

23.05.2022

# Aumento di capitale: quale è il segreto per una operazione di successo?



**L'aumento di capitale è un'operazione di natura straordinaria che permette ad una società di incrementare il proprio capitale sociale**, tramite l'emissione di nuove azioni o con l'aumento del valore nominale dei titoli già in circolazione. Formalmente, ciò comporta una modifica dell'atto costitutivo, e deve essere quindi deliberata dall'assemblea in seduta straordinaria, che stabilirà ammontare massimo e termine massimo (non superiore ai 5 anni) entro cui ne verrà data esecuzione sul mercato.

**L'operazione può essere realizzata sia a pagamento che a titolo gratuito, in base a differenti scelte strategiche.** La nostra analisi si concentra sugli aumenti di capitale a pagamento effettuati da società quotate, con un focus specifico sugli aspetti da cui può dipendere il successo dell'operazione: i tempi di esecuzione e lo sconto rispetto al prezzo di mercato corrente.

Questi i contenuti:

- Gli aumenti di capitale a pagamento e il diritto di opzione;
- Il primo fattore di successo di un aumento di capitale: il tempo;
- Il secondo fattore di successo di un aumento di capitale: lo sconto;
- Il punto di vista Azimut Direct.

## Gli aumenti di capitale a pagamento e il diritto di opzione

Un'operazione di aumento di capitale può essere realizzata secondo differenti modalità:

- **A pagamento:** modalità disciplinata dall'articolo 2438 e seguenti del Codice civile. **L'operazione prevede l'emissione di nuove azioni, che vengono offerte in prelazione agli azionisti e in proporzione alle quote già possedute, dietro pagamento di un corrispettivo** compreso tra il valore nominale delle stesse e il prezzo di mercato.
- **A titolo gratuito:** modalità disciplinata dall'articolo 2442 del Codice civile che permette ad una società di aumentare il proprio capitale sociale imputando riserve di bilancio. A differenza del caso precedente, dove l'aumento è "reale" e determina un effettivo incremento del patrimonio netto grazie a nuovi apporti, in questo caso si ha un aumento di capitale puramente nominale. Nel concreto, **ai soci vengono assegnate nuove azioni a titolo gratuito, oppure si ha un aumento del valore nominale delle azioni esistenti.**
- **Mista:** con parte delle azioni di nuova emissione assegnata a pagamento e parte a titolo gratuito.

Quella a pagamento è la modalità maggiormente diffusa: attraverso un aumento di capitale a pagamento la società accresce le proprie risorse finanziarie e/o la base dei propri asset con conferimenti in denaro e/o in natura.

Come accennato, **nel caso di emissione di nuove azioni con aumento di capitale a pagamento, gli azionisti hanno generalmente prelazione sui nuovi titoli emessi.** Il “diritto di opzione”, regolato dall'articolo 2441 del Codice civile, se esercitato, consente agli azionisti pregressi di mantenere inalterata la propria quota di partecipazione. In alternativa, la vendita sul mercato di tale diritto permette di ricavare un compenso che di fatto va a compensare per la riduzione della partecipazione a seguito dell'emissione di nuove azioni.

**Per perfezionare l'operazione è necessario predisporre un documento che contenga tutte le specifiche dell'offerta e che stabilisca il periodo in cui gli azionisti possono esercitare il diritto di opzione.** In caso di società quotata sull'MTA, tale documento, detto Prospetto di offerta, deve preventivamente ottenere il nulla osta da parte della Consob (art. 94, comma 1, T.U.F.) e che deve avere contenuti, forma e struttura analiticamente determinati dalla stessa Consob (art. 95 T.U.F. e artt. 3 e ss. reg. emittenti).

È evidente come le modalità di esercizio del diritto di opzione condizionino il tempo necessario a perfezionare un aumento di capitale. Dato che il tempo è uno dei due elementi chiave per il successo di una tale operazione, **la normativa si è evoluta al fine di aumentare la velocità di realizzazione di un aumento di capitale, in particolare permettendo di operare in esenzione del diritto di opzione.**

## **Il primo fattore di successo di un aumento di capitale: il tempo**

Innanzitutto, occorre sottolineare che i tempi tecnici di perfezionamento di un aumento di capitale fanno sì che un'operazione di questo tipo non sia funzionale a supportare esigenze improvvise, sia che derivino da un andamento positivo della gestione – come, ad esempio, un'opportunità di crescita – sia nel caso di situazioni di potenziale difficoltà, ovvero per sostenere fabbisogni non preventivati.

## L'esenzione del diritto di opzione

Proprio perché il tempo può divenire un elemento di criticità, **la normativa permette**, in caso di azioni di nuova emissione con conferimenti in natura (art. 2441 comma 4) o qualora l'interesse della società lo esiga (art. 2441 comma 5), **di operare in esenzione del diritto di opzione**. Considerato che la limitazione o l'esenzione del diritto di opzione rappresentano una violazione dei diritti patrimoniali degli azionisti pregressi, è necessario rispettare una procedura bene definita (art. 2441 comma 6): le proposte devono essere illustrate dagli amministratori con un'apposita relazione (da inviare almeno 30 giorni prima dell'assemblea) dalla quale risultino le ragioni di esclusione o limitazione, e i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione.

L'esenzione del diritto di opzione viene dunque solitamente utilizzata in **due casi specifici**:

- **Conferimento di beni in natura;**
- **Intervento di investitori strategici.**

Il conferimento di beni in natura (tra cui rientra anche il conferimento di quote azionarie di società da rilevare) è una fattispecie utilizzata frequentemente nell'ambito di operazioni M&A. La differenza rispetto al pagamento in denaro è determinata dalla volontà di assicurarsi un **asset funzionale allo sviluppo strategico della società**. In questo caso **l'esenzione è giustificata dal valore aggiunto degli asset offerti a supporto della crescita**.

Per quanto riguarda l'intervento di investitori strategici, la ratio è anche in questo caso di natura strategica. **L'ingresso di investitori strategici – ovvero, istituzionali – e dalle grandi capacità finanziarie è funzionale allo sviluppo a lungo termine della società**, e può essere in alcuni casi di valore aggiunto rispetto al collocamento delle nuove azioni presso gli azionisti pregressi.

**In caso di operazioni con esenzione del diritto di opzione in presenza di investitori strategici il collocamento avviene spesso tramite Accelerated Bookbuilding (ABB)**. In questi casi, un intermediario incaricato, come ad esempio Azimut, è in grado di individuare i soggetti potenzialmente interessati in un arco di tempo particolarmente circoscritto. I dati di mercato ci dicono che, dal 2019 ad oggi, sono stati necessari in media 18 giorni per il collocamento di nuove azioni con diritto di opzione. Una procedura di ABB, invece, si può concludere anche in una singola giornata.

Fonte dei dati: Borsa Italiana e siti corporate

## La delega agli amministratori

**Un ulteriore elemento che può ottimizzare i tempi di esecuzione è la presenza di una delega agli amministratori**, prevista dall'articolo 2443 del Codice civile, che attribuisce loro la facoltà di aumentare il capitale sociale una o più volte, fino a un ammontare determinato ed entro massimo cinque anni dalla data dell'iscrizione della società nel registro delle imprese – arco temporale che, nella prassi, è stabilito in 18 – 24 mesi. La delega deve prevedere sia l'ammontare massimo dell'aumento di capitale sia le modalità di esercizio, tra cui, ad esempio, il conferimento di beni in natura e il coinvolgimento di investitori istituzionali. La delega può interessare anche l'esenzione del diritto di opzione.

**La presenza di tali deleghe ha un grosso valore segnaletico poiché evidenzia al mercato che la società ha pianificato un percorso di crescita futura.** Una gestione strategica e consapevole dovrebbe dunque contemplare in statuto questo tipo di deleghe.

## Il secondo fattore di successo di un aumento di capitale: lo sconto

Il secondo fattore chiave per il successo di una operazione di aumento di capitale, e che deve essere oggetto di attenta valutazione da parte di una società, è lo sconto offerto rispetto al prezzo corrente.

**Lo sconto viene calcolato prendendo come riferimento il prezzo teorico ex diritto** (in inglese *Theoretical Ex Right Price* o **TERP**), **ovvero il prezzo potenziale di un'azione dopo lo stacco del diritto di opzione relativo all'aumento di capitale.** Tale sconto incentiva gli azionisti a sottoscrivere le azioni di nuova emissione: ad eccezione di alcune operazioni di salvataggio, il prezzo di sottoscrizione risulta infatti essere inferiore al valore di mercato delle azioni stesse.

L'analisi dei dati di mercato dal 2019 indica 52 operazioni di aumento di capitale effettuate da società quotate. Di queste, 12 sono state svolte attraverso ABB. Sottolineiamo inoltre che 25 operazioni sono state svolte da società quotate sul [segmento Euronext Growth Milan](#). Escludendo operazioni di salvataggio (in cui il prezzo di sottoscrizione è maggiore rispetto al TERP), **il valore medio dello sconto nel periodo considerato è pari al 13,6%. Lo sconto medio relativo alle sole operazioni di ABB è invece pari al 9,7%.**

Fonte dei dati: Borsa Italiana e siti corporate

**I capitali complessivamente raccolti dal 2019 ad oggi tramite aumenti di capitale sono superiori a EUR 3Mld.** La maggior parte di essi però si concentra in un numero molto limitato di operazioni: BPER Banca, che nell'ottobre 2020 ha raccolto oltre EUR 800M; Autogrill, con una raccolta di circa EUR 600M nel giugno 2021; Juventus Football Club che ha svolto due operazioni nel dicembre 2019 e 2021 con una raccolta rispettivamente di EUR 300M e EUR 400M.

Esistono poi modalità innovative di gestire gli aumenti di capitale per minimizzare lo sconto offerto: l'emittente può valutare di offrire bonus share o warrant per i nuovi azionisti che si impegnano in maniera più o meno formale a mantenere le azioni in portafoglio per un periodo congruo di tempo.

## Il punto di vista Azimut Direct

Le operazioni di aumento di capitale possono rappresentare una **grossa opportunità di sviluppo per le aziende con capitalizzazione media**, specie dopo il consistente ricorso agli strumenti di debito avutosi negli ultimi anni e in vista di un graduale aggiustamento degli schemi di garanzia pubblica.

Come abbiamo già in diverse occasioni evidenziato, **nei prossimi anni ci aspettiamo di fatto un allargamento agli strumenti equity**, che affiancheranno sempre più l'offerta di credito a lungo termine, in risposta ad una cronica esigenza delle nostre PMI di capitale di rischio che non può essere soddisfatta solo dal credito tradizionale.

**La mission di Azimut Direct è quella di supportare lo sviluppo delle imprese italiane attraverso un'azione congiunta di consulenza, strutturazione e collocamento di strumenti di finanza alternativa presso investitori professionali.** In relazione ad un aumento di capitale, in qualità di financial advisor supportiamo la società nella definizione dei contenuti economico-finanziari della delega, elemento di fondamentale importanza che consente alla società di essere duttile e flessibile per cogliere in maniera tempestiva tutte le opportunità che si possono presentare sul mercato. Inoltre, il Gruppo Azimut può operare nella fase operativa di aumento di capitale tramite ABB, agevolando l'individuazione di potenziali investitori.

*Fonte dei dati: Borsa Italiana e siti corporate*

## DISCLAIMER

Il presente documento è stato redatto da Azimut Direct S.p.A. sotto la propria esclusiva responsabilità a scopo informativo. Il documento è di proprietà di Azimut Direct S.p.A. ed è vietato ogni suo uso, riproduzione, duplicazione o distribuzione, anche parziale, da parte dei destinatari del documento o di terzi cui il documento o sue parti siano stati eventualmente trasferiti. La società, inoltre, non potrà essere ritenuta responsabile per danni derivanti dall'utilizzo, da parte dei destinatari del documento o di terzi, dei dati, delle informazioni e delle opinioni contenuti nel presente documento o di danni comunque asseriti come ad essi connessi. I dati, le informazioni e le opinioni contenuti non costituiscono e, in nessun caso, possono essere interpretati come un'offerta né un invito né una raccomandazione a effettuare investimenti o disinvestimenti né una sollecitazione all'acquisto, alla vendita, alla sottoscrizione di strumenti finanziari né attività di consulenza finanziaria, legale, fiscale o ricerca in materia di investimenti né come invito o a farne qualsiasi altro utilizzo. Nella redazione del presente documento non sono stati presi in considerazione obiettivi personali di investimento, situazioni e bisogni finanziari dei potenziali destinatari del documento stesso. Si raccomanda un'attenta lettura della documentazione di offerta alla quale si rimanda. I destinatari del presente messaggio si assumono piena ed assoluta responsabilità per l'utilizzo dei dati, le informazioni e le opinioni contenuti nello stesso.

