

di Francesco Ninfolè

Nell'ultima settimana è esploso con evidenza il problema delle oscillazioni dei prezzi di borsa in caso di aumenti di capitale. E nello stesso tempo si è riaperto il dibattito sulle vendite allo scoperto: sono utili a moderare la volatilità? L'ultimo esempio è Tiscali: la capitalizzazione della società sarda è balzata a un livello potenziale di circa 3 miliardi di euro (rispetto ai 215 milioni pre-aumento), con il titolo passato da 0,2 euro a 1,82 (poi sceso venerdì scorso a 1,12). È evidente che non ci sono ragioni industriali che possano motivare rimbalzi di tale portata. Le motivazioni sono altre. E non sono di facile soluzione. Secondo quanto emerge dal confronto con gli operatori, un caso identico potrebbe ripetersi già alla prossima ricapitalizzazione. Senza che nessuno possa far nulla per impedirlo.

Come in ogni giallo che si rispetti, è partita la caccia al colpevole dei rialzi abnormi dei titoli Tiscali. Alcuni analisti di mercato l'hanno individuato nel divieto di vendita allo scoperto. La loro tesi: in passato era possibile effettuare arbitraggi tra titoli e diritti, riequilibrando i prezzi. L'opposta scuola di pensiero,

CASI DI BORSA Tiscali sull'ottovolante da quando è partito l'aumento di capitale. Come già accaduto a Seat e Pirelli Re. Il ritorno delle vendite allo scoperto non eviterà altri scossoni. L'azione Consob e le contromisure dei piccoli soci

Nessun antidoto alla follia

che trova sostenitori presso la Consob, però obietta: le oscillazioni dipendono dalla struttura dell'aumento. Il rapporto di conversione è stato definito da Tiscali in 643 nuove azioni (a 0,1 euro) per ogni 22 possedute: ciò vuol dire che il valore dei diritti è superiore a quello dei titoli, con questi ultimi che passeranno da 61 milioni (ante aumento) a 1,8 miliardi (post aumento), con una forte diluizione. Episodi simili si erano verificati anche nei recenti aumenti di capitale di Seat e Pirelli Re. Una conseguenza del meccanismo, secondo la seconda scuola di pensiero, è che lo short selling è di fatto inutile in questi casi, perché ci sono pochi titoli per realizzarlo (dai 60 milioni di azioni oggi in circolazione bisogna detrarre almeno il 20% che fa capo a Renato Soru). Poiché i titoli di nuova emissione saranno a disposizione soltanto a partire dal 2 novembre, molte operazioni di short selling rischieranno di rimanere senza chiusura.

ALTA VOLATILITÀ NEI RECENTI AUMENTI DI CAPITALE

Capitalizzazione in milioni di euro

	Media 1 mese pre aumento	Max periodo aumento*	Media 1 mese post aumento
◆ Seat Pagine Gialle	7,1	45	7,9
◆ Tiscali	17,5	112*	-
◆ Pirelli Real Estate	38,8	73	212,2

* La capitalizzazione è ottenuta moltiplicando il prezzo di borsa per il numero di azioni ante-aumento. Nel caso di Tiscali, il valore teorico (ottenuto moltiplicando il prezzo di borsa per il numero di azioni post-aumento) ha toccato un massimo di 3,3 miliardi

In questo scenario, giovedì 15 è arrivata inattesa una delibera Consob che ha concesso alle società sotto aumento di capitale la possibilità di ottenere una deroga al divieto di short selling, dopo previa richiesta motivata alla commissione (che ha facoltà di accettare o rifiutare). In prima battuta, la mossa è stata interpretata come una correzione di tiro sul divieto di short selling. In realtà ambienti vicini alla Consob hanno subito precisato che la possibile deroga «non nasce da casi

specifici recenti», con riferimento implicito proprio a Tiscali. Si tratterebbe dunque di mera coincidenza, adottata per evitare casi problematici futuri. Tuttavia, secondo quanto risulta a *MF-Milano Finanza*, Tiscali starebbe valutando l'opportunità di chiedere la deroga. Il gruppo di telefonia starebbe valutando in particolare la tempistica, perché i diritti saranno quotati fino al 23 ottobre. Tutto comunque lascia pensare che la deroga sarebbe stata richiesta se la delibera Consob

fosse arrivata prima. Anche se poi non è detto che la commissione la ritenga fondata.

Chiunque sia il colpevole, il vero rischio è che possa colpire ancora. Il caso Tiscali potrebbe presto ripetersi. Una buona notizia per gli speculatori, ma brutta per i risparmiatori meno esperti, che pagano maggiormente la volatilità sui titoli.

La crisi aumenta l'esigenza di risorse delle società, che hanno facoltà di lanciare ricapitalizzazioni ad alto tasso di ingegneria finanziaria. La Consob (chiamata alle verifiche sui prospetti) non ha margini normativi per impedirle. All'investitore retail non resta che fare attenzione ai rapporti di conversione squilibrati e guardare ai calcoli degli analisti e ai prezzi rettificati, al netto cioè di effetti illusori legati a movimenti di borsa dettati principalmente dalla speculazione. (riproduzione riservata)