INITIAL PUBLIC OFFERS (IPOs) E INCENTIVI ALLA SOTTOSCRIZIONE: IL CASO DELLE *REMEDY SHARES*

Marco Maria Fumagalli[*]

1. Premessa

Il 2003 è stato un anno particolarmente difficile per il mercato azionario primario in Italia. Si sono svolte solamente quattro operazioni di *Initial Public Offer* ("IPO"), il cui controvalore è stato di 550 MLN/€.

L'andamento delle quattro offerte peraltro non è stato particolarmente brillante: per quanto riguarda il quantitativo offerto, due hanno dovuto ridurre la dimensione prevista, mentre in relazione al prezzo, tutte si sono posizionate nella parte bassa della "forchetta"[1].

In questo contesto è tornato d'attualità tra gli operatori il tema di possibili incentivi che consentano di facilitare il collocamento mirando a modificare (sostanzialmente a ridurre) il profilo di rischio dei sottoscrittori.

Oggetto del presente contributo è il particolare meccanismo (definito di seguito il "meccanismo di protezione") rivolto agli investitori in occasione della quotazione sul Mercato Telematico Azionario della Borsa Italiana della Trevisan S.p.A. Esso presenta aspetti di novità per il mercato domestico che sono stati oggetto di interesse da parte degli esperti del settore.

2. Descrizione del meccanismo

2.1. Aspetti generali

L'operazione di cui trattasi ha riguardato il collocamento e la quotazione di una piccola società che ha mostrato negli ultimi anni una crescita considerevole della propria attività, anche a seguito dell'ingresso di alcuni fondi chiusi nella compagine azionaria.

Date le dimensioni limitate (fatturato pro-forma dell'ultimo esercizio ante quotazione di circa 37 milioni di Euro), una delle preoccupazioni del Global Coordinator dell'operazione è stata di lanciare al mercato un segnale positivo circa la sostenibilità della crescita e del livello di

redditività raggiunto. A tal fine, con la disponibilità dei soci è stato ideato il meccanismo di protezione.

Esso prevede una forma di ristoro a favore degli investitori (i "nuovi soci") che detengono le azioni della società emesse o vendute in sede di collocamento qualora, al termine di un determinato intervallo temporale (il "periodo di riferimento"), la società stessa non abbia raggiunto un prefissato obiettivo gestionale (l' "obiettivo minimo").

La modalità tecnica del ristoro consiste nell'assegnazione di azioni gratuite di nuova emissione (*remedy shares*) ai soli portatori dei titoli oggetto del collocamento, con esclusione dei soci pre-quotazione (i "soci originari"). In tal modo se gli obiettivi gestionali non vengono raggiunti, vi è un trasferimento di ricchezza tra i soci originari ed i nuovi soci.

Le azioni gratuite derivano da un aumento del capitale ad esecuzione condizionata e posticipata nel tempo, deliberato all'unanimità dai soci originari nel corso di una assemblea straordinaria appositamente convocata prima dell' IPO e con espressa preventiva rinuncia, da parte degli stessi, al proprio diritto di assegnazione proporzionale ex art. 2442 cod. civ.

L'importo dell'aumento è stato determinato tenendo conto della struttura dell'offerta globale, in modo da garantire in caso di esecuzione, l'assegnazione di una nuova azione gratuita ogni dieci azioni collocate sul mercato.

La natura del meccanismo è ispirata alle clausole di *earn-out*, tipiche delle operazioni di *merger and acquisition* ed in particolare di quelle di *private equity*.

Nulla ha invece a che vedere con il meccanismo delle *bonus shares*, ben noto nel nostro Paese in quanto adottato in alcune operazioni di privatizzazione. Le *bonus shares* infatti sono tipicamente azioni già esistenti, di proprietà del venditore proponente l'offerta, che vengono assegnate sotto la condizione che i sottoscrittori in sede di IPO detengano in maniera continuativa i titoli acquistati per un determinato periodo di tempo. Nessuna rilevanza nella loro assegnazione ha la performance operativa della società alla quale si riferiscono.

Tornando alle novità del meccanismo di protezione con *remedy shares* se ne evidenziano due principali: la prima concerne la forma di garanzia che è legata alle performance aziendali e non alle performance del titolo, la seconda riguarda la modalità per la corresponsione dell'"indennizzo" che:

a) è graduabile in funzione dei risultati,
b) non comporta movimenti di cassa,
c) non depaupera la società quotata,
d) è fiscalmente neutra per tutti i soggetti coinvolti.

La scelta di legare l'indennizzo a parametri gestionali contiene un importante messaggio al mercato: gli azionisti che portano in quotazione la società "garantiscono" la qualità della stessa,

rispondendo quindi della bontà della sua gestione e del suo posizionamento competitivo, della qualità delle sue strutture organizzative e manageriali. Essi non rispondono invece dell'andamento delle quotazioni, influenzate da componenti congiunturali, estranee all'andamento aziendale e fuori dal loro controllo.

Il modello si potrebbe rivelare particolarmente utile per società che presentano situazioni suscettibili di sviluppi positivi in tempi rapidi, ma non intendono dilazionare il loro ingresso sul mercato: il meccanismo di protezione assicura un ristoro ai nuovi soci nel caso tali obiettivi vengano meno. A titolo di esempio, si pensi alla registrazione di farmaci nel caso di aziende biotecnologiche o alla vincita di concessioni o commesse nel caso di imprese di servizi.

Si deve tuttavia trattare di condizioni il cui avverarsi sia successivo alla quotazione, ma i cui presupposti si manifestino anteriormente: non è verosimile che i soci originari approntino il meccanismo di protezione con riguardo anche a futuri sviluppi (nuove acquisizioni, nuovi progetti) dei quali non abbiano una seppur minima visibilità. Ne deriva che il periodo di riferimento entro cui deve manifestarsi il fenomeno o il risultato non può che essere relativamente breve. Nel caso in discussione la società, quotata all'inizio di novembre 2003, ha identificato il periodo annuale decorrente da giugno 2003 a giugno 2004 per la verifica del raggiungimento dell'obiettivo minimo.

Infine occorre notare che alle remedy shares non è stata attribuita direttamente una funzione di fidelizzazione del sottoscrittore, in quanto il diritto all'assegnazione delle azioni gratuite in caso di attivazione del meccanismo spetta a tutti i portatori di titoli che risultano in circolazione a seguito del collocamento, indipendentemente dal momento in cui ne siano entrati in possesso.

Già in passato le banche di investimento responsabili dei collocamenti hanno adottato meccanismi di vario tipo a fini di incentivazione, in particolare, per quanto concerne la domanda retail. L'investitore individuale è generalmente più sensibile a innovazioni o peculiarità nel contesto dell'offerta, mentre l'investitore istituzionale, per sua natura, è portato a valutare i titoli su basi comparative con azioni già quotate ed è quindi relativamente indifferente a meccanismi di incentivazione.

Da un punto di vista classificatorio le peculiarità del meccanismo in discussione possono essere identificate avendo a riguardo l'evento trigger delle diverse alternative fin qui osservate sul mercato e la modalità tecnica di corresponsione del "beneficio". La tavola seguente fornisce una comparazione di prima approssimazione rispetto a tali elementi.

MECCANISMO	TRIGGER	MODALITA'
Bonus Share	Detenzione ininterrotta per un dato periodo di un determinato quantitativo di azioni	Corresponsione gratuita di un determinato quantitativo di azioni (già esistenti) da parte del/i venditori in sede di IPO
Payback Provision[2]	Mancata performance di quotazione (prezzo sul mercato) o di *total return* (quotazione e dividendi) delle azioni collocate rispetto ad un valore assoluto o ad un *benchmark*	Restituzione di una parte del prezzo da parte del/i venditori in forma cash o in azioni già esistenti
Put Option[3]	Nessuno o vari	Facoltà dei sottoscrittori di rivendere le azioni al/i venditori
Remedy Share	Performance operative della società	Corresponsione gratuita di un determinato quantitativo di azioni (di nuova emissione) ai soli soci sottoscrittori dell'IPO

Si osservi che tutte le tre prime ipotesi prevedono transazioni tra più soggetti ed in particolare l'intervento di garanti (nel caso delle *bonus share* infatti queste debbono essere poste in *escrow* prima del collocamento, e nel caso della *pay back provision* o della *put option*, il controvalore dell'impegno deve essere garantito anticipatamente). Al contrario, il meccanismo di protezione basato sulla *remedy share* è un sistema sostanzialmente endosocietario e come tale prescinde da qualsiasi garanzia di terzi.

2.2. Le condizioni sospensive dell'aumento di capitale gratuito

L'aumento di capitale gratuito finalizzato al meccanismo di protezione è soggetto ad una duplice condizione sospensiva:

a. la prima riguarda le performance operative della società, intese come il raggiungimento di un determinato risultato reddituale nel periodo di osservazione stabilito;
b. la seconda postula l'assenza, nel periodo di validità del meccanismo, di una offerta pubblica di acquisto ("OPA") avente ad oggetto le azioni della società.

Con riguardo alle performance operative di cui sub a., i soci proponenti il meccanismo di protezione possono scegliere quale obiettivo minimo una qualsiasi grandezza, di tipo contabile o extracontabile, purché chiaramente individuata e misurabile. Nel caso specifico essi hanno ritenuto di individuare tale grandezza nel margine operativo lordo (o, secondo la terminologia anglosassone, EBITDA, *earning before interest taxes depreciation & amortization*) del conto economico consolidato della società.

L'EBITDA è una misura reddituale scarsamente influenzabile da fattori estranei all'andamento della gestione operativa, in quanto non comprende poste (es. gli ammortamenti)

la cui misura è in qualche modo frutto di determinazioni anche discrezionali degli amministratori. E' chiaro tuttavia che, per dare certezza al meccanismo, la definizione della grandezza debba assumere un grado di certezza molto alto: a tal fine i soci proponenti il meccanismo hanno definito l'EBITDA sulla base degli schemi di conto economico del codice civile[4].

Restano tuttavia aperte due ulteriori questioni:

- Innanzitutto si tratta di valutare se l'obiettivo debba essere raggiunto a parità di area di consolidamento o meno. E' evidente che il non includere nel calcolo i contributi di eventuali acquisizioni effettuate dopo la quotazione, ma durante il periodo di validità del meccanismo, protegge i potenziali beneficiari da comportamenti opportunistici (acquisizione a prezzi eccessivi di un complesso aziendale il cui consolidamento porti un risultato in termini di EBITDA tale da garantire il raggiungimento dell'obiettivo). D'altro canto, potendo ricorrere nell'eventualità di acquisizioni l'obbligo di consolidamento ex lege, qualora si volessero escludere le nuove entità si dovrebbe prevedere la redazione di conti economici pro-forma per la verifica della condizione, con tutte le difficoltà operative, i costi (nomina di un *calculation agent)* e la discrezionalità di risultati conseguente[5];
- In secondo luogo si individua un delicato problema di potenziale conflitto di interessi in capo al soggetto (nel caso di specie il Consiglio di Amministrazione) che approverà i dati alla base della verifica del raggiungimento dell'obiettivo. Poiché tale organo è in maggioranza espressione degli azionisti originari, a tutela dei beneficiari del meccanismo stesso si è previsto che le situazioni contabili utilizzate debbano essere approvate da tutti i consiglieri indipendenti e debbano essere oggetto di revisione completa da parte della società di revisione. A questo proposito è stato anche previsto che, qualora i revisori dovessero esprimere riserve, di queste, se di ammontare quantificabile, si terrà conto ai fini del calcolo dei risultati.

La seconda condizione sospensiva all'aumento di capitale gratuito (di cui al sopracitato punto b.) è maggiormente complessa e delicata. Innanzitutto, va chiarita la *ratio* per cui il meccanismo di protezione deve decadere nel caso di una OPA. Il ragionamento sottostante è che, tendenzialmente, in caso di OPA, l'investitore è già successivamente soddisfatto nelle proprie aspettative di profitto dal prezzo della stessa.

In realtà la motivazione non è del tutto convincente: ovvero lo sarebbe se la decadenza venisse prevista esclusivamente nel caso in cui l'OPA fosse totalitaria e ad un corrispettivo superiore (eventualmente, di un certo importo) al prezzo di collocamento della società.

Di fatto, con l'istituzione del meccanismo di protezione, la società si trova ad avere in circolazione azioni che, per il periodo di durata dello stesso, incorporano diversi diritti[6]. Le azioni che vengono negoziate sul mercato sono esclusivamente quelle che godono del meccanismo, mentre quelle dei soci originari che hanno rinunziato all'eventuale assegnazione proporzionale non sono fungibili ai fini degli scambi. Una confusione tra le due "tipologie" di azioni non sarebbe accettabile e quindi a tal fine i soci originari hanno sottoscritto un apposito contratto di *lock-up* con il Global Coordinator, vincolando le azioni prive del diritto alla *remedy share* fino alla scadenza del periodo di durata del meccanismo di protezione. Si tratta di un contratto di *lock-up* i cui impegni hanno natura diversa da quelli classicamente assunti dai soci di una società quotanda nei confronti del Global Coordinator e la cui funzione è diversa[7].

Tuttavia, nel caso in cui venisse lanciata un'OPA da parte di un soggetto terzo interessato ad acquisire il controllo della società, il Global Coordinator non potrebbe irragionevolmente negare la liberazione dai vincoli di *lock-up* per i soci originari che volessero aderirvi. Ed ecco che allora il promotore dell'OPA acquisirebbe azioni con diritto alla *remedy share* (apportate dal mercato) e azioni senza tale diritto (apportate dai soci originari), provocando la temuta "confusione". In buona sostanza quindi la decadenza del meccanismo in caso di OPA serve anche ad evitare tale fenomeno, pur tuttavia lasciando aperto il teorico rischio di un'offerta opportunistica: lanciata a prezzo inadeguato, senza (o con rinuncia alla) condizione del raggiungimento di una soglia importante del capitale per la sua validità, a cui solo un'irrilevante parte di capitale sia apportata, ma che consenta la decadenza del meccanismo.

Alla luce di quanto sopra descritto, la soluzione di affidare la separazione tra azioni che godono del meccanismo di protezione e azioni che non ne godono (ovvero hanno rinunciato all'assegnazione proporzionale dell'aumento gratuito) solo al *lock-up* assunto dagli azionisti originari appare teoricamente inefficiente.

Si tratta di garantire una separazione non tanto endosocietaria (essendo la rinuncia fatta dai soci originari, le azioni relative, ancorché in regime di dematerializzazione, sono "individuabili"), ma nei confronti dell'esterno; ovvero si tratta di garantire la trasferibilità di tali azioni, pur nel permanere della loro differenziazione di diritti. A tal uopo la migliore soluzione sarebbe stata quella di richiedere ed ottenere due diversi codici ISIN da parte della *numbering agency*[8]. Poiché tutte le procedure di *settlement* dei mercati implicano l'identificazione univoca del codice ISIN del relativo strumento finanziario, anche in caso di "confusione" tra le due "tipologie" di azioni, nessun pregiudizio al mercato sarebbe potuto occorrere[9].

Con tale soluzione anche le azioni che non godono del meccanismo di protezione sarebbero divenute negoziabili durante il periodo di riferimento.

2.3. La riserva vincolata a favore dell'aumento gratuito

La delibera di aumento gratuito prevede la destinazione di riserve disponibili a copertura del valore nominale delle azioni da emettere in caso di attivazione del meccanismo. Tali riserve devono quindi sussistere anteriormente alla delibera stessa: non è ipotizzabile vincolare riserve che si formeranno solo successivamente con i proventi dell'IPO.

La riserva dovrebbe ritenersi indisponibile. I soci originari nel caso di specie hanno assunto all'unanimità l'impegno a non deliberarne in nessun caso la distribuzione.

Più complesso il problema del suo utilizzo nel caso di perdite verificatesi nel periodo di validità del meccanismo. Al riguardo il Prospetto Informativo prevede che

"qualora la Società dovesse registrare, nel Periodo, perdite del proprio patrimonio netto tali da comportare la perdita, totale od anche solo parziale, della Riserva per l'Aumento Gratuito, il Meccanismo di Protezione non potrebbe diventare operante e verrà pertanto definitivamente meno. Al riguardo, l'assemblea della Società del 5 agosto 2003 ha espressamente deliberato in via preventiva nel senso che, in caso di perdite, queste ridurranno la Riserva per l'Aumento Gratuito solo dopo la riduzione tutte le altre riserve dotate del medesimo grado di disponibilità".

Quanto sopra merita alcune considerazioni:

- L'ipotesi dell'erosione della riserva è remota in quanto il fondo sovrapprezzo azioni del patrimonio netto della società si incrementa notevolmente in seguito all'Offerta di Sottoscrizione;
- La riserva potrebbe essere erosa ancorché il risultato operativo (EBITDA) sia positivo in misura sufficiente al raggiungimento dell'obiettivo. Il caso si potrebbe verificare qualora le perdite siano generate da oneri straordinari, la cui classificazione in bilancio è al di sotto della differenza tra valore e costi della produzione;
- La scelta di non dare luogo alla assegnazione gratuita di azioni anche nel caso di erosione parziale della riserva a ciò dedicata non è immediatamente comprensibile. E' chiaro infatti che sarebbe stato possibile modificare di conseguenza il rapporto di assegnazione (R nella notazione del paragrafo 2.4).

2.4. Il valore del meccanismo

E' di interesse stimare quantitativamente il valore del meccanismo di protezione con *remedy shares*.

Siano:

A = il totale delle azioni della società prima dell'IPO

Av = il numero di azioni in vendita in occasione dell'IPO

An = il numero di azioni di nuova sottoscrizione al servizio dell'IPO

Ag = il totale delle azioni in vendita a servizio dell'opzione di sovra-allocazione (c.d. *green shoe*)[10]

R = il rapporto di assegnazione dell'aumento gratuito per il meccanismo di protezione

w = il prezzo di collocamento delle azioni

w' = il valore di mercato delle azioni prima dell'eventuale emissione delle *remedy shares*

Le azioni costituenti il capitale sociale post quotazione, ma prima dell'eventuale attivazione del meccanismo saranno:

$$A' = A + An \qquad [1]$$

Le azioni potenzialmente da assegnare (*remedy shares*) per il meccanismo di protezione, e quindi l'ammontare massimo per cui dovrà essere deliberato l'aumento di capitale sociale, saranno:

$$Ar = R * (An + Av + Ag) \qquad [2]$$

Le azioni di proprietà dei soci originari post offerta[11], in caso di integrale sottoscrizione della stessa, saranno:

$$AS' = (A - Av - Ag) \qquad [3]$$

Quindi la percentuale di partecipazione al capitale sociale dei soci originari post offerta sarà:

$$PS' = AS' / A' = (A - Av - Ag) / A + An \qquad [4]$$

Nel caso in cui vengano emesse le *remedy shares*, le azioni in circolazione diverranno:

$$A'' = A' + Ar = A + An + R * (An + Av + Ag) \qquad [5]$$

E la percentuale di partecipazione al capitale dei soci originari:

$$PS'' = AS' / A'' = (A - Av - Ag) / (A + An + R * (An + Av + Ag)) \qquad [6]$$

La diluizione che i soci originari soffrono in caso di emissione delle *remedy shares* , espressa in percentuale del capitale sociale, è dunque:

$$D = (PS'' - PS') \qquad [7]$$

Nell'ipotesi di emissione delle *remedy shares*, il beneficio economico goduto dai portatori delle azioni oggetto di collocamento sarà funzione del valore dell'azione della società al momento dell'emissione stessa.

Pertanto, *ex ante*, non è possibile[12] esprimere tale beneficio in termini assoluti (monetari). Tuttavia, tale beneficio è semplicemente esprimibile in termini percentuali sul valore dell'investimento al momento di attivazione del meccanismo.

Infatti, ipotizzando ininfluente sul valore della società il verificarsi dell'emissione delle *remedy shares*[13] il valore di ciascuna azione post emissione delle *remedy shares* sarà uguale a:

$$w'' = w' * A' / A'' \qquad [8]$$

E quindi il beneficio in termini percentuali per ciascun azionista (tralasciando ogni problema di quantità frazionarie) che si veda assegnare le *remedy shares*:

$$B = (((1+R)* w'') - w') / w' = ((1+R)* w'') / w') -1 \qquad [9]$$

Ma, con alcuni semplici passaggi la [9] è esprimibile come:

$$B= ((1+R) * A' / A'') - 1 \qquad [10]$$

B è quindi funzione diretta di R (il che è intuitivo), ma è altresì funzione della struttura del capitale sociale: più è basso il numero delle azioni in circolazione che ha diritto alla *remedy shares* rispetto al totale (ovvero quelle collocate in sede di IPO) più è alto il beneficio che, all'eventuale scattare del meccanismo, i portatori godono.

E' evidente che B tende a R solo quando A'' tende ad A', ovvero quando il numero delle azioni che hanno diritto alle *remedy shares* è irrisorio rispetto al totale del capitale. In generale invece B è minore di R, ovvero il beneficio goduto non è, come nel caso delle tradizionali *bonus shares* pari al rapporto di assegnazione delle stesse. Da tale punto di vista il meccanismo descritto contiene un elemento di "suggestione" per il pubblico che dovrebbe essere adeguatamente chiarito in sede di Prospetto Informativo[14].

Quanto sopra illustrato rileva anche nell'ipotesi che nel periodo di vigenza del meccanismo, la società debba procedere ad un aumento di capitale. Nulla tecnicamente impedisce tale ipotesi[15], ed è evidente che, non godendo le azioni di nuova emissione del meccanismo, esse contribuiscono ad aumentare il valore di B.

2.5. Gli effetti sugli azionisti originari in caso di attivazione del meccanismo di protezione

Particolare attenzione merita poi la posizione dei soci originari nel caso di attivazione del meccanismo di protezione. Da quanto fin qui descritto appare infatti chiaro che la penalizzazione di tali soci è proporzionale al numero di azioni prive del diritto alla *remedy share* da ciascuno detenuto. In altre parole, e prescindendo dalla ipotesi di loro acquisti o vendite sul mercato nel periodo di validità del meccanismo, è proporzionale alla loro partecipazione al capitale post IPO.

Tuttavia accade spesso che in una operazione di IPO vi sia una quota di titoli offerti in vendita e che gli azionisti venditori possano non essere tutti gli azionisti originari o possano non cedere azioni in maniera proporzionale alle quote da ciascuno originariamente detenute (e tale situazione si è verificata anche nel caso in discussione).

Orbene, se ipotizziamo due soci originari che detengano la medesima percentuale del capitale ante IPO, ma di cui uno venda una parte della stessa nell'offerta, mentre l'altro no, è evidente che in caso di attivazione del meccanismo di garanzia questi sarà penalizzato in misura

proporzionalmente superiore. Tale effetto è indesiderabile: il presupposto della "solidarietà" (non in senso giuridico, s'intende) tra soci originari per l'impegno preso verso i nuovi soci è che ciascuno di essi assuma un rischio pari alla propria percentuale di partecipazione ante IPO.

E' quindi opportuno che i soci originari predispongano un ulteriore meccanismo, efficace tra di loro[16], (che si potrebbe definire un "meccanismo di compensazione") volto a far si che quelli che tra loro non hanno venduto azioni in IPO, o ne hanno vendute in misura meno che proporzionale agli altri, siano ristorati della maggior diluizione che subiscono nel caso di emissione delle *remedy shares*.

Una possibile strutturazione di meccanismo di compensazione è quella in cui i soci originari venditori "in eccesso" si impegnino a trasferire agli altri gratuitamente un determinato numero di azioni della società, nel caso in cui scatti il meccanismo di protezione.

Per ciascun Socio Originario, il numero di azioni che deve essere trasferito/ricevuto a/dagli altri Soci Originari è ottenuto come rapporto tra:

a) la differenza (positiva o negativa) tra la ricchezza (intesa come prodotto tra azioni possedute e prezzo di mercato) effettivamente trasferita a terzi a seguito dell'aumento di capitale del meccanismo di protezione rispetto a quella "teorica"; dove
   - la differenza di ricchezza effettivamente trasferita a terzi è pari alla differenza tra la ricchezza post e quella pre-aucap del singolo Socio Originario e
   - la ricchezza "teorica" da trasferire a terzi è quella che il Socio Originario avrebbe trasferito se la diluizione causata dall'aumento di capitale avesse rispecchiato la quota detenuta dai Soci Originari pre-IPO

b) il prezzo delle azioni sul mercato dopo l'aumento di capitale.

E' possibile dimostrare (ed è anche intuitivo) che tale rapporto non dipende dal valore della azione al momento in cui ha luogo l'emissione delle remedy shares (w').

Quindi, in termini analitici, utilizzando la medesima notazione già introdotta, si può indicare il numero di azioni da trasferire gratuitamente tra due Soci originari a seguito dell'emissione delle Remedy Shares:

$$At[i]'' = (Ar * (A'[i] - P[i] * AS')) / A' \qquad [11]$$

La stipula di un Meccanismo di Compensazione nel caso dell'esistenza di un meccanismo di protezione basato sulle *remedy shares* sembra necessaria per la *fairness* dell'intero impianto nei confronti dei vari soci.

Osservando la [11] è d'altronde evidente che non vi è bisogno di compensazione (ovvero At[i]''= 0) nel caso in cui:

$$A'[i] = P[i]* AS' \qquad [12]$$

Ovvero qualora ciascun socio originario mantenga la medesima percentuale pre-IPO rispetto al totale delle azioni detenute dai Soci Originari post-IPO. Ciò può verificarsi in due sole situazioni: (i) o nel caso in cui nessuno dei Soci Originari venda (ovvero l'offerta sia una semplice Offerta di Sottoscrizione) o (ii) nel caso in cui ciascuno venda in proporzione alla propria partecipazione pre-IPO.

In Appendice al presente lavoro è riportato un esempio numerico di meccanismo di protezione e di meccanismo di compensazione con indicazione dei valori secondo la notazione qui utilizzata.

3. I profili di mercato ed informativi

Come evidenziato nel Prospetto Informativo dell'operazione in discussione, l'obiettivo reddituale che rappresenta il *trigger* per l'emissione delle *remedy shares "non costituisce in alcun modo una previsione dell'andamento economico e finanziario futuro della Società e del Gruppo. Esso rappresenta esclusivamente un obiettivo astratto e potenzialmente raggiungibile, identificato dagli azionisti proponenti il Meccanismo di Protezione"*.

La disciplina italiana concernente i Prospetti Informativi[17] prevede che sia facoltà, ma non obbligo, dell'emittente fornire "dati di stima relativi all'ultimo esercizio chiuso per il quale non sia stato pubblicato il bilancio", ovvero "dati previsionali" concernenti l'andamento dell'esercizio in corso e di quelli futuri, che in ogni caso non potranno essere in numero superiore a tre.

E' chiaro che l'assunzione di responsabilità rispetto a tali dati è prevista in capo all'emittente, ovvero alla società che offre i propri titoli. Peraltro, a limitare eventuali comportamenti manipolativi, Consob richiede che "ove vengano pubblicati nel documento dati previsionali, questi sono corredati da apposita relazione della società di revisione contenente il giudizio della stessa in merito alla adeguatezza delle assunzioni adottate ed alla congruità delle previsioni rispetto a dette assunzioni".

I casi in cui in Prospetti di IPO l'emittente ha pubblicato dati previsionali sono rarissimi, evidentemente anche per i rischi legali che tale pratica comporta[18].

Nella prassi italiana, in occasione di operazioni di IPO, i dati previsionali vengono stimati dagli analisti dei reparti di *equity research* degli intermediari partecipanti al consorzio, ma tali *research* sono distribuite esclusivamente presso investitori istituzionali. Si crea così una rilevante asimmetria informativa tra il pubblico *retail*, che non ha accesso a tali previsioni, e gli investitori istituzionali, che invece basano le proprie decisioni di investimento anche su tali documenti.

Nel caso in discussione, per la prima volta, si crea un fenomeno del tutto particolare: anche il Prospetto contiene dei dati che, in qualche misura, rappresentano una previsione reddituale. Non si può infatti sostenere che il limite sia stato posto dagli azionisti originari in maniera "disinformata"; per definizione sono essi che esprimono l'organo amministrativo prima dell'IPO e quindi godono dei vantaggi informativi di un *insider* ed hanno inoltre un preciso sistema di incentivi ad esprimere una previsione ragionevole.

In effetti, qualora esprimessero una previsione troppo conservativa, il mercato, valorizzando la società sulla base anche delle aspettative di risultati futuri, penalizzerebbe il *book building*[19]; al contrario, qualora esprimessero aspettative eccessivamente ottimistiche, rischierebbero di vedere attivarsi il meccanismo, con conseguente diluizione della loro partecipazione.

E' infine interessante notare che la previsione espressa dall'obiettivo del meccanismo di protezione non è suffragata da nessuna *comfort letter* di società di revisione, né esprime un set di grandezze omogenee, tipico delle previsioni[20]. E ancora, non è certo che la società abbia l'obbligo di aggiornare, in termini di informativa continua, il pubblico qualora, in un dato momento, si renda chiara l'impossibilità a raggiungere l'obiettivo. Su tale punto però si potrebbe sostenere che, ancorché la previsione dell'obiettivo minimo non sia della società, ma dei suoi soci, il mancato raggiungimento possa rientrare nella disciplina Consob sui *profit warning*.[21]

Dal punto di vista del mercato, come più volte fin qui segnalato, le azioni scambiate incorporano il teorico diritto alle *remedy shares*. Pertanto, in linea teorica, i prezzi che si formano dovrebbero incorporare l'aspettativa degli attori sulla possibilità che il meccanismo si realizzi.

4. I profili giuridici

La legittimità, da un punto di vista giuridico-societario, del meccanismo è questione particolarmente delicata, tanto che Consob, nell'operazione in discussione, ha richiesto alla società emittente di esplicitare nelle avvertenze del Prospetto Informativo che "*a causa dei significativi tratti di originalità e novità*" non si può escludere che la delibera di aumento di capitale alla base del meccanismo possa essere impugnata e di conseguenza ritenuta invalida o inesistente.

Alcune considerazioni possono però confortare la tesi della legittimità dell'intero impianto.

4.1. Differibilità e condizionabilità dell'aumento

Circa il primo aspetto, ovvero quello che l'aumento gratuito è differito e condizionato, la dottrina sostiene, in linea generale, che l'aumento gratuito ha immediata efficacia e non può essere sottoposto a oneri o condizioni. L'immediata efficacia si ricollega d'altronde al fatto che l'aumento gratuito non richiede ulteriori conferimenti, ma si limita a vincolare a capitale poste di patrimonio già esistenti. Da ciò deriva anche l'inammissibilità di oneri e condizioni: il socio già "possiede" la ricchezza consistente nel patrimonio netto della società che viene semplicemente classificata differentemente. L'imporre un onere significherebbe, per colui il quale non fosse in grado di sopportarlo, alterare il valore reale della sua posizione.

Si può tuttavia rilevare come fattispecie di aumenti gratuiti ad esecuzione differita e condizionata si presentino nel sistema e vengano ritenute ammissibili in relazione all'art. 2420-bis co. 6 cod. civ.. Tale norma, come noto, prescrive l'obbligo, per le società che abbiano emesso obbligazioni convertibili, dell'adeguamento del rapporto di conversione per il caso in cui, in pendenza del periodo di conversione, esse intendano procedere ad aumenti gratuiti del capitale sociale, e ciò al fine di preservare l'originario valore del diritto di conversione attribuito agli obbligazionisti.

Ebbene, in tali casi si tratta di deliberare un aumento gratuito del capitale, destinato pro quota alle azioni esistenti e alle azioni di compendio e da coprirsi mediante imputazione a capitale di un pari ammontare di riserve disponibili, ma per la parte destinata alle azioni di compendio l'esecuzione resta sospesa fino a che non intervengano le conversioni. In tale lasso di tempo la quota proporzionale delle riserve da imputare al capitale viene accantonata in una speciale riserva.

Tornando alla tematica dell'imposizione di oneri all'aumento gratuito, essa, nel dibattito dottrinale, è stata discussa con particolare riguardo all'ipotesi del c.d. aumento "misto", ovvero qualora l'assegnazione delle azioni rivenienti dall'aumento gratuito sia subordinata alla preventiva o contestuale sottoscrizione, da parte dei soci, di un aumento del capitale a pagamento.

La prevalente dottrina ha negato la legittimità dell'aumento "misto" per la ragione che esso avrebbe l'effetto di subordinare ad oneri ulteriori e ingiustificati una attribuzione patrimoniale (le riserve da imputare a capitale) per diritto già spettante a tutti i soci. Tuttavia, poiché tale principio di non condizionabilità troverebbe la sua ragion d'essere nella tutela di un diritto soggettivo dei soci, sarebbe altresì suscettibile di deroga con il consenso di ciascuno di essi.

La scelta seguita nel caso in discussione è stata esattamente questa: tutti i soci hanno manifestato il proprio consenso alle caratteristiche dell'aumento finalizzato al meccanismo di garanzia. Il consenso è stato manifestato (i) preventivamente all'assemblea in una lettera inviata

alla Società, (ii) con il voto favorevole alla delibera di aumento gratuito, (iii) con espressa dichiarazione individuale resa in ambito assembleare.

4.2. Non proporzionalità

Anche con riguardo al secondo comma dell'art. 2442 cod. civ., che dispone l'assegnazione proporzionale delle azioni derivanti dall'aumento gratuito ai soci, con l'evidente scopo di evitare che sia pregiudicata in qualsiasi modo la misura ed il valore della partecipazione degli stessi, si possono raggiungere conclusioni nel senso della derogabilità della norma.

Basti infatti osservare che anche in questo caso il disposto legislativo configura un diritto soggettivo del singolo azionista, finalizzato alla esclusiva tutela della posizione di quest'ultimo. Pertanto, ancorché non derogabile secondo l'ordinaria regola di maggioranza, con una delibera assembleare unanime gli azionisti stessi potrebbero disporre una diversa configurazione dell'aumento.

Ad ulteriore conferma della tesi, si può riflettere sul fatto che, anche nel caso della proporzionalità dell'aumento gratuito, le modalità tecniche possono prevedere l'assegnazione ai soci di un "buono di assegnazione" con cui ritirare le nuove azioni e tali buoni sono in linea di principio negoziabili liberamente. Ma allora scarsa differenza sostanziale si presenta tra la decisione *ex ante* di alterare il principio della proporzionalità con una delibera assembleare in deroga all'art. 2442 co. 2 cod. civ., sia pure con l'unanime consenso dei soci, ed alterarlo *ex post*, tramite il trasferimento dei buoni di assegnazione che danno diritto al ritiro delle nuove azioni.

In linea teorica, peraltro, nessuna differenza, in termini economici, si sarebbe infatti prodotta nello schema dell'operazione se i soci originari non avessero rinunciato *ex ante* alla assegnazione proporzionale, ma si fossero impegnati semplicemente a trasferire gratuitamente ai portatori delle azioni collocate in IPO le loro azioni di nuova emissione, nel caso di attivazione del meccanismo.

Giova infine osservare che, in nessun caso sembrerebbe potersi configurare la rinuncia (ma neanche l'ipotizzato alternativo trasferimento gratuito) come atto di liberalità. Invero non tutti gli atti privi di corrispettivo possono identificarsi come liberalità ove manchi tale spirito. E nel caso di specie è certamente da escludersi spirito liberale in quanto la finalità dell'abdicazione dei soci originari alla quota parte di riserve che loro spetterebbe in un aumento gratuito proporzionale è finalizzata a realizzare le migliori condizioni per il successo dell'IPO, ovvero a massimizzare il prezzo di vendita delle loro azioni (per la quota in Offerta Pubblica di Vendita) e di sottoscrizione di quelle di nuova emissione (per la quota in Offerta Pubblica di Sottoscrizione).

5. I profili fiscali (cenni)

La neutralità fiscale del meccanismo di protezione ne è uno degli aspetti più interessanti e che lo rende più attrattivo di altre forme di ristoro per gli investitori, tra cui, ad esempio, quelle brevemente discusse nel paragrafo 1. Le considerazioni che verranno svolte di seguito si riferiscono esclusivamente all'ipotesi di soggetti residenti e sono effettuate senza tenere conto dei possibili effetti delle recenti innovazioni legislative.

La prima osservazione è che nessun rilievo fiscale assume il meccanismo di protezione all'atto delle deliberazioni che lo istituiscono. Le condizioni a cui è subordinato l'aumento di capitale consentono anche in sede tributaria di escludere il sorgere di alcun effetto impositivo.

5.1. Per i percettori delle *remedy shares*

Analizzando preliminarmente la posizione di un soggetto titolare di redditi d'impresa, per regola generale, l'emissione di azioni gratuite nel caso di aumenti di capitale è fiscalmente neutra (art. 61 co. 4 TUIR[22] e art. 44 co. 2 TUIR[23]).

Nel caso di specie sembra potersi escludere anche la rilevanza dell'assegnazione delle *remedy shares* ai sensi dell'art. 55 co. 3 del TUIR in quanto, come già spiegato nel paragrafo 4.2, non è possibile qualificare come liberalità la rinuncia all'assegnazione proporzionale da parte dei soci originari.

Pertanto, il presupposto dell'imposizione si avrà solo al momento della cessione delle azioni, secondo le norme generali, e nessun tipo di onere si manifesterà al momento dell'assegnazione delle *remedy shares.*

Conclusioni non dissimili si possono trarre anche per i soggetti che effettuano l'investimento al di fuori dell'esercizio d'impresa. Per questi è importante accertare che non vi siano disposizioni che possano attrarre l'utilità conseguita dalla rinuncia degli azionisti originari all'assegnazione proporzionale nell'alveo dei redditi diversi di cui all'art. 81 TUIR. Così in realtà sembra potersi concludere e, pertanto, tali soggetti subiranno imposizione solamente all'atto della cessione delle azioni e solamente se tale cessione genererà plusvalenza, secondo le regole dell'art. 82 TUIR.

Superfluo sottolineare che, anche per la disciplina dell'art. 82 TUIR, le azioni gratuite si aggiungono ai possessi azionari iniziali solo per quantità e non anche per valore.

5.2. Per i soci originari

Sotto un diverso profilo, anche la situazione in cui si trovano i soci originari deve essere indagata per verificare che non sorga in capo ad essi materia imponibile nel momento della emissione delle *remedy shares*.

Da questo punto di vista rileva che la rinuncia all'assegnazione proporzionale ex art. 2442 cod. civ. viene effettuata dai soci originari senza che essi percepiscano alcun corrispettivo.

L'Amministrazione Finanziaria[24] si è espressa nel senso della non imponibilità nel caso di rinunzia senza corrispettivo al diritto di opzione, in quanto tale fattispecie non identifica trasferimento a titolo oneroso da parte di chi vi procede.

Sembrerebbe allora potersi sostenere che anche in capo ai soci originari non si possa configurare alcuna materia imponibile, o che , quantomeno, essi siano adeguatamente attrezzati per sostenere l'onere della prova circa l'assenza di qualsivoglia cessione a titolo oneroso nell'ambito dell'operazione, come richiesto dalla citata circolare.

Appendice 1 : andamento IPO nel 2003

		META Modena		Hera		Isagro		Trevisan	
		azioni	soggetti	azioni	soggetti	azioni	soggetti	azioni	soggetti
Offerta Pubblica	offerte	10.929.000		91.500.000		2.050.800		3.300.000	
	richieste	8.707.500	3.912	301.340.000	92.453	1.323.000	1.318	3.180.000	3.020
	%	79,7%		329,3%		64,5%		96,4%	
	assegnate	8.707.500	3.912	152.500.000	51.712	1.323.000	1.318	3.180.000	3.020
Collocamento Istituzionale	offerte	32.785.000		213.500.000		6.152.175		6.700.000	
	richieste	25.230.000	23	352.562.140	170	2.739.000	27	7.158.162	39
	%	77,0%		165,1%		44,5%		106,8%	
	assegnate	24.260.000	23	198.250.000	151	2.677.000	27	7.158.162	39
Collocamento Privato								1.100.000	21
Totale	offerte	43.714.000		305.000.000		8.202.975		11.100.000	
	richieste	33.937.500		653.902.140		4.062.000		11.438.162	
	assegnate	32.967.500		350.750.000		4.000.000		11.438.162	
Range di Prezzo €/az.		1,950-2,150		1,192-1,408		4,000-5,000		3,000-3,400	
Prezzo di Offerta €/az.		1,950		1,250		4,000		3,100	
Controvalore lordo Offerta Globale €		64.286.625		438.437.500		16.000.000		35.458.302	
Inizio negoziazioni		28-mar-2003		26-giu-2003		5-nov-2003		5-nov-2003	
Global Coordinator		Banca Intesa S.p.A.		UBM S.p.A. - ABN Amro Rotschild		Banca IMI S.p.A.		Centrobanca S.p.A.	

Appendice 2 : simulazione dei calcoli relativi ad una IPO con Meccanismo di Protezione

Si ipotizza una società il cui capitale è rappresentato da 32.500.000 azioni e con tre soci [i], [ii], [iii] che precedentemente all'IPO detengono rispettivamente il 46,2 %, il 30,8 % ed il 23,1 % del capitale. L'IPO prevede una Offerta in Sottoscrizione per 22.500.000 azioni di nuova emissione e una Offerta in vendita per 6.000.000 di azioni. E' inoltre prevista una *greenshoe* di 3.000.000 di azioni. In caso di mancato raggiungimento dei risultati, il meccanismo di protezione prevede l'emissione di una nuova azione (*remedy share*) ogni 10 detenute dai soci diversi da quelli Originari.

La tavola seguente individua tutte le grandezze connesse al meccanismo di protezione e ad un meccanismo di compensazione.

AZIONISTI	PRE - IPO		OFFERTA PUBBLICA			POST - IPO		MECCANISMO DI PROTEZIONE			MECCANISMO DI COMPENSAZIONE		
			OPS	OPV	GS								
Socio Originario [i]	15.000.000	46,2%				15.000.000	27,3%		15.000.000	25,8%	237.902	15.237.902	26,2%
Socio Originario [ii]	10.000.000	30,8%		(2.500.000)	(1.500.000)	6.000.000	10,9%		6.000.000	10,3%	(70.490)	5.929.510	10,2%
Socio Originario [iii]	7.500.000	23,1%		(3.500.000)	(1.500.000)	2.500.000	4,5%		2.500.000	4,3%	(167.413)	2.332.587	4,0%
Mercato			22.500.000	6.000.000	3.000.000	31.500.000	57,3%	3.150.000	34.650.000	59,6%		34.650.000	59,6%
TOTALE	**32.500.000**	**100,0%**	**22.500.000**	**0**	**0**	**55.000.000**	**100,0%**	**3.150.000**	**58.150.000**	**100,0%**	**0**	**58.150.000**	**100,0%**
	[A]	(P)	[An]	[Av]	[Ag]	[A']	(P')	[Ar]	[A'']	(P'')	[At]		

R	Rapporto assegnazione Aucap gratuito	1/10
AS'	Azioni Soci Originari Post IPO	23.500.000
PS'	% Soci Originari Post Offerta	42,7%
PS''	% Soci Originari Post Meccanismo di Protezione	40,4%
B	Beneficio % percettore Remedy Shares	4,0%

Note

[*] Docente a contratto di Economia dei Mercati Mobiliari presso l' Università Carlo Cattaneo di Castellanza (VA)

[1] In appendice sono riportati i dati analitici delle IPO dell'anno in discussione.

[2] Un meccanismo simile è stato utilizzato nella privatizzazione della prima *tranche* Eni S.p.A.: il Ministero del Tesoro si era impegnato a riconoscere ai dipendenti ENI ed ai sottoscrittori italiani che avessero mantenuto la titolarità delle azioni per 12 mesi, un importo in contanti pari all'eventuale differenza negativa tra il prezzo dell'offerta e la media dei prezzi ufficiali dei venti giorni lavorativi precedenti la scadenza di detto periodo. Il tutto con un limite pari al 10% del prezzo di offerta.

[3] Un recente esempio di *put option* concessa ai sottoscrittori di un collocamento è rappresentato dall'operazione di privatizzazione della Aspes Multiservizi S.p.A., ex municipalizzata del Comune di Pesaro, effettuata con offerta al pubblico. Il Comune si è infatti impegnato a riacquistare le azioni dai cittadini a valori prefissati per i tre anni successivi al collocamento. Per inciso, si noti che in questo caso, se la facoltà è riconosciuta solo all'acquirente originale l'incentivo non è qualificabile come OPA, in caso contrario (ovvero se il put è riconosciuto a qualunque portatore delle azioni) deve essere pubblicato un Documento di Offerta ai sensi del D.Lgs. 58/1998.

[4] Ossia, con riferimento allo schema di conto economico stabilito dall'art. 2425 cod. civ., il saldo della differenza tra valore e costi della produzione ad eccezione dei costi di cui al numero 10 "ammortamenti e svalutazioni".

[5] Un interessante e poco conosciuto precedente di strumento finanziario il cui rendimento è legato a performance operative "a parità di struttura" è rappresentato dal Prestito Obbligazionario "Banca d'Intermediazione Mobiliare IMI 2001/2004 Serie Speciale Rinascente". Tale prestito prevede un premio di rimborso funzione del ROL (risultato operativo lordo) del Gruppo Rinascente. Poiché il ROL è previsto "depurato di variazioni conseguenti a variazioni della superficie di vendita dovute ad aperture, acquisizioni, dismissioni, chiusure di punti vendita" o ad "acquisizioni fusioni, scissioni o altre operazioni" che abbiano un impatto superiore al 2 % del fatturato di Gruppo, è prevista la nomina di una società di revisione indipendente che provveda ai calcoli relativi.

[6] Come già ricordato, il diritto all'assegnazione gratuita delle *remedy shares* in caso di attivazione del meccanismo non è legato al possesso ininterrotto delle azioni, ma "circola" con esse.

[7] Sulla funzione dei *lock-up* si veda, tra gli altri, F.Bretoni, G.Giudici, P Randone, C Rochira, P. Zanoni – New listings and lock-up agreements – Bit Notes Borsa Italiana 2002; T.R. Keasler - Underwriter Lock-up releases, IPO and after-market performance – The financial Review, 2001.

[8] In Italia, come noto, tale funzione è svolta dall'Ufficio Italiano dei Cambi (UIC).

[9] Non sfugge come la problematica fin qui descritta sia simile a quella che si crea nel caso di azioni con godimento differente in occasione di aumenti di capitale: le azioni incorporano temporaneamente diritti differenti (in genere quello ad un dividendo), ma al termine di un periodo ritornano omogenee. La Borsa in tali situazioni di prassi apre una linea di contrattazione separata. Ad evidenza tale possibilità è tecnicamente preclusa nella fattispecie di cui stiamo discutendo (azioni con diritto alle *remedy shares* e azioni senza tale diritto) in quanto queste ultime non avrebbero sufficiente diffusione per soddisfare il requisito del flottante (i soci originari sono un numero tendenzialmente basso).

[10] Come noto, è prassi nelle operazioni di IPO, riservare al Global Coordinator la possibilità (c.d. *over-allotment option*) di collocare un numero di azioni superiore a quello inizialmente previsto, in caso di domanda particolarmente favorevole. Le azioni oggetto della *over-allotment option* sono prese a prestito (c.d. *stock lending*) da alcuni azionisti, a cui vengono poi restituite o tramite acquisti sul mercato in fase di stabilizzazione o tramite l'esercizio di una opzione di acquisto (c.d. *green shoe option*) al medesimo prezzo dell'offerta.

[11] Per definizione, prima dell'offerta, tutte le azioni sono di proprietà dei soci originari (formalmente A = AS).

[12] Tra il momento del collocamento ed il momento dell'eventuale emissione delle *remedy shares*, infatti, la quotazione delle azioni potrebbe aver subito variazioni sia in aumento che in diminuzione rispetto al prezzo di collocamento, anche per cause indipendenti dall'andamento gestionale della società.

[13] In realtà tale assunzione può essere soggetta a molteplici critiche, in particolare con riguardo al possibile effetto negativo sui corsi del titolo dell'annuncio del mancato raggiungimento di un obiettivo gestionale.

[14] Curiosamente, invece, il Prospetto dell'operazione in commento, mentre si dilunga smisuratamente in avvertenze circa gli aspetti "giuridici" del meccanismo, omette del tutto di indicare il valore di B ovvero del beneficio potenziale.

[15] In verità, nella prassi gli accordi di collocamento tra emittente e Global Coordinator per le IPO in genere subordinano tale possibilità al gradimento di quest'ultimo.

[16] Dubbio è se tale ulteriore meccanismo possa rilevare ai sensi dell' art. 122 del D.Lgs. 58/1998, ovvero sia qualificabile come Patto Parasociale.

[17] Regolamento Consob 11971 – Allegato 1B, Parte terza, Schema 1.

[18] Come noto, negli USA, proprio al fine di limitare i possibili *claim* (in particolare nella forma di *class action*) da parte di investitori che abbiano fatto affidamento su *forward looking statements* è stato approvato nel 1995 il Private Securities Litigation Reform Act.

[19] L'IPO in discussione, così come tutte quelle recenti, è stata effettuata con la tecnica dell'*open price*.

[20] Il punto 5.2.3 dello Schema 1 di Prospetto prevede che alle previsioni sia allegata "sintesi degli elementi positivi e negativi che hanno contribuito alla loro determinazione", "descrizione delle principali assunzioni" e "indicazione dei fattori sotto la sfera di influenza della direzione della società".

[21] Si v. Comunicazione Consob DEM/3019271 del 26 marzo 2003.

[22] "In caso di aumento del capitale della società emittente mediante passaggio di riserve a capitale, il numero delle azioni ricevute gratuitamente si aggiunge al numero di quelle già possedute in proporzione alle quantità delle singole voci della corrispondente categoria e il valore unitario si determina, per ciascuna voce, dividendo il costo complessivo delle azioni già possedute per il numero complessivo delle azioni".

[23] "In caso di aumento del capitale sociale mediante passaggio di riserve o altri fondi a capitale le azioni gratuite di nuova emissione e l'aumento gratuito del valore nominale delle azioni o quote già emesse non costituiscono utili per i soci. […]".

[24] Cfr. circolare Min. Finanze 98/E del 17 maggio 2000.