento di capitale”



Fonte: elaborazione dell'autore su dati di Borsa Italiana

Nella tabella 6.4.3 sono state studiate le variazioni percentuali dei corsi azionari rispetto all'ultimo prezzo *cum* nel corso dell'aumento di capitale.

Tabella 6.4.3: Variazione dei corsi azionari durante l'aumento di capitale

data	prezzo	variazione %
09/10/2009	€0,2142	0,00%
12/10/2009	€0,599	179,65%
13/10/2009	€1,040	385,53%
14/10/2009	€1,820	749,67%
15/10/2009	€1,207	463,49%
16/10/2009	€1,016	374,32%
17/10/2009	€1,010	371,52%
20/10/2009	€1,005	369,19%
21/10/2009	€0,875	308,50%
22/10/2009	€0,720	236,13%
23/10/2009	€0,430	100,75%
26/10/2009	€0,5425	153,27%
27/10/2009	€0,458	113,82%
28/10/2009	€0,225	5,04%
29/10/2009	€0,236	10,18%
30/10/2009	€0,1898	-11,39%

Fonte: elaborazione dell'autore su dati di Borsa italiana

Anche per quel che riguarda lo scostamento tra prezzo e valore teorico del diritto è possibile ravvisare importanti analogie con le operazioni studiate in precedenza.

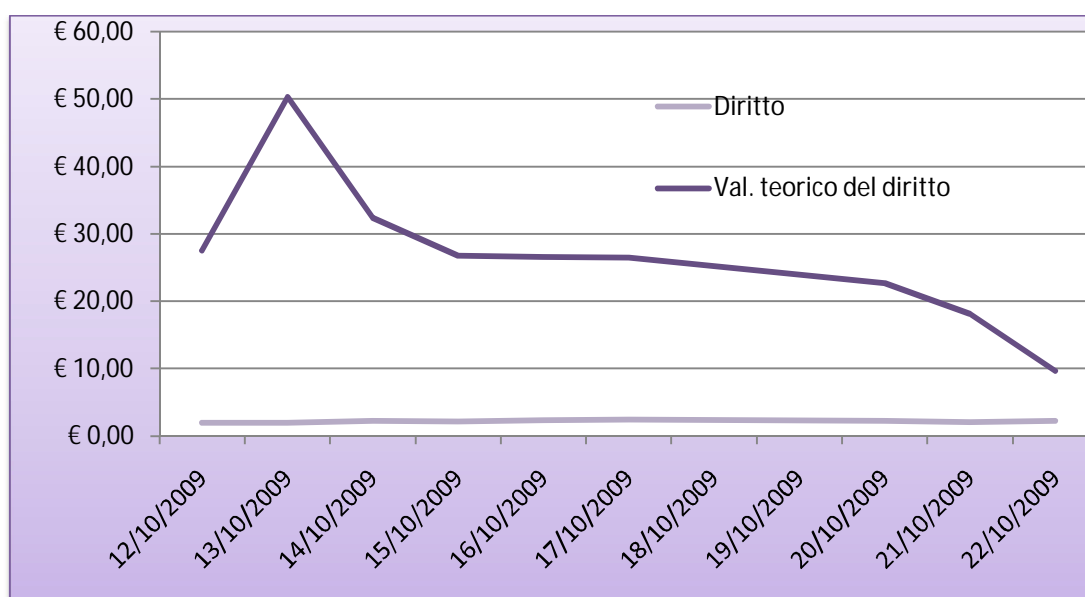
Infatti, il valore che si ottiene applicando la formula (7) si discosta grandemente dal prezzo a cui il diritto è stato scambiato sul mercato. Il valore di mercato del diritto è rimasto ancorato al livello dei prezzi precedente l'aumento di capitale, ossia al valore reale dell'impresa. Nella tabella 6.4.4 e nel grafico 6.4.5 sono riportati tali valori.

Tabella 6.4.4: Scostamento tra valore teorico e prezzo del diritto d'opzione

data	Prezzo ex	Diritto	Val. teorico del diritto
12-ott	€ 0,599		
13-ott	€ 1,040	€ 2,020	€ 27,474
14-ott	€ 1,820	€ 2,020	€ 50,271
15-ott	€ 1,207	€ 2,300	€ 32,355
16-ott	€ 1,016	€ 2,180	€ 26,772
17-ott	€ 1,010	€ 2,315	€ 26,597
20-ott	€ 1,005	€ 2,470	€ 26,451
21-ott	€ 0,875	€ 2,245	€ 22,651
22-ott	€ 0,720	€ 2,100	€ 18,121
23-ott	€ 0,430	€ 2,220	€ 9,645

Fonte: *elaborazione dell'autore su dati Borsa Italiana e Il Sole 24ore*

Grafico 6.4.5: Scostamento tra valore teorico e prezzo del diritto d'opzione



Fonte: *elaborazione dell'autore su dati Borsa italiana e Il Sole 24ore*

Anche in questo caso risulta piuttosto evidente come gli arbitraggisti, spostandosi dal titolo al diritto, avrebbero potuto facilmente riallineare i prezzi. Al termine dell'aumento di capitale, com'era accaduto nei casi precedenti, i prezzi si sono riallineati ai valori precedenti all'aumento, a scapito di chi ha incautamente comprato le azioni durante l'aumento di capitale o di chi, notando lo scostamento tra valore teorico e prezzo del diritto d'opzione, si è convinto ad esercitare il suo diritto per non vendere a 2 Euro circa uno strumento finanziario che, data la quotazione delle azioni, sembrava valere molto di più.

6.4.6 La conclusione dell'operazione

Il 3 novembre 2009 un comunicato di Tiscali ha annunciato che erano stati esercitati diritti per la sottoscrizione del 92,93% del totale delle azioni offerte. Tiscali, ottemperando alle disposizioni dell'art. 2441, terzo comma del Codice Civile, ha offerto tali diritti nelle successive sedute di Borsa, annunciando, in data 16 novembre 2009, la sottoscrizione del 99.99% delle azioni offerte.

Anche questo aumento dunque, si è terminato con la sottoscrizione della totalità delle azioni offerte, lasciando in eredità alla Consob un problema alquanto pressante.

Senza l'individuazione di contromisure adeguate altre società potrebbero seguire l'*iter* collaudato da queste tre imprese aumentando la volatilità e l'incertezza degli investitori offrendo una grande quantità di nuovi titoli sul mercato a prezzi notevolmente inferiori a quelli delle azioni in circolazione.

6.5 Le soluzioni

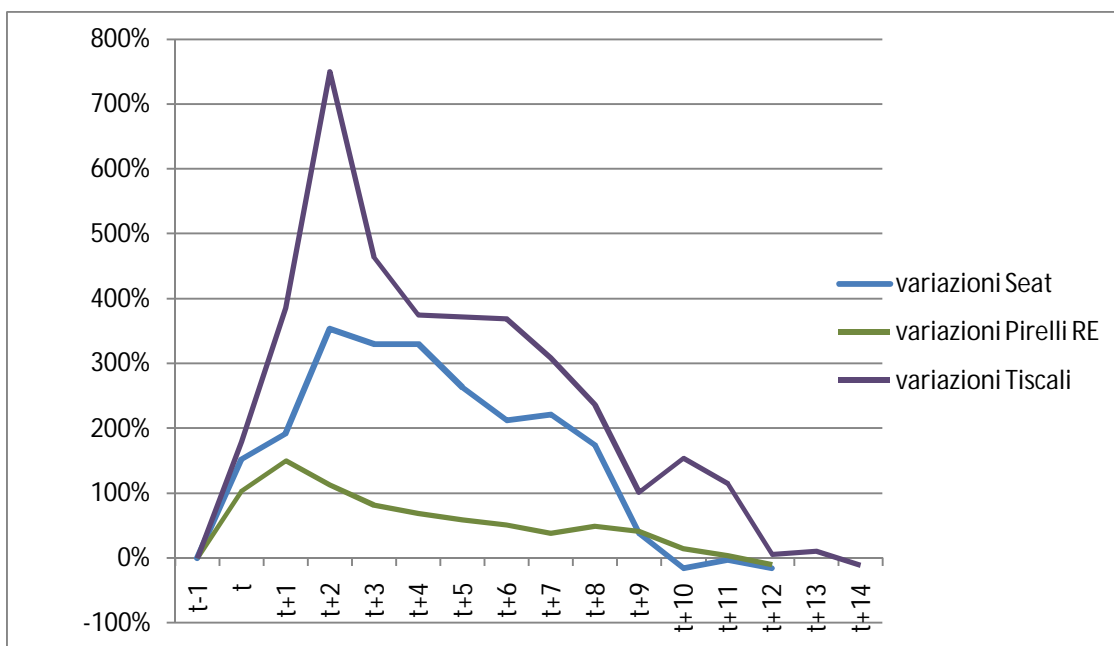
6.5.1 Introduzione

Nella prima parte dell'elaborato sono state descritte le principali modalità di aumento di capitale, approfondite le differenti problematiche che le caratterizzano e studiate le teorie relative alla scelta della tecnica di emissione ottimale. Tutto ciò è servito per analizzare nello specifico tre operazioni di ricapitalizzazione avvenute nel corso del 2009 in Italia, caratterizzate da elevati rapporti di assegnazione in opzione delle azioni e dal forte sconto sul prezzo di emissione. Lo studio di questi aumenti di capitale, che hanno messo in difficoltà gli investitori e hanno ricevuto forti critiche da parte degli addetti ai lavori, ha posto un problema importante: l'esigenza delle imprese di utilizzare tutte le diverse leve a loro disposizione per "invogliare"⁶³ gli investitori a sottoscrivere l'aumento di capitale si scontra con la necessità di ridurre la volatilità e l'incertezza e mantenere alto il livello di trasparenza sul mercato. Indubbiamente infatti le operazioni poste in essere da Seat Pagine Gialle, Pirelli RE e Tiscali sono riuscite ad ottenere l'integrale sottoscrizione delle azioni offerte "mascherando" a più riprese il loro reale valore al mercato, a scapito soprattutto dei piccoli investitori. Nel corso di pochi giorni si sono osservati repentini cambiamenti di prezzo, dovuti al raggruppamento delle azioni prima e all'elevato rapporto di emissione poi, che hanno reso difficile una valutazione precisa delle imprese stesse. Tiscali ad esempio, la cui *market capitalisation* precedentemente all'aumento di capitale era pari a circa 230 milioni di Euro, grazie all'impressionante rialzo delle sue azioni nei primi giorni dell'offerta in opzione è giunta a valere 1,8 miliardi di Euro. Il valore e i corsi azionari si sono poi riassetati sui livelli precedenti all'aumento di capitale, ma in quei giorni hanno disorientato il

⁶³ CONSOB, *op. cit.*

mercato, come testimonia l'elevatissimo volume di negoziazioni. La volatilità dei prezzi delle azioni inoltre è stata maggiore all'aumentare del rapporto di emissione, come testimonia una ricerca i cui risultati sono riportati nel grafico 6.5.1 "Volatilità dei titoli durante l'aumento di capitale".

Grafico 6.5.1: " Volatilità dei titoli durante l'aumento di capitale"



Fonte: Consob

Ovviamente l'anomalia delle sopracitate operazioni di aumento di capitale ha attivato l'attenzione della Consob, che ha il compito di vigilare sulle società quotate. Infatti, la stessa Consob, dopo essersi interrogata sulle possibili soluzioni strutturali al problema, ha presentato un *position paper*⁶⁴ in cui spiega le conclusioni a cui i suoi esperti sono giunti. E' necessario evidenziare che tale organo di vigilanza è stata duramente criticato per il ruolo che ha svolto nella vicenda: il divieto di vendita allo scoperto imposto dall'organo di vigilanza ha impedito secondo la stampa specializzata che la bolla speculativa si sgonfiasse. Infatti, senza tale divieto gli arbitraggisti avrebbero potuto

⁶⁴ CONSOB, *op. cit.*

scommettere sul ribasso dei prezzi o fare arbitraggio tra titoli e diritti riequilibrando i valori. Data la difficoltà di reperire opzioni *put*⁶⁵ riguardanti queste società, lo *short selling* poteva essere la valvola di sfogo per uscire da questa difficile situazione. Un articolo apparso su Milano Finanza nei giorni dell'aumento di Tiscali ha affermato che: "l'authority dovrebbe puntare il faro non su Tiscali ma su stessa"⁶⁶.

6.5.2 Le proposte della Consob

"In relazione ai problemi riscontrati nell'ambito delle operazioni di aumento di capitale con rilevante effetto diluitivo sono state analizzate quattro possibili soluzioni strutturali":

- 1) riduzione del rapporto di conversione tra azioni nuove e azioni vecchie;
- 2) eliminazione *tout-court* del divieto di vendite allo scoperto;
- 3) modifica delle modalità di regolamento durante il periodo d'opzione, ossia sostituzione temporanea del regolamento a tre giorni con il regolamento in un determinato giorno successivo alla fine del Periodo d'Opzione;
- 4) modifica delle modalità operative di gestione degli aumenti di capitale, con finestre giornaliere di consegna.

La 1) è ovviamente la soluzione maestra, ma rende più difficoltosi gli aumenti di capitale delle società che "hanno problemi di salvaguardia della continuità aziendale".

La 2) è stata in parte attuata, perché tale divieto permane solo per le azioni di società oggetto di aumenti di capitale che risultano "deliberati" entro date precise (determinate

⁶⁵ Un'opzione *put* è uno strumento derivato in base al quale l'acquirente dell'opzione acquista *il diritto, ma non l'obbligo*, di vendere un titolo (detto sottostante) a un dato prezzo d'esercizio (*strike price*). Al fine di acquisire tale diritto, l'acquirente paga un premio.

⁶⁶ Milano Finanza, *art. cit.*

periodicamente con delibere della Consob)⁶⁷. Tuttavia si è visto come tale soluzione intermedia adottata da Consob soluzione sia inadeguata a risolvere il problema.

La 3) propone di regolare tutte le transazioni eseguite durante il periodo d'opzione in un determinato giorno successivo al periodo d'offerta. Tale soluzione appare troppo costosa e molto rischiosa, infatti si allungherebbe eccessivamente l'intervallo di regolamento delle transazioni.

La soluzione migliore appare una variante della 4), che preveda più finestre di consegna delle azioni rivenienti. Prevedere ulteriori finestre di consegna vuol dire offrire agli arbitraggisti la possibilità di operare senza incorrere nel reato di vendita allo scoperto, poiché le azioni rivenienti dall'aumento sarebbero consegnate loro anche a scadenze intermedie. Di tale soluzione, che attiene alle modalità di gestione, sono state prospettate più varianti, e di seguito si riporta quella considerata dalla Consob stessa più efficace (cosiddetta "Soluzione B"). Ricordando che T rappresenta il primo giorno di negoziazione dei diritti tale soluzione prevede:

- l'accredito dei diritti a T+1 e non a T+2;
- un intervallo di regolamento di due giorni, e non tre, per le transazioni effettuate l'ultimo giorno prima dello stacco del diritto (T-1);
- un intervallo di regolamento a due giorni delle transazioni di mercato sui diritti;
- la previsione di una prima finestra di consegna delle azioni rivenienti in T+2.

In tal modo:

- i diritti accreditati in T+1 potrebbero essere già disponibili a partire dal ciclo di liquidazione netta di T+2, a fronte delle transazioni effettuate in T;
- i diritti acquistati in T verrebbero regolati in T+2

⁶⁷ Gli aumenti di capitale studiati sono oggetto della delibera Consob n. 17078 del 26 Novembre 2009

- L'esercizio dei diritti garantirebbe la consegna delle azioni in T+2, con disponibilità a partire da T+3, per far fronte agli obblighi di consegna delle vendite effettuate in T.

Tale soluzione è molto tecnica e può apparire di difficile comprensione, semplificando però si può dire che, in situazione di sopravvalutazione del prezzo delle azioni, con tale modello di gestione gli arbitraggisti potrebbero:

- sottoscrivere l'aumento di capitale;
- vendere le azioni (senza averne l'effettiva disponibilità);
- ricevere prontamente in T+2 le azioni rivenienti;
- consegnare le azioni vendute in T+3, senza che si configuri la vendita allo scoperto poiché verrebbe rispettato il normale intervallo di regolamento a tre giorni delle vendite.

È opportuno notare come la finestra intermedia sia stata posta in T+2, cioè in prossimità dell'inizio del periodo d'offerta, perché proprio nei primi giorni di negoziazione delle azioni *ex diritto* si sono verificati gli incredibili rialzi di prezzo⁶⁸.

Scegliere questa via permette alla Consob di limitare la pratica dello *short selling* e contemporaneamente trovare una soluzione strutturale a tale problema. Tuttavia in questo modo l'organo di vigilanza affida proprio agli arbitraggisti, agli *short sellers*, il compito di riequilibrare il rapporto tra azioni nuove e azioni già in circolazione, introducendo modifiche alla modalità di gestione che rendano possibile per loro operare senza incorrere nel divieto di vendita allo scoperto. Sembrerebbe più semplice, allora, eliminare integralmente tale divieto, piuttosto che intraprendere un percorso più complesso che porta allo stesso risultato, perché in entrambi i casi è sempre l'azione

⁶⁸ Cfr. grafico 6.5.1

degli arbitraggisti a permettere il riallineamento dei prezzi e a scongiurare la nascita di bolle speculative. Le modifiche delle modalità di gestione operativa degli aumenti comporterebbero senza dubbio maggiori costi e una maggiore complessità gestionale non solo per gli investitori, ma anche per gli stessi addetti ai lavori. E' dello stesso parere l'A.B.I.⁶⁹ che, nei "Commenti ABI al Position Paper CONSOB in materia di Aumenti di Capitale con rilevante effetto diluitivo"⁷⁰ sottolinea che "prima di adottare una soluzione strutturale occorrerebbe valutare se la pratica degli aumenti di capitale con effetto diluitivo è legata all'attuale situazione congiunturale ovvero rappresenta una modalità operativa ormai usuale. L'adozione delle soluzioni proposte comporta, infatti, rilevanti costi di adeguamento delle procedure attualmente in uso, che sarebbero giustificabili solo a fronte di pratiche operative non a carattere eccezionale."⁷¹ Tuttavia la critica che l'A.B.I. rivolge a tale soluzione parte da ipotesi opposte rispetto al quadro delineato da Consob. Infatti, secondo tale parere, sarebbe proprio l'arbitraggio a creare la pressione al rialzo nei primi giorni di offerta in opzione. L'Associazione Bancaria Italiana invita inoltre la Consob a standardizzare le metodologie di gestione degli aumenti di capitale, a prescindere se con effetto diluitivo o meno, "in quanto l'uniformità del quadro regolamentare favorirebbe una chiarezza operativa a vantaggio dei soggetti economici coinvolti"⁷². Rivolge questo invito alla Consob anche Assosim⁷³,

⁶⁹ L'Associazione Bancaria Italiana (ABI) è l'associazione di settore del mondo bancario e finanziario. Rappresenta, tutela e promuove gli interessi del sistema. L'ABI è la voce di tutte le banche, piccole, medie e grandi. È anche l'espressione della finanza, delle società di leasing e factoring, delle fiduciarie, delle società di intermediazione mobiliare (Sim) e di quelle di gestione del risparmio (Sgr). L'Associazione raggruppa quindi tutti gli operatori bancari e finanziari italiani. L'ABI rappresenta inoltre il sistema creditizio e finanziario italiano in tutte le sedi internazionali, tra le quali la Federazione bancaria europea.

⁷⁰ A.B.I., *Commenti ABI al Position Paper CONSOB in materia di Aumenti di Capitale con rilevante effetto diluitivo*, 3/06/2010

⁷¹ A.B.I., *op. cit.*

⁷² A.B.I., *op. cit.*

⁷³ Assosim è l'associazione delle società di intermediazione mobiliare e, insieme all'ABI (Associazione Bancaria Italiana) e ad Assogestioni, è una delle tre principali associazioni di categoria tra gli intermediari

che sostiene che “sarebbe opportuno che le nuove regole venissero adottate per tutti gli aumenti di capitale e, in luogo delle finestre di consegna, si consentisse l’esercizio dei diritti in ciascuna giornata del periodo di offerta con disponibilità delle azioni rivenienti nella medesima giornata.”⁷⁴ Nonostante la diversità dei pareri e delle soluzioni proposte entrambe le associazioni concordano nel definire la sopra citata soluzione b) molto rischiosa, poiché vi sarebbe, oltre ad una disparità di trattamento rispetto agli aumenti di capitale senza rilevante effetto diluitivo, un incremento del rischio operativo derivante dalla riduzione del ciclo di regolamento dell’ultima giornata di negoziazione delle azioni *cum*, poiché tale soluzione “determinerebbe a T+1 la concentrazione di due differenti giornate di regolamento (T-2 e T-1)”⁷⁵. Alla luce delle criticità rilevate da questa analisi e confermate da A.B.I. e Assosim la soluzione b) appare di difficile attuazione, ed i motivi che hanno spinto la Consob a definirla la più efficiente, difficili da individuare.

finanziari italiani[1]. Svolge attività di ricerca e formazione e rappresenta gli associati nelle consultazioni promosse da CONSOB e Banca d'Italia su temi di carattere normativo e finanziario.

⁷⁴ ASSOSIM, *Prot. n. 31/10 MFE/mfe, oggetto: Position Paper su “Gli aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo”*, Milano, 10 giugno 2010.

⁷⁵ A.B.I., *op. cit.*

Bibliografia

- A.B.I., *Commenti ABI al Position Paper CONSOB in materia di Aumenti di Capitale con rilevante effetto diluitivo*, Roma, 3/06/2010.
- ASSOSIM, Prot. n. 31/10 MFE/mfe, *oggetto: Position Paper su “Gli aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo”*, Milano, 10 giugno 2010.
- ASQUITH P. e MULLINS D.W. *Equity issues and offering dilution*, Journal of Financial economics n. 15, 1986.
- BERLE A. e MEANS G., *The modern corporation and private property*, New York HARCOURT, BRACE AND WORLD PUBLISHER, 1932.
- BERK J., DE MARZO P., *Finanza aziendale 1*, PEARSON – ADDISON WEASLEY, 2008.
- BHAGAT S., *The effect of preemptive right amendments on shareholder wealth*, Journal of Financial Economics n.12, 1983.
- BIGELLI M., *Gli aumenti di capitale nelle società quotate: un analisi economico finanziaria*, GIAPPICHELLI, Torino, 1996.
- BIGELLI M., *The Quasi-split Effect, Active Insiders and the Italian Market Reaction to Equity Rights Issues*, European Financial Management, 1998.
- BIGELLI M., MEHROTRA V., MORK R. e YU W., *Changes in management ownership and the valuation effects of equity offering*, Journal of management and governance, n.4, 1999.
- BREALEY R., MYERS S., ALLEN F., SANDRI S., *Principi di finanza aziendale*, MC GRAW HILL, Milano, 2007.
- BRIOSCHI F., BUZZACHI L. e COLOMBO M.G., *Risk capital financing and the separation of ownership and control in business group*, Journal of banking and finance vol. 13, 1989.
- CHOE H., MASULIS R.W., NANDA V.K., *Common Stock Offerings Across the Business Cycle: Theory and Evidence*, Journal of Empirical Finance, Vol. 1, 1993.
- CONSOB, *Gli aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo*, CONSOB – DIVISIONE MERCATI, 19 Aprile 2010.
- COSTI R., *Il mercato mobiliare*, GIAPPICHELLI, Torino, 2010.
- DALLOCCHIO M., SALVI A., *Finanza d’Azienda*, Egea - 2^aed., Milano, 2004.
- DI SABATO F., *Istituzioni di Diritto Commerciale*, GIUFFRÈ EDITORE, Milano, 2006.

- DAMODARAN A., *Applied Corporate Finance: A User's Manual*, JOHN WILEY & SONS, New York, 2005.
- D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58., Testo Unico sull'intermediazione finanziaria (T.U.F.).
- ECKBO B.E., MASULIS R., *Adverse Selection and the Rights Offer Paradox*, Journal of Financial Economics vol.32 n.3, 1992.
- GUALTIERI P., *Il valore economico dei diritti d'opzione - notazioni tecniche e verifica di mercato*, Finanza, imprese e mercati n.3, 1991.
- HANSEN R.S., PINKERTON J.M., *Direct equity financing: a resolution of a paradox*, Journal of Finance, n.37, 1982.
- HANSEN R.S., PINKERTON J.M., *On the Rightholders Subscription to the Underwritten Rights Offering*, Journal of Banking and Finance, 1986
- HEALEY P., PALEPU K.G., *Earnings and Risk Changes Surrounding Primary Stock Offers*, Journal of Accounting Research, n. 1, 1990.
- HEINKEL R., SCHWARTZ E.S., *Rights Versus Underwriting Offerings: An Asymmetric Information Approach*, The Journal of Finance, n.41, 1986.
- JENSEN M.C., *The Agency Costs of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers*, The American Economic Review, 1986.
- KORAJCZYK R.A., LUCAS D. e MCDONALD R., *The effect of information releases on pricing and timing of equity issues*, The Review of financial studies, 1990.
- LARNER R.I., *Ownership and control of the 200 largest nonfinancial corporations, 1929 and 1963*, American Economic Review, 1966.
- MASULIS R.W., *The Impact of Capital Structure Change on Firm Value, Some Estimates*, Journal of Finance, n.38, 1983.
- MILLER M.H., ROCK K., *Dividend policy under asymmetric information*, Journal of Finance, n.4, 1985.
- MYERS S., MAJLUF N., *Corporate Financing and Investment decisions when Firms have information Investors do not have*, Journal of Financial Economics, n.13, 1984.
- R.D. 16 marzo 1942, n. 262 (Codice Civile).
- SMITH C.W.S. Jr., *Alternative methods for raising Capital Rights versus Underwritten Offerings*, Journal of Financial Economics, n.5, 1977.
- ZAMBRUNO G.M., *Quotazione dei diritti d'opzione ed efficienza in forma semi-forte*, da *L'analisi quantitativa del mercato mobiliare italiano* (a cura di G.M. Zambruno), Comitato direttivo degli agenti di cambio della Borsa valori di Milano, 1989.

Articoli di giornale consultati:

da MILANO FINANZA: *Un elenco di grattacapi*, a cura di Peveraro S., 10 aprile 2009.

Un altro balzo drogato di Tiscali, a cura di Follis M., 14 ottobre 2009.

Nessun antidoto alla follia, a cura di Ninfole F., 17 ottobre 2009.

da LA REPUBBLICA: *Tiscali, Seat PG e Pirelli Re aumenti choc per i risparmiatori*, a cura di Bennewitz S., 14 ottobre 2009

da IL SOLE 24 ORE: *L'illusione ottica del rialzo di Tiscali*, a cura di Olivieri A., 14 ottobre 2009

