

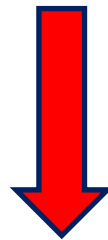
***Le operazioni sul capitale nelle
società commerciali***
Gli aumenti di capitale
(seconda parte)

1. Il sovrapprezzo. La funzione

Perché un prezzo di emissione maggiore del valore nominale?



se la consistenza patrimoniale della società è superiore al valore del capitale sociale, l'emissione di nuove azioni a valore nominale produce un depauperamento del valore delle azioni esistenti



Funzione del sovrapprezzo

Tutelare il valore delle azioni esistenti

2. Il sovrapprezzo. La funzione

E' funzione del grado di salute aziendale, vale a dire della ricchezza già generata e di quella che l'azienda continuerà a generare in prospettiva.

Scelta facoltativa e discrezionale dell'assemblea ad eccezione del caso in cui (nelle spa) sia limitato o escluso il diritto di opzione

2. Il sovrapprezzo. La funzione



Garantire un beneficio economico ai sottoscrittori

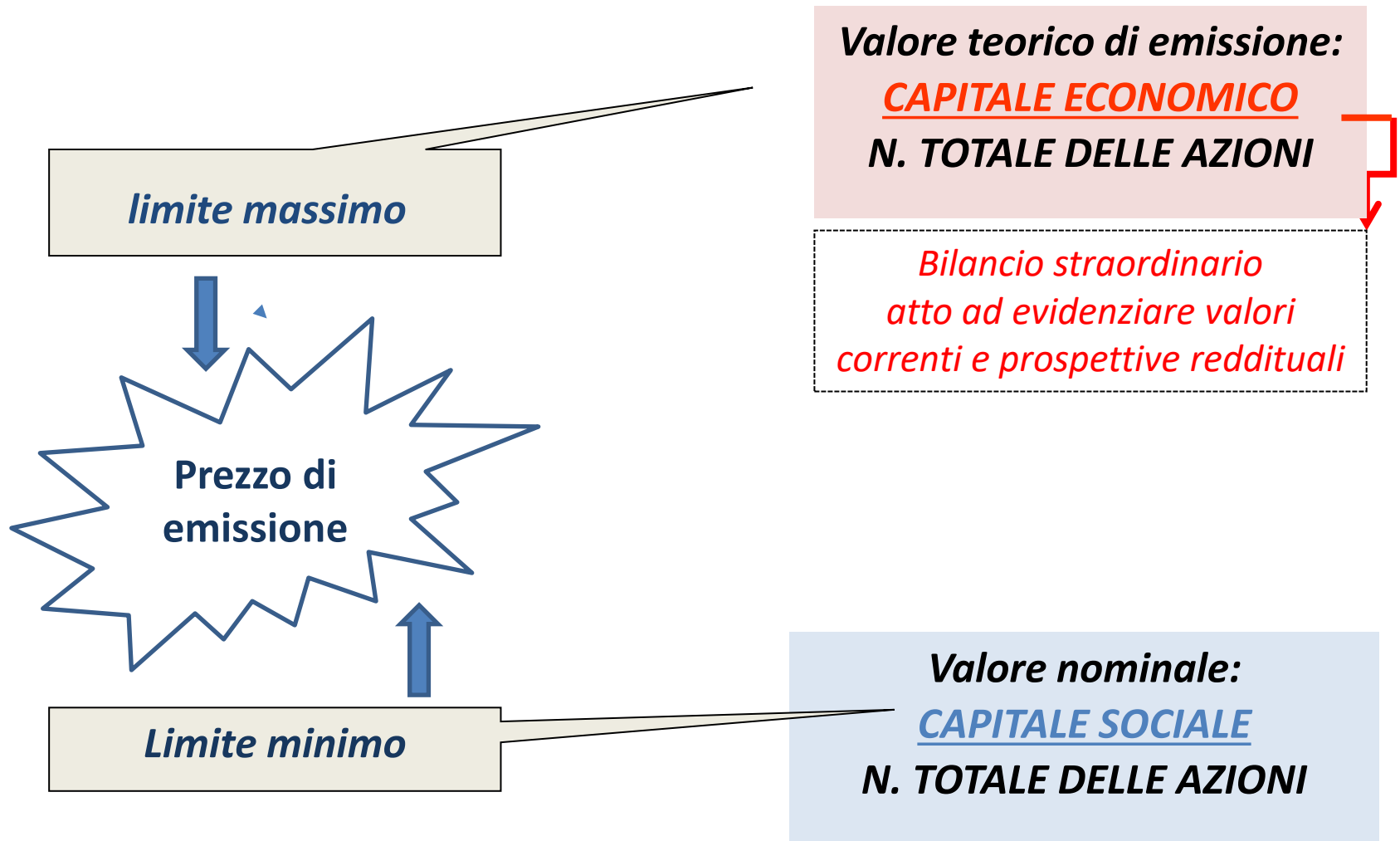
rappresentato dalla differenza fra il prezzo corrisposto all'atto dell'acquisto ed il valore di mercato atteso subito dopo l'emissione



Infatti il prezzo di emissione pur essendo superiore al valore nominale è di solito inferiore al valore teorico di emissione

I sottoscrittori delle nuove azioni avranno il vantaggio di acquisire un investimento rispetto al quale il costo è inferiore al valore di mercato

3. Il sovrapprezzo. La funzione



4. Il sovrapprezzo. La funzione



La legge riserva tale vantaggio a coloro che hanno dato vita alla società e ne hanno favorito lo sviluppo

prescrivendo il diritto d'opzione



diritto spettante ai soci della società

di essere preferiti ai terzi nella sottoscrizione delle azioni di nuova emissione, tutto al fine di godere di un beneficio economico e di mantenere inalterata la propria partecipazione sociale.

1. Il diritto di opzione nelle s.p.a. – L'art.2441 c.c.

- 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.
- Se vi sono obbligazioni convertibili il diritto di opzione spetta anche ai possessori di queste, in concorso con i soci, sulla base del rapporto di cambio.
- L'offerta di opzione deve essere depositata presso l'ufficio del Registro delle Imprese.
- Coloro che esercitano il diritto di opzione, purchè ne facciano contestuale richiesta, hanno diritto di prelazione nell'acquisto delle azioni e delle obbligazioni convertibili in azioni che siano rimaste non optate.
- Le azioni sono disponibili per l'esercizio del diritto di opzione per 30 giorni a partire dalla pubblica offerta, dopo di che rimangono inoptate. Se le azioni sono quotate in borsa gli amministratori devono offrire in borsa i diritti di opzione non esercitati per almeno 5 volte entro il mese successivo alla scadenza del termine stabilito.

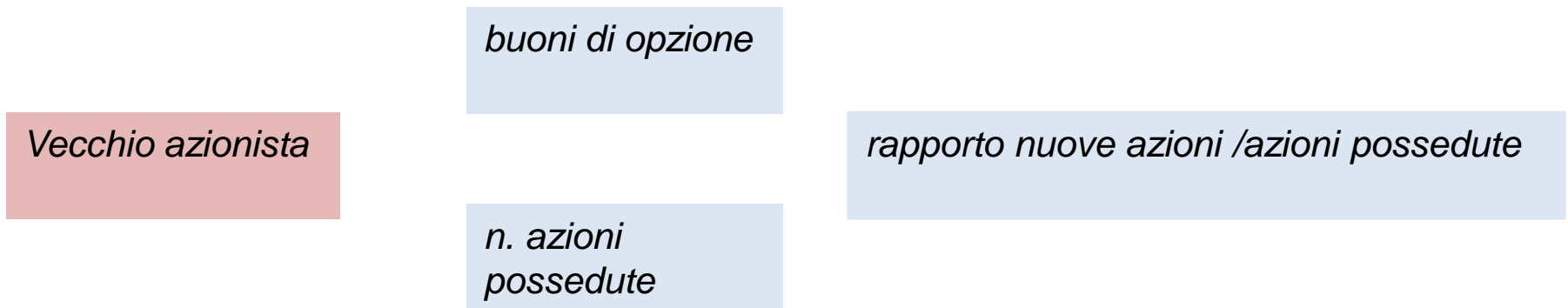
2. Il Diritto d'opzione nelle S.p.a. – Segue

Ai sensi dell'art.2441 c.c.

l'ingresso di nuovi soci è possibile solo se:

- Il vecchio azionista rinuncia all'esercizio del diritto d'opzione;
- Il vecchio azionista cede il diritto di opzione ad altri;
- Ci si trova in uno dei casi in cui la legge impone al vecchio azionista la rinuncia a tale diritto

3. Il diritto d'opzione nelle S.p.a. – Segue



Azioni già emesse n.6000 - Nuove azioni n.2000
Rapporto di cambio 3 a 1

4. Il diritto di opzione nelle S.p.a. .Segue

Casi di esclusione o limitazione del diritto di opzione - art.2441

1. conferimenti di beni in natura;
2. interesse della società;
3. emissione in favore dei dipendenti della società o del gruppo
(*stock purchase*)

In questi casi la legge prevede che gli amministratori motivino l'esclusione o la limitazione del diritto di opzione, e determinino un sovrapprezzo sul quale l'organo di controllo dovrà esprimere un parere di congruità

5. Il diritto di opzione nelle S.p.a. .Segue

Parere di congruità dell'organo di controllo :

Accertare che la determinazione del prezzo di emissione delle azioni avvenga sulla base del valore del **patrimonio netto** (tenendo conto per le azioni quotate in borsa anche dell'andamento del prezzo nell'ultimo semestre)

La legge non specifica se intende patrimonio netto in senso contabile o in senso economico. La prassi fa riferimento ai criteri dettati per l'ipotesi di recesso del socio (art 2437) considerando sia la consistenza patrimoniale che le prospettive reddituali ed applicando, pertanto, nella maggior parte dei casi, il metodo misto patrimoniale- reddituale

6. Il diritto di opzione nelle S.p.a. .Segue

Rapporto fra diritto d'opzione e sovrapprezzo

L'imposizione di un sovrapprezzo tende a ridurre il valore del diritto di opzione influenzandone in primo luogo l'esercizio

Infatti: l'esercizio del diritto di opzione è tanto più oneroso quanto più elevato è il sovrapprezzo, con chiare conseguenze sulla conservazione della quota di partecipazione sociale

7. Il diritto di opzione nelle S.p.a. .Segue

Rapporto fra diritto d'opzione e sovrapprezzo

Quanto maggiore è il divario tra il prezzo di emissione delle nuove azioni e il prezzo di mercato delle stesse tanto più è elevato il valore del diritto di opzione

Tale valore diminuisce quanto più il valore di emissione di avvicina al valore di mercato dell'azione

Infatti diminuisce il prezzo che il potenziale investitore sarebbe disposto a pagare per acquistare tale diritto.

Esempio 1

Si ipotizzino i seguenti dati della società Alfa alla data del 31.12.'X3:

- Capitale sociale CS € 200.000
- Riserve R € 20.000
- Patrimonio netto € 220.000
- Numero azioni **(N1)** 200.000
- Valore nominale azione **Pn** € 1
- **Valore contabile azione Vc**

= *Mezzi propri / n. azioni* =

$$= 220.000 / 200.000 = \quad \quad \quad \text{€} \quad \quad 1,1$$

Al 03.01.'X4 la società Alfa delibera un'operazione di aumento a pagamento del capitale azionario per € 100.000 con emissione alla pari.

Si avrà dunque:

- Patrimonio netto 03.01.'X4 PN € 320.000
 - Riserve R € 20.000
 - Capitale sociale CS € 300.000

 - Numero azioni vecchie **N1** **200.000**
 - Numero azioni nuove **N2** **100.000**

 - Valore nominale azione **Pn** € 1
 - **Valore contabile azione** **Vc'**
- = Mezzi propri / n. azioni =
= 320.000 / 300.000 = € 1,0666

Si avrà dunque che:

l'azionista con 2 azioni che esercita il diritto di opzione, diviene proprietario di 3 azioni di

$$Vc' = \text{€ } 1,0666$$

l'azionista con 2 azioni che non esercita il diritto di opzione, perde per ciascuna azione un valore pari a

$$Vc - Vc' = d$$

$$1,1 - 1,0666 = 0,0333$$

Pertanto l'azionista che non sottoscrive la nuova azione deve vendere il diritto di opzione ad un prezzo pari alla perdita subita:

“Valore teorico del diritto di opzione” **$1,1 - 1,066 = 0,033$**

Ed infatti il nuovo azionista che acquistando il diritto di opzione acquista due azioni, sostiene un costo pari a € 1,066, di cui € 1 alla società ed € 0,066 al vecchio azionista ($0,033 \times 2$).

Si può dunque concludere che il

valore teorico del buono di opzione

(B) è funzione del rapporto di cambio tra nuove e vecchie azioni ($N2=1$)/($N1=2$)

e della differenza tra il valore delle vecchie azioni ($Vc= 1,1$) ed il prezzo di emissione ($Pe=1$) delle nuove azioni

$$B = N2(Vc - Pe) / N1 + N2 = (1,1 - 1)/3 = \mathbf{0,033}$$

Si ipotizzi, invece, che al 03.01.'X4 l'operazione di aumento a pagamento del capitale azionario per € 100.000 sia avvenuta con sovrapprezzo di € 5.000. Si avrà dunque:

• Patrimonio netto 03.01.'X4 PN		€ 325.000
• Riserve R		€ 20.000
• Capitale sociale CS		€ 300.000
• Riserva sovrapprezzo azioni Rs		€ 5.000
• Numero azioni vecchie	N1	200.000
• Numero azioni nuove	N2	100.000
• Valore nominale azione Pn		€ 1
• Valore contabile azione Vc'		
= <i>Mezzi propri / n. azioni</i> =		€ 1,083
= $325.000 / 300.000 =$		
• Prezzo di emissione Pe		€ 1,05

In questo caso di emissione con sovrapprezzo, l'azionista con 2 azioni, esercitando il diritto di opzione, diviene proprietario di 3 azioni di $V_c' = 1,083$.

Diversamente, se vende il diritto di opzione perde per ciascuna azione un importo pari al cosiddetto “*Valore teorico del diritto di opzione*”, vale a dire:

$$V_c - V_c' = d$$
$$1,10 - 1,083 = 0,017$$

Ed infatti il nuovo azionista che acquistando il diritto di opzione acquista due azioni, paga € 1,083 di cui € 1,05 alla società ed € 0,033 al vecchio azionista ($0,017 \times 2$)

Si può dunque concludere che il
valore teorico del buono di opzione

(B) è funzione del rapporto di cambio tra vecchie
(N1=2) e nuove (N2=1)

azioni e della differenza tra il valore delle vecchie azioni
(Vc= 1,1) ed il prezzo di emissione (Pe=1,05) delle
nuove azioni

$$B = N2(Vc - Pe) / N1 + N2 = (1,1 - 1,05)/3 = \mathbf{0,017}$$

Esempio 2

Si ipotizzi che un'azionista posseda un pacchetto di n. 6.000 azioni aventi valore contabile € 1500 e abbia diritto a sottoscrivere (secondo il rapporto 4:1) n.1500 nuove azioni al prezzo di emissione € 1.200

Calcolare il valore di cessione dei buoni di opzione ove l'azionista decida di non sottoscrivere le nuove azioni

$$V_0 = \frac{n(V_c - P_e)}{v+n}$$

$$€ 60 = \frac{1(1.500 - 1.200)}{5}$$

Si deve calcolare il valore della perdita che l'azionista subisce a seguito dell'emissione:

n.6.000 x € 1500= €9.000.000 (valore prima dell'emissione)

n.6.000 x € 1440 = €8.640.000 (valore dopo l'emissione)

$$\frac{Vc N1 + Pe N2}{N1+N2}$$

$$€ 1440 = \frac{1.500 \times 4 + 1.200 \times 1}{5}$$

Se il socio non sottoscrive subirà una perdita misurata dal diminuito valore delle sue azioni

n.6.000 x € 1440= € 8.640.000 quindi € 9.000.000- € 8.640.000 = € 360.000

Che è proprio il valore della perdita di cui deve rifarsi attraverso la cessione del diritto di opzione

Diritto d'opzione nelle S.r.l.

Nelle srl ai sensi dall'articolo 2481 bis lo statuto può attribuire ai soci in via discrezionale il potere di escludere o limitare il diritto di opzione **senza la necessaria verifica di una oggettiva esigenza della società e senza l'obbligo di determinare e giustificare un sovrapprezzo** per l'emissione delle partecipazioni di nuova emissione.

Lo statuto può circoscrivere tale potere ad alcuni casi particolari e può altresì prevedere tutele ulteriori a favore dei soci di minoranza anche mediante rinvio alla disciplina dettata in tema di s.p.a.

La determinazione del sovrapprezzo, in ipotesi di conferimento in natura, non risulta obbligatoria come nelle s.p.a., il che comporta certamente una riduzione della tutela patrimoniale del socio, che può proteggersi soltanto esercitando il diritto di recesso; diritto, quest'ultimo, che verrà presumibilmente esercitato nei casi in cui il socio ritenga che il prezzo di emissione dell'aumento del capitale non consideri adeguatamente il valore del capitale economico della società.