

ESEMPIO

GLI AUMENTI DI CAPITALE E IL DIRITTO DI OPZIONE

9.4A

La sottoscrizione delle azioni di nuova emissione riservata agli azionisti della società conferisce loro un particolare diritto (denominato «diritto di opzione») che consente a ciascun azionista di partecipare all'aumento di capitale in proporzione al numero di azioni possedute. Se l'azionista non intende sottoscrivere le nuove azioni o preferisce sottoscriverne solo in parte può cedere a terzi i diritti di opzione che non intende esercitare. Pertanto, se la società Alfa ha deciso di raddoppiare il numero delle proprie azioni, l'azionista Tizio che dispone, ad esempio, di 2000 azioni ha il diritto di sottoscrivere 2000 nuove azioni oppure può cedere a terzi – contro il pagamento di un corrispettivo – tale diritto di opzione.

Il valore del diritto di opzione dipende essenzialmente dalle caratteristiche dell'aumento di capitale, dalle previsioni sull'evoluzione dei prezzi dei titoli e dall'andamento del mercato di borsa nel suo complesso. Dall'incontro tra domanda e offerta, sul mercato dei diritti di opzione si forma il prezzo del diritto medesimo. Almeno inizialmente, tale prezzo trova riferimento nel valore teorico del diritto di opzione calcolabile tenendo esclusivamente conto delle caratteristiche dell'operazione sul capitale e della quotazione delle azioni in circolazione al momento dell'avvio dell'operazione. Da questi due ultimi elementi di valutazione è possibile determinare il valore optato teorico delle azioni ossia, in altri termini, quale dovrebbe essere la nuova quotazione di mercato delle azioni della società ad aumento di capitale avvenuto.

In una situazione di mercato perfetto, il valore teorico optato delle azioni deve essere pari al loro prezzo di mercato prima dell'aumento di capitale diminuito del valore teorico del diritto d'opzione e di conseguenza il valore teorico del diritto di opzione deve essere pari alla differenza tra il prezzo di mercato delle azioni prima dell'aumento di capitale e il valore teorico optato. Quindi:

$$V_o = P_m - D_x \quad \text{e} \quad D_x = P_m - V_o$$

dove:

D_x = Valore teorico del diritto di opzione

V_o = Valore optato teorico delle azioni (ad aumento di capitale realizzato)

P_m = Prezzo di mercato delle azioni prima dell'aumento di capitale.

Per individuare il valore teorico del diritto di opzione (D_x) serve comunque conoscere il valore optato teorico (V_o) delle azioni. Di seguito si espongono le formule e alcuni esempi per il calcolo del valore teorico del diritto di opzione e del valore optato teorico dell'azione nelle ipotesi di aumenti di capitale a pagamento, gratuiti e misti.

1) Aumenti di capitale a pagamento

Il valore teorico delle azioni (V_o) nell'ipotesi di un aumento di capitale a pagamento si calcola attraverso la formula:

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

dove:

P_m = Prezzo di mercato delle azioni prima dell'aumento di capitale

P_e = Prezzo di emissione delle nuove azioni

v = numero di vecchie azioni (possedute prima dell'aumento di capitale) necessario per sottoscrivere n azioni nuove;

n = numero delle nuove azioni che possono essere sottoscritte disponendo di un numero di vecchie azioni pari a v .

Dato che il valore teorico del diritto di opzione è pari alla differenza tra il prezzo di mercato prima dell'aumento e il valore teorico optato dell'azione ($P_m - V_o$), si ha che, con metodo cosiddetto indiretto, $D_x = P_m - V_o$

Il valore teorico del diritto d'opzione può essere calcolato anche direttamente risolvendo:

$$D_x = \frac{n \times (P_m - P_e)}{v + n}$$

Esempio di aumento di capitale a pagamento

La società Delta aumenta il capitale sociale emettendo 2 azioni nuove ogni 5 vecchie possedute (del valore nominale di 5,00 euro) al prezzo di 8,00 euro (quindi con sovrapprezzo, pari a 3,00 euro). Posto che il prezzo di mercato delle azioni prima dell'aumento di capitale sia pari a 15,00 euro, il valore optato teorico delle azioni si calcola come segue:

$$V_o = \frac{(5 \times 15,00) + (2 \times 8,00)}{5 + 2} = 13,00 \text{ euro}$$

da cui $D_x = 15,00 - 13,00 = 2,00$ euro.

Attraverso il metodo diretto si ha che:

$$D_x = \frac{2 \times (15,00 - 8,00)}{5 + 2} = 2,00 \text{ euro}$$

2) Aumenti di capitale a titolo gratuito

Nel caso di aumenti di capitale a titolo gratuito, il diritto prende il nome di diritto di assegnazione gratuita che, qualora venga negoziato, ha un valore teorico e un valore effettivo di mercato. Le modalità di calcolo non differiscono rispetto a quanto esposto per gli aumenti di capitale a pagamento, salvo precisare che nelle formule non compare il termine P_e (prezzo di emissione) dal momento che, trattandosi di aumento di capitale a titolo gratuito, il P_e delle nuove azioni è pari a zero.

$$V_o = \frac{(v \times P_m)}{v + g}$$

dove:

P_m = Prezzo di mercato delle azioni prima dell'aumento di capitale

v = numero di vecchie azioni (possedute prima dell'aumento di capitale) necessario per sottoscrivere gratuitamente g azioni nuove gratuite;

g = numero delle nuove azioni gratuite che possono essere sottoscritte disponendo di numero di vecchie azioni pari a v .

Calcolato in modo indiretto, il valore teorico del diritto di assegnazione gratuita (D_a) è pari a: $D_a = P_m - V_o$

Calcolato in modo diretto, si ha che:

$$D_a = \frac{(g \times P_m)}{v + g}$$

Esempio di aumento di capitale a titolo gratuito

La società Gamma delibera di aumentare gratuitamente il capitale sociale assegnando 2 azioni nuove ogni 7 vecchie. Posto che il prezzo di mercato delle azioni prima dell'aumento di capitale sia pari a 34,20 euro, il valore optato teorico delle azioni si calcola come segue:

$$V_o = \frac{(7 \times 34,20)}{7 + 2} = 26,60 \text{ euro}$$

Il diritto di assegnazione gratuita calcolato in modo indiretto risulta pari a:

$$D_a = 34,20 - 26,60 = 7,60 \text{ euro.}$$

Il diritto di assegnazione gratuita calcolato in modo diretto risulta, analogamente, pari a:

$$D_a = \frac{(2 \times 34,20)}{7 + 2} = 7,60 \text{ euro}$$

3) Aumento di capitale in forma mista

L'aumento di capitale in forma mista è la combinazione della realizzazione di un aumento di capitale in parte a pagamento e in parte a titolo gratuito. Ciò comporta l'assegnazione proporzionale al socio di due diritti:

- un diritto di opzione per la sottoscrizione delle nuove azioni a pagamento;
- un diritto di assegnazione gratuita per la sottoscrizione delle nuove azioni emesse a titolo gratuito.

Il calcolo del valore teorico dell'azione optata e dei diritti risulta più complesso. Quanto all'azione optata, il suo valore si determina attraverso la formula:

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

dove:

P_m = Prezzo di mercato delle azioni prima dell'aumento di capitale.

P_e = Prezzo di emissione delle nuove azioni a pagamento

v = numero di vecchie azioni (possedute prima dell'aumento di capitale) necessarie per sottoscrivere n azioni nuove a pagamento e ricevere g azioni gratuite;

n = numero delle nuove azioni che possono essere sottoscritte a pagamento disponendo di un numero di vecchie azioni pari a v .

g = numero delle azioni gratuite che possono essere sottoscritte disponendo di numero di azioni vecchie pari a v .

Dalla differenza fra il prezzo di mercato prima dell'aumento di capitale (P_m) e il valore teorico optato dell'azione (V_o), si determina un valore, denominato diritto complessivo (D_c), pari alla somma del diritto di opzione per la parte a pagamento e del diritto di assegnazione per la parte gratuita: $D_c = P_m - V_o$

Per ricavare dal valore del diritto complessivo i valori teorici del diritto di opzione a pagamento (D_x) e del diritto di assegnazione gratuita (D_a) si applicano le formule riportate di seguito che presuppongono entrambe di aver prima ricavato il valore optato teorico (V_o).

Il diritto di opzione è pari a:

$$D_x = \frac{n \times (V_o - P_e)}{v}$$

Il diritto di assegnazione gratuita è pari a:

$$D_a = \frac{g \times V_o}{v}$$

Esempio di aumento di capitale misto

La società Omega delibera un aumento di capitale in forma mista emettendo una azione nuova ogni 2 vecchie possedute al prezzo di 4,00 euro e offrendo una azione nuova gratis ogni 4 azioni vecchie possedute. Posto che il prezzo di mercato delle azioni prima dell'aumento di capitale sia pari a 10,00 euro, il valore optato teorico delle azioni si calcola come segue:

$$V_o = \frac{(2 \times 10,00) + (1 \times 4,00)}{2 + 1 + 1} = 6,00 \text{ euro}$$

Il diritto complessivo (D_c), pari alla somma del diritto di opzione per la parte a pagamento e del diritto di assegnazione per la parte gratuita è così determinato:

$$D_c = 10,00 - 6,00 = 4,00 \text{ euro.}$$

Il diritto di opzione (D_x) si determina come segue:

$$D_x = \frac{1 \times (6,00 - 4,00)}{2} = 1,00 \text{ euro}$$

Il diritto di assegnazione gratuita (D_a) si determina come segue:

$$D_a = \frac{1 \times 6,00}{2} = 3,00 \text{ euro}$$

La somma dei due diritti, D_x e D_a , è quindi pari a:

$$D_c = 1,00 + 3,00 = 4,00 \text{ euro.}$$