

Economia e Tecnica dei Mercati Finanziari

Lezione 5

Aumenti di Capitale

Caso Saipem

Aumenti di capitale

Sono la “tipica” operazione che consente alle società quotate di raccogliere nuove risorse.

In società a capitale diffuso (*public companies*) ed ampia capitalizzazione (prevalenti nei mercati USA/UK) tipicamente si svolgono **a valori di mercato**.

In questi casi: (i) non c'è variazione dell'azionariato di riferimento (resta diffuso) e (ii) non c'è bisogno di tutela dalla diluizione per i soci già esistenti

Nel mercato italiano tipicamente si svolgono **a valori “a sconto”** rispetto al prezzo di mercato. Quindi comportano una diluizione economica in capo ai soci attuali, i quali tuttavia godono della protezione data dal diritto di opzione.

Diluizione

Due concetti intimamente legati:

- **In termini di diritti di voto:** nuove azioni se non sottoscritte dall'attuale socio riducono la sua partecipazione percentuale;
- **In termini economici:** se nuove azioni emesse a prezzo inferiore a valori di mercato, il socio attuale che non partecipa all'aumento vede ridotta la propria quota di patrimonio netto di competenza e di utili per azione prospettici

Al fine di tutelare i soci pre-esistenti dalla diluizione, molti ordinamenti, tra cui quello italiano, prevedono l'esistenza di un diritto di opzione (*pre-emptive right*) a favore dei soci esistenti.

TERP (*Theoretical Ex Right Price*)

$$TERP = \frac{(AE * PM) + (NA * PE)}{(AE + NA)}$$

Dove:

AE = Azioni Esistenti

PM = Prezzo di Mercato

CAP = Capitalizzazione ante aumento = AE*PM

NA = Nuove Azioni

PE = Prezzo di Emissione Nuove Azioni

AUCAP = Aumento di capitale = NA * PE

NA/AE = RE Rapporto di emissione

PM-PE = PD Prezzo Diritto di Opzione

Rappresenta il prezzo che in mercati efficienti e senza costi di transazione dovrebbe assumere l'azione post aumento di capitale

$$\lim_{NA \rightarrow \infty} TERP = PE$$

Esempio / 1

PM - Prezzo di mercato (€)				16,0		
Capitalizzazione (MLN/€)	$CAP = AE * PM$			192,0		
Ammontare Aumento di capitale (MLN/€)	$AUCAP = NA * PE$			96,0		
PE - Prezzo di emissione nuove azioni				10,0		
RE - Rapporto di emissione (NA/AE)	$RE = NA / AE$			0,8000		
Theoretical Ex Right Price	$TERP = ((AE * PM) + (NA * PE)) / (AE + NA)$			€ 13,33		
Sconto PE rispetto a TERP	$(PE - TERP) / TERP$			-25,00%		
Prezzo diritto di opzione (PM-TERP)	$(PM - TERP)$			€ 2,67		
K	$(TERP / PM)$			0,8333		
Azionariato	# Azioni	%	# Azioni	MLN/€	# Azioni	%
Socio A	6.240.000	52%	1.500.000	15,0	7.740.000	36%
Socio B	1.440.000	12%	1.200.000	12,0	2.640.000	12%
Socio C	840.000	7%	1.300.000	13,0	2.140.000	10%
Mercato	3.480.000	29%	2.500.000	25,0	5.980.000	28%
Consorzio di garanzia			3.100.000	31,0	3.100.000	14%
Totale	12.000.000	100%	9.600.000	96,0	21.600.000	100%
	AE		NA		AE+NA	

Esempio / 2

<u>Chi era socio ma non partecipa</u>						
Aveva	1.000	@	€ 16,00	=	€ 16.000,00	
Gli vengono assegnati diritti che vende	1.000	@	€ 2,67	=	€ 2.666,67	
Alla fine avrà	1.000	@	€ 13,33	=	€ 13.333,33	
	Cassa				€ 2.666,67	
					€ 16.000,00	
<u>Chi non era socio</u>						
Acquista diritti	1000	@	€ 2,67	=	-€ 2.666,67	
Coi quali sottoscrive azioni	800	@	€ 10,00	=	-€ 8.000,00	
Alla fine avrà	800	@	€ 13,33		-€ 10.666,67	

Diritto di opzione / 1

Rappresenta il valore della diluizione economica che il socio non partecipante all'aumento di capitale può liquidare sul mercato per mantenere la sua indifferenza in termini di ricchezza.

L'azione "stacca" il diritto di opzione in una determinata data ed è negoziato sul mercato per un determinato periodo di tempo. Il prezzo dell'azione prima dello stacco è detto "**prezzo cum**", il prezzo dell'azione dopo lo stacco è detto "**prezzo ex**"

Valore teorico del diritto = prezzo effettivo cum – prezzo teorico ex

Il valore teorico del diritto segue una logica di equivalenza finanziaria, mentre la quotazione effettiva del diritto è determinata dalla domanda e dall'offerta

Se, dopo lo stacco del diritto

PM (prezzo ex) > PE + PD*RE

allora conviene comprare i diritti sul mercato e sottoscrivere le nuove azioni: l'aumento dovrebbe avere successo

PM (prezzo ex) < PE + PD*RE

allora conviene comprare le azioni già esistenti: l'aumento non avrà successo

Il periodo di esercizio del diritto di opzione è minimo di 15 giorni. I diritti non esercitati, nelle società quotate su mercati regolamentati debbono essere offerti sul mercato per massimo cinque sedute.

Diritto di opzione / 2

Per calcolare il prezzo teorico ex diritto, secondo il **metodo teorico** si applica un coefficiente correttivo

$$K = \frac{\text{prezzo teorico ex}}{\text{prezzo effettivo cum}}$$

Vi possono essere **umenti di capitale complessi**, dove vengono “staccati” più diritti (es. Assegnazione di azioni con warrant).

In queste situazioni non sempre è possibile calcolare il valore del diritto con **con il metodo teorico** e, quindi, non è possibile determinare il K prima dell’inizio dello stacco

In questi casi si utilizza il **metodo della quotazione del diritto** :

$$K = \frac{\text{prezzo effettivo ex}}{\text{prezzo effettivo ex} + \text{quotazione effettiva diritto}}$$

Il coefficiente K, che viene calcolato dalla società di gestione del mercato serve anche a (i) garantire la serie storica delle quotazioni, (ii) rettificare i parametri degli strumenti derivati

2441 Cod.Civ

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 e contestualmente resa nota mediante un avviso pubblicato sul sito internet della società, con modalità atte a garantire la sicurezza del sito medesimo, l'autenticità dei documenti e la certezza della data di pubblicazione, o, in mancanza, mediante deposito presso la sede della società. Per l'esercizio del diritto di opzione deve essere concesso un termine non inferiore a quindici giorni dalla pubblicazione dell'offerta **(1)**.

Coloro che esercitano il diritto di opzione, purché ne facciano contestuale richiesta, hanno diritto di prelazione nell'acquisto delle azioni e delle obbligazioni convertibili in azioni che siano rimaste non optate. Se le azioni sono quotate in mercati regolamentati, i diritti di opzione non esercitati devono essere offerti nel mercato regolamentato dagli amministratori, per conto della società, per almeno cinque riunioni, entro il mese successivo alla scadenza del termine stabilito a norma del secondo comma, per almeno cinque sedute, salvo che i diritti di opzione siano già stati integralmente venduti **(2)**.

Il diritto di opzione non spetta per le azioni di nuova emissione che, secondo la deliberazione di aumento del capitale, devono essere liberate mediante conferimenti in natura. **Nelle società con azioni quotate in mercati regolamentati lo statuto può altresì escludere il diritto di opzione nei limiti del dieci per cento del capitale sociale preesistente, a condizione che il prezzo di emissione corrisponda al valore di mercato delle azioni e ciò sia confermato in apposita relazione da un revisore legale o dalla società incaricata della revisione legale.** Quando l'interesse della società lo esige, il diritto di opzione può essere escluso o limitato con la deliberazione di aumento di capitale.

2441 Cod.Civ

Le proposte di aumento di capitale sociale con esclusione o limitazione del diritto di opzione, ai sensi del primo periodo del quarto comma o del quinto comma del presente articolo, devono essere illustrate dagli amministratori con apposita relazione, dalla quale devono risultare le ragioni dell'esclusione o della limitazione, ovvero, qualora l'esclusione derivi da un conferimento in natura, le ragioni di questo e in ogni caso i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione. La relazione deve essere comunicata dagli amministratori al collegio sindacale o al consiglio di sorveglianza e al soggetto incaricato della revisione legale dei conti almeno trenta giorni prima di quello fissato per l'assemblea. Entro quindici giorni il collegio sindacale deve esprimere il proprio parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni. Il parere del collegio sindacale e, nell'ipotesi prevista dal quarto comma, la relazione giurata dell'esperto designato dal Tribunale ovvero la documentazione indicata dall'articolo 2343 ter , terzo comma, devono restare depositati nella sede della società durante i quindici giorni che precedono l'assemblea e finché questa non abbia deliberato; i soci possono prenderne visione **(3)**. La deliberazione determina il prezzo di emissione delle azioni in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre.

Non si considera escluso né limitato il diritto di opzione qualora la deliberazione di aumento di capitale preveda che le azioni di nuova emissione siano sottoscritte da banche, da enti o società finanziarie soggetti al controllo della Commissione nazionale per le società e la borsa ovvero da altri soggetti autorizzati all'esercizio dell'attività di collocamento di strumenti finanziari, con obbligo di offrirle agli azionisti della società, con operazioni di qualsiasi tipo, in conformità con i primi tre commi del presente articolo. Nel periodo di detenzione delle azioni offerte agli azionisti e comunque fino a quando non sia stato esercitato il diritto di opzione, i medesimi soggetti non possono esercitare il diritto di voto. Le spese dell'operazione sono a carico della società e la deliberazione di aumento del capitale deve indicarne l'ammontare.

Con deliberazione dell'assemblea presa con la maggioranza richiesta per le assemblee straordinarie può essere escluso il diritto di opzione per le azioni di nuova emissione, se queste sono offerte in sottoscrizione ai dipendenti della società o di società che la controllano o che sono da essa controllate **(4)**.

Casi di limitazione del diritto di opzione

Comma	Formula	Causale	Tutele
2441 c. 4 p. 1	"non spetta"	Conferimenti in natura	Perizia ex 2343 cod.civ. per i beni conferiti. Relazione amministratori che illustri le ragioni, parere società di revisione. Prezzo di emissione in base al valore dle patrimonio netto, tenendo conto di quotazioni degli iultimi sei mesi
2441 c. 4 p. 2	"lo statuto può escludere"	Nei limiti del 10% del capitale pre-esistente	Prezzo di emissione corrisponda a prezzo di mercato e ciò sia confermato da società di revisione
2441 c. 5	"può essere escluso o limitato con delibera"	Quando l'interesse della società lo esige	Relazione amministratori che illustri le ragioni, parere società di revisione. Prezzo di emissione in base al valore dle patrimonio netto, tenendo conto di quotazioni degli iultimi sei mesi
2441 c. 7	"può essere escluso"	se nuove azioni offerte in sottoscrizione ai dipendenti della società o di società che la controllano o che sono da essa controllate	

Consorzi di Garanzia

E' prassi che un aumento di capitale sia garantito da un consorzio di garanzia di più banche d'affari, che si impegnano, oltre ad attività promozionali presso gli investitori (*roadshow*), a **sottoscrivere in proprio le azioni inoptate.**

A fronte di tale impegno di *underwriting* le banche percepiscono una commissione di garanzia.

E' prevista la redazione di un Prospetto Informativo che viene approvato dalla Consob.

In genere gli accordi di garanzia prevedono una serie di clausole, le più importanti delle quali sono:

- Gli impegni delle banche sono disgiunti e non solidali;
- Il prezzo dell'aumento, indicato quale sconto sul TERP, è determinato d'intesa tra il consorzio e la società emittente
- La società effettua una serie di rappresentazioni e garanzie nei confronti del consorzio
- Il consorzio può recedere dalla garanzia in caso di MAC (*Material Adverse Change*)
- La società emittente si impegna ad un *lock-up* sull'emissione di altre azioni o strumenti finanziari per un dato periodo.
- Nel caso di accollo, le banche del consorzio si impegnano ad un *orderly market*, cioè a coordinare le proprie vendite in maniera da minimizzare l'impatto sul mercato

NOTA INFORMATIVA SUGLI STRUMENTI FINANZIARI

RELATIVA ALL'OFFERTA IN OPZIONE E AMMISSIONE A QUOTAZIONE SUL MERCATO
TELEMATICO AZIONARIO ORGANIZZATO E GESTITO DA BORSA ITALIANA S.P.A. DI
AZIONI ORDINARIE DI



Saipem S.p.A.

Via Martiri di Cefalonia, 67 - 20097 San Donato Milanese (MI)

Codice fiscale, partita IVA e numero di iscrizione presso il Registro

Imprese di Milano: n. 00825790157

Capitale sociale sottoscritto e versato Euro 441.410.900

suddiviso in n. 441.301.574 azioni ordinarie e n. 109.326 azioni di risparmio.

(Milioni di Euro)	2012	2013	2014	2015 (9m)
	Riesposto	Riesposto		
Ricavi	13.124	11.841	12.873	8.445
EBIT Adjusted	1.245	157	465	-436
<i>EBIT%</i>	9,5%	1,3%	3,6%	-5,2%
EBIT	1.245	157	55	-640
<i>EBIT%</i>	9,5%	1,3%	0,4%	-7,6%
Investimenti	1.015	902	694	407
Indebitamento Finanziario Netto	4.278	4.760	4.424	5.736

Source: Prospetto Informativo Aumento di Capitale Saipem

BUSINESS PLAN TARGETS

	2016	2017	Obiettivi di medio termine
Ricavi (€)	<ul style="list-style-type: none"> >11mld >65% dei ricavi già coperti da contratti in portafoglio 	<ul style="list-style-type: none"> >11 mld >40% dei ricavi già coperti da contratti in portafoglio 	<ul style="list-style-type: none"> >12 mld
EBIT (€) <i>EBIT Margin</i>	<ul style="list-style-type: none"> >600 mln -5.5% 	<ul style="list-style-type: none"> -700 mln -6.5% 	<ul style="list-style-type: none"> >900 mln al 2019 >7.5%
Investimenti (€)	<ul style="list-style-type: none"> <600 mln 	<ul style="list-style-type: none"> <600 mln 	<ul style="list-style-type: none"> Sfruttamento di eventuali opportunità sul mercato
Indebitamento finanziario netto (€)	<ul style="list-style-type: none"> <1.5 mld 	<ul style="list-style-type: none"> <1.0 mld 	<ul style="list-style-type: none"> Cash neutral nel 2019 Costante impegno per mantenere il rating di Investment Grade Attenzione alla remunerazione degli azionisti

Source: Prospetto Informativo Aumento di Capitale Saipem



CALENDARIO INDICATIVO DELL'OFFERTA

Inizio del Periodo di Offerta	25 gennaio 2016
Ultimo giorno di negoziazione dei Diritti di Opzione	5 febbraio 2016
Termine del Periodo di Offerta e termine ultimo di sottoscrizione delle Azioni	11 febbraio 2016
Comunicazione dei risultati dell'Offerta	Entro 5 giorni dal termine del Periodo di Offerta

Diluizione

Le Azioni sono offerte in opzione a tutti gli azionisti di Saipem e, pertanto, non vi sono effetti diluitivi derivanti dall'Aumento di Capitale in termini di quota percentuale di partecipazione sul capitale sociale nei confronti degli azionisti dell'Emittente che decideranno di sottoscrivere l'Offerta per la parte di loro pertinenza.

Gli azionisti che decidessero di non sottoscrivere la quota loro spettante, nel caso di mancato integrale esercizio dei Diritti di Opzione loro spettanti e di integrale sottoscrizione dell'Aumento di Capitale in Opzione, subirebbero una riduzione massima della loro partecipazione, in termini percentuali sul capitale, pari al 96%.

Proventi netti totali e stima delle spese totali legate all’Offerta

I proventi netti per cassa derivanti dall’Aumento di Capitale, in caso di integrale sottoscrizione dello stesso, sono stimati in circa Euro 3.450.000.000. L’ammontare complessivo delle spese, inclusivo delle commissioni del consorzio di garanzia, è stimato in circa Euro 50.000.000.

A tal riguardo si segnala che ai sensi dell’accordo di garanzia connesso all’Aumento di Capitale sottoscritto in data 21 gennaio 2016 tra Saipem e i Garanti, è previsto che in caso di ritiro o di abbassamento del *preliminary rating* e/o del *provisional rating*, oppure di annuncio di avvio di una procedura di revisione di tali *rating* con possibili implicazioni negative al di sotto del livello di “*investment grade*”, le suddette banche e Saipem negozieranno in buona fede esclusivamente una revisione delle commissioni di garanzia per adeguarle al mutato profilo di rischio dell’Aumento di Capitale, fermo restando il rispettivo impegno di garanzia ivi assunto.

PM - Prezzo di mercato	€ 5,26							
Capitalizzazione (MLN/€)	2.321,2							
Ammontare Aumento di capitale (MLN/€)					3.500			
PE - Prezzo di emissione nuove azioni					€ 0,362			
RE - Rapporto di emissione (NA/AE)					22			
TERP - $((AE*PM)+(NA*PE))/(AE+NA)$					€ 0,58			
Sconto PE rispetto a TERP					-37,13%			
Prezzo diritto di opzione					€ 4,68			
k = Prezzo ex teorico / prezzo cum effettivo					0,1			
Azionariato	MLN Azioni	%	MLN Azioni	MLN Azioni	MLN/€	MLN Azioni	%	
ENI	178,4	40%	(55,2)	2.711	981,5	2.890	29%	
Dodge & Cox	53,9	12%		596	215,6	650	6%	
People Bank of China	9,0	2%		198	71,5	207	2%	
Mercato	200,0	45%		3.771	1.365,0	3.971	39%	
FSI			55,2	1.214	439,4	1.214	12%	
Consorzio di garanzia				1.179	426,9	1.179	12%	
Totale	441,3	100%	0	9.668	3.499,9	10.110	100%	
	AE			NA		AE+NA		
Azioni di Risparmio	0,1					0,1		

Source: Prospetto Informativo Aumento di Capitale Saipem





Saipem: fissate le condizioni dell'aumento di capitale dell'ammontare massimo di €3,5 miliardi

- Prezzo di emissione nuove azioni €0,362; 37% di sconto rispetto al Theoretical Ex-Rights Price¹
- Cooptazione di un nuovo membro del Consiglio di Amministrazione

San Donato Milanese, 21 gennaio 2016 - Saipem S.p.A. (“Saipem” ovvero la “Società”), comunica che in data odierna il Consiglio di Amministrazione ha fissato le condizioni definitive dell'aumento del capitale sociale a pagamento, per massimi Euro 3.500 milioni, deliberato dall'Assemblea dei Soci in data 2 dicembre 2015, mediante emissione di azioni ordinarie da offrirsi in opzione agli azionisti ordinari e di risparmio ai sensi dell'art. 2441, comma 1, del Codice Civile (l'“Aumento di Capitale”).

In particolare, l'Aumento di Capitale avrà luogo mediante emissione di massime n. 9.668.363.496 nuove azioni ordinarie prive dell'indicazione del valore nominale, aventi le stesse caratteristiche delle azioni ordinarie Saipem in circolazione alla data di emissione delle azioni e godimento regolare, da offrire in opzione agli aventi diritto di Saipem nel rapporto di assegnazione di n. 22 nuove azioni ogni n. 1 azione ordinaria e/o di risparmio Saipem detenuta, ad un prezzo di emissione pari a Euro 0,362 per azione, per un controvalore complessivo pari a Euro 3.499.947.586 (quanto a Euro 1.749.973.793 a capitale e quanto a Euro 1.749.973.793 a titolo di sovrapprezzo).

Il prezzo di sottoscrizione è stato determinato sulla base di quanto deliberato dall'Assemblea Straordinaria dei Soci e applicando uno sconto del 37% sul TERP delle azioni ordinarie Saipem calcolato sulla base del prezzo ufficiale di chiusura di Borsa del 21 gennaio 2016, pari a Euro 5,26.

Saipem: risultati definitivi dell'aumento di capitale

San Donato Milanese (Milano), 19 febbraio 2016 - Saipem S.p.A. (“Saipem” ovvero la “Società”), comunica che si è conclusa l’offerta in opzione delle massime n. 9.668.363.496 azioni ordinarie Saipem di nuova emissione (le “Azioni”).

Durante il periodo di offerta in opzione, iniziato il 25 gennaio 2016 e conclusosi l’11 febbraio 2016, estremi inclusi (il “Periodo di Offerta”), sono stati esercitati n. 385.871.894 diritti di opzione per la sottoscrizione di n. 8.489.181.668 Azioni, pari all’87,8% del totale delle Azioni offerte, per un controvalore complessivo pari a circa Euro 3,073 miliardi.

Ai sensi dell’art. 2441, terzo comma, del codice civile, Saipem ha offerto in Borsa (l’“Offerta in Borsa”) n. 53.599.174 diritti di opzione non esercitati nel Periodo di Offerta (i “Diritti Inoptati”); i Diritti Inoptati sono risultati interamente venduti nel corso della seconda seduta dell’Offerta in Borsa.

All’esito dell’Offerta in Borsa, tenuto conto delle azioni già sottoscritte ad esito del Periodo di Offerta, risultano complessivamente sottoscritte n. 8.489.181.690 Azioni ordinarie pari al 87,8% delle Azioni ordinarie di nuova emissione, per un controvalore complessivo pari a circa Euro 3,073 miliardi.

Ai sensi del contratto di garanzia sottoscritto in data 21 gennaio 2016, Goldman Sachs International, J.P. Morgan, in qualità di *Joint Global Coordinator* e *Joint Bookrunner*, Banca IMI, Citigroup, Deutsche Bank AG, London Branch, Mediobanca, UniCredit, in qualità di *Joint Bookrunner* e HSBC Bank plc, BNP Paribas, ABN AMRO Bank N.V. e DNB Markets in qualità di *Co-Lead Managers* (insieme, i “Garanti”) sottoscriveranno le rimanenti n. 1.179.181.806 Azioni, per un controvalore complessivo pari a circa Euro 427 milioni.

A seguito di tale sottoscrizione da parte dei Garanti, l’aumento di capitale risulterà sottoscritto per un controvalore complessivo pari a Euro 3.499.947.586 (di cui Euro 1.749.973.793 a titolo di capitale e Euro 1.749.973.793 a titolo di sovrapprezzo).

