

ERMANN0 ZIGIOTTI

La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento

SOMMARIO: 1. Premessa. — 2. Aumenti di capitale in opzione ai soci nelle società non quotate. — 3. Aumenti di capitale in opzione ai soci nelle società quotate. — 4. Aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione *ex art. 2441 comma 5 c.c.* Profili economico-aziendali. — 5. Aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione *ex art. 2441 comma 5 c.c.* Commento alla norma civilistica e spunti di prassi. — 6. Aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione *ex art. 2441 comma 4 c.c.* da liberarsi mediante conferimenti in natura.

1. *Premessa.* — Negli aumenti di capitale in denaro c.d. ordinari, per i quali non viene escluso/limitato il diritto di opzione, la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni non dovrebbe presentare — almeno in linea teorica — particolari questioni di ordine economico-aziendale.

In tal caso, avendo tutti i soci la possibilità di sottoscrivere l'aumento di capitale, non dovrebbero prodursi disparità di trattamento, talché il prezzo di emissione delle azioni sarebbe «neutro» e potrebbe attestarsi a qualsiasi livello compatibile con l'esigenza di fruttuoso collocamento dei titoli.

Seguendo questa linea di pensiero, nel caso di assegnazione del diritto di opzione — a differenza dell'ipotesi in cui essa viene esclusa, riservando il collocamento a terzi — non s'intravede la necessità di stabilire un sovrapprezzo di emissione per tutelare i soci attuali, garantendo loro — mediante il versamento di maggiori somme da parte dei nuovi soci — il conguaglio tra capitale sociale e « patrimonio effettivo » alla data di collocamento. Ne conseguirebbe che, in linea di principio, assunti il volume complessivo delle risorse finanziarie che l'impresa richiede ai soci a titolo di aumento del capitale proprio di 1.000.000 ed il valore

nominale unitario delle azioni pari a 100, sarebbe equivalente l'emissione di n. 10.000 azioni al nominale piuttosto che l'emissione di n. 5.000 azioni al prezzo di 200 cadauna, di cui 100 a titolo di sovrapprezzo ⁽¹⁾.

Nel concreto la questione presenta invece risvolti complessi, che inducono a rigettare una siffatta linea di pensiero; il tema, peraltro, necessita di trattazione distinta per le società quotate nei mercati regolamentati rispetto alle altre imprese, sussistendo connotazioni differenti e peculiarità per ciascuna delle due categorie.

2. Aumenti di capitale in opzione ai soci nelle società non quotate.

— Nelle società chiuse, mancando un riferimento « oggettivo » quale il prezzo di mercato, si pone la questione di stabilire se in prospettiva economico-aziendale esista un prezzo equo al quale le azioni dovrebbero emettersi.

A tale quesito deve risponderci che il valore-limite teoricamente accettabile dovrebbe scaturire da una stima del capitale economico, da effettuarsi secondo uno o più delle metodologie largamente invalse nella prassi e di generale accettazione. Il prezzo di emissione, dunque, dovrebbe essere tendenzialmente ancorato al valore del capitale economico; detto valore, naturalmente, costituisce il limite superiore del prezzo di emissione, poiché a prezzi maggiori non vi sarebbe convenienza per gli azionisti a sottoscrivere l'aumento.

Appurato il limite superiore e assunto il limite inferiore pari al nominale, resta da stabilire a quale valore debba nel concreto attestarsi il prezzo di emissione al fine di garantire parità di trattamento a tutti gli azionisti.

In questa prospettiva, la conclusione provvisoria affermata in premessa circa l'equivalenza di una qualsiasi combinazione tra nominale e sovrapprezzo deve essere rigettata. È evidente che essa assume compiuto significato soltanto nell'evenienza che tutti i soci sottoscrivano l'aumento per la quota di propria competenza; negli altri casi, l'asserita neutralità del prezzo di emissione non sussiste.

⁽¹⁾ Nel prosieguo del presente lavoro si farà riferimento costante ad azioni provviste di valore nominale a norma dell'art. 2346 comma 2 c.c.

Si consideri l'ipotesi numerica precedente, in cui si ipotizzava la richiesta ai soci di immissione di nuovi mezzi propri per 1.000.000, nella prospettiva di un azionista titolare di una quota del 20% del capitale sociale (proprietario di n. 2.000 azioni su complessive n. 10.000 azioni circolanti rappresentative di un capitale sociale di 1.000.000) il quale non disponga di risorse per sottoscrivere l'aumento, ipotizzando altresì che la quota inoptata venga integralmente sottoscritta dai restanti soci.

Ne discende che se il prezzo di emissione delle nuove azioni venisse fissato al nominale egli vedrebbe diluita alla metà la propria partecipazione post-aumento; per converso, ove le nuove azioni venissero emesse al prezzo unitario di 200 (di cui 100 a titolo di sovrapprezzo), la sua quota di partecipazione si attesterebbe al 13,33% ⁽²⁾.

Il socio che non partecipa all'aumento ha quindi interesse a che il valore di emissione delle nuove azioni preveda un sovrapprezzo rispetto al nominale, e tenda per quanto possibile verso il limite superiore individuato nel capitale economico, al fine precipuo di attenuare la diluizione della propria partecipazione in termini percentuali; una tale scelta si contrappone all'interesse dei restanti soci che sottoscrivono l'aumento, i quali vedono decrescere proporzionalmente la propria partecipazione all'aumentare del sovrapprezzo ⁽³⁾.

V'è di più. L'emissione con sovrapprezzo, come si vedrà nel prosieguo trattando degli aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione, oltre a garantire al socio che non sottoscrive una minore diluizione della propria partecipazione, assolve ad una fondamentale funzione di « conservazione della ricchezza », assicurando la tutela del valore e-

⁽²⁾ Prima dell'aumento l'azionista disponeva di un nominale di 200.000 sul capitale sociale complessivo di 1.000.000. Nell'ipotesi di emissione al nominale delle nuove azioni, sul capitale sociale post-aumento di 2.000.000 l'azionista « peserà » per il 10%; ove invece le nuove azioni venissero emesse al prezzo unitario di 200, il capitale sociale post-aumento ascende a 1.500.000 talché la partecipazione dell'azionista che non sottoscrive si attesta al 13,33%.

⁽³⁾ Tale conclusione, per inciso, fornisce conferma anche della pacifica coesistenza del diritto di opzione con il sovrapprezzo — come acclarato da tempo dalla dottrina giuridica — secondo la quale l'opzione mira a garantire la proporzione della partecipazione dell'azionista a fronte della diluizione derivante dall'aumento di capitale, mentre al sovrapprezzo è affidato il ruolo di garantire il valore patrimoniale assoluto della partecipazione.

conomico effettivo (in termini assoluti) dell'investimento, e tale protezione esplicherà maggior effetto quanto più il prezzo di emissione delle nuove azioni si avvicina al capitale economico ⁽⁴⁾.

Così posto il problema in termini generali, resta da stabilire come giungere nel concreto ad una composizione della divergenza di interessi tra azionisti.

Non esiste una soluzione economica ottima a priori, dovendosi ribadire che il prezzo di emissione — per equità — dovrebbe attestarsi ad un valore prossimo al limite costituito dal capitale economico, eventualmente applicando un modesto sconto al prezzo teorico del titolo scaturente dalla stima; tanto perché, come si è visto, la fissazione del prezzo di emissione ad un valore allineato al capitale economico assicura parità di trattamento agli azionisti che non sottoscrivono, garantendo loro la (tendenziale) conservazione del valore dell'investimento ⁽⁵⁾.

⁽⁴⁾ Riprendendo l'esempio numerico proposto, si ipotizzi che il capitale economico della società ante-aumento venga stimato in 3.000.000, talché ogni azione di nominali 100 ha un valore effettivo di 300 e la partecipazione dell'azionista vale 600.000 (20% di 3.000.000). Ad operazione avvenuta — nell'ipotesi che la redditività prospettica ed i « fondamentali » non mutino — il valore economico della società si attesta a 4.000.000 (3.000.000 + 1.000.000 nuovi mezzi propri). Orbene, procedendosi all'emissione delle nuove azioni al nominale, il valore effettivo della quota dell'azionista (diluita al 10%) si riduce a 400.000, con una perdita patrimoniale rispetto al valore economico della quota *ex ante* pari a 200.000; se invece il prezzo di emissione si allinea al valore-limite del capitale economico ante-aumento (300), verranno emesse n. 3.333 nuove azioni (mezzi propri richiesti ai soci 1.000.000/300 prezzo unitario emissione) così che la partecipazione dell'azionista post-aumento ascende al 15% (valore nominale partecipazione 200.000/1.333.300) con un valore effettivo di 600.000 (15% di 4.000.000) pari a quello ante-aumento. In tal caso, dunque, egli vede comunque diluita la propria partecipazione in termini percentuali (dal 20% al 15%) per effetto della mancata sottoscrizione dell'aumento di capitale, ma conserva il valore economico assoluto del proprio investimento.

⁽⁵⁾ Una siffatta conclusione parrebbe confliggere con la tesi tradizionale secondo cui il diritto di opzione assume concreto valore soltanto nell'ipotesi in cui il prezzo di emissione delle nuove azioni risulti inferiore al loro prezzo corrente, poiché ad evidenza — ove si aderisse all'indirizzo propugnato dallo scrivente, secondo cui il prezzo di emissione deve allinearsi al valore economico effettivo delle azioni — si produrrebbe l'azzeramento del valore del diritto di opzione (chi mai acquisterebbe a titolo oneroso diritti per sottoscrivere nuove azioni ad un prezzo allineato a quello corrente?). Nondimeno, è noto che il diritto di opzione assegnato agli azionisti di società chiuse non possieda effettivo valore economico per l'assenza di un mercato attivo, sicché la compensazione patrimoniale che verrebbe assicurata al socio che non sottoscrive dalla cessione a terzi

D'altronde, come si è già detto, quello individuato dal capitale economico costituisce il limite massimo teoricamente giustificato per la determinazione quantitativa; per converso, il prezzo di emissione effettivamente praticato discenderà da una trattativa tra i soci, nella quale peseranno fatalmente la forza contrattuale e gli interessi particolari ⁽⁶⁾.

Quel che è certo, in prospettiva economico-aziendale, è che nelle società avviate (a redditività consolidata) non può giustificarsi l'emissione alla pari, la quale produrrebbe di fatto una spoliazione delle minoranze impossibilitate (non disposte) a seguire l'aumento; anzi, può fondatamente sostenersi che in tal caso il prezzo di emissione non dovrebbe scendere al di sotto del patrimonio netto contabile risultante da un bilancio aggiornato ⁽⁷⁾.

Un tale parametro, dunque, segna il limite inferiore del prezzo di emissione al di sotto del quale non dovrebbe scendersi, talché resta il problema di stabilire quale prezzo scegliere tra il valore minimo così individuato e quello massimo riveniente dalla stima del capitale economico.

Probabilmente, la soluzione che contempera le esigenze di equità e speditezza nelle società chiuse deve individuarsi nell'adozione di una qualche rettifica del patrimonio contabile al fine di evidenziarne le plusvalenze latenti, eventualmente saggiando la congruità del valore che ne

del diritto inoptato (la quale dovrebbe assolvere alla funzione perequativa di « conservazione della ricchezza ») nel concreto non esplica efficacia alcuna.

Per tale ragione, pur consci del fatto che un prezzo di emissione prossimo al valore economico induce per conseguenza necessaria l'annullamento della « parità teorica » dei diritti, si ritiene di poter concludere che l'azionista venga meglio (ed effettivamente) tutelato da un prezzo di emissione delle nuove azioni allineato a quello corrente.

⁽⁶⁾ La soggettività del prezzo di emissione delle nuove azioni nelle società non quotate ed il rischio conseguente di indebiti trasferimenti di ricchezza in danno delle minoranze è ben presente agli investitori professionali (i.e. fondi di *private equity*) i quali, di regola, proteggono il proprio investimento mediante patti parasociali o vincoli statutarî che stabiliscono quorum rafforzati per le deliberazioni assembleari aventi ad oggetto l'aumento del capitale sociale (ed altre operazioni straordinarie), garantendosi per tal via un « diritto di veto ».

⁽⁷⁾ Diversamente nelle società che denotano redditività scarsa o addirittura in perdita. In tal caso, in assenza di evidenze contrarie rivenienti dalla prospettazione degli andamenti economici futuri, il prezzo tenderà ad attestarsi in prossimità del limite inferiore, potendo ipotizzarsi — ad esempio nell'ipotesi di ricapitalizzazione obbligatoria per perdite ex artt. 2446-2447 c.c. — l'emissione delle nuove azioni al nominale.

scaturisce in funzione della redditività (corrente e prospettica) per verificarne l'adeguatezza. In ogni caso si pone quindi la necessità, per assicurare fondamento di razionalità al prezzo di emissione, che si addiven- ga ad una stima (anche in forma sommaria) del valore economico della società.

Una tale conclusione pone ulteriori questioni applicative. Ci si chiede, in specie, a chi spetti la formulazione della stima garantendone in qualche misura l'attendibilità; in linea di principio si ravvisa l'opportunità che una tale determinazione quantitativa venga effettuata da terzi indipendenti o perlomeno venga assoggettata ad una *fairness opinion*. Nondimeno è probabile che nelle società a ristretta base azionaria, per evitare oneri, una siffatta soluzione venga scartata; dovrebbe quindi ipotizzarsi che vi procedano gli amministratori, accompagnando alla proposta di aumento del capitale sociale presentata all'assemblea una determinazione di massima del *range* di valori compatibili per fissare il prezzo di emissione, all'interno del quale i soci possano individuare quello che contempera al meglio gli interessi (potenzialmente) contrapposti.

Per concludere viene naturale chiedersi quali rimedi *de iure condendo* possano apprestarsi per garantire i soci di minoranza, in ordine alla determinazione del prezzo di emissione in presenza di opzione, al fine di evitare abusi del gruppo di controllo.

Per le ragioni sopra esposte, una prima ipotesi consiste nel fissare per legge un limite minimo al prezzo di emissione, da individuarsi nel patrimonio netto contabile risultante da un bilancio aggiornato; per tal via, in effetti, pur consci che un siffatto indicatore non denota fondate relazioni causali con il capitale economico, si assicurerebbe una seppur minima garanzia di conservazione dell'investimento al socio che non voglia (non possa) sottoscrivere.

Una seconda ipotesi, certamente preferibile, consiste nel dettare criteri per la determinazione del prezzo ancorati alla consistenza patrimoniale ed alle prospettive reddituali della società ispirandosi al testo dell'art. 2437-ter comma 2 c.c., che regola il valore di liquidazione delle azioni nell'ipotesi di recesso; per tal via si ritroverebbe nella legge un evidente richiamo alla necessaria stima del capitale economico per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni.

3. *Aumenti di capitale in opzione ai soci nelle società quotate.* — Secondo la dottrina dei mercati mobiliari nelle piazze finanziarie che presentano normali livelli di efficienza i prezzi che si vengono a formare per azioni dotate di sufficiente grado di liquidità e che sono oggetto di scambio per volumi significativi tendono a riflettere il capitale economico della società emittente.

Ne discende quindi, in prima approssimazione, che nelle società quotate — al fine di soddisfare i fondamenti economico-aziendali che presiedono alla determinazione del prezzo di emissione delle azioni (tesi a garantire parità di trattamento ai soci) — dovrebbe assumersi a riferimento primario il prezzo corrente di Borsa del titolo in un intorno temporale sufficientemente ristretto e prossimo all'effettiva emissione.

Lo scrivente non dispone di ricerche empiriche per la verifica dei comportamenti invalsi nella prassi; pur tuttavia è dato di comune esperienza che le nuove azioni vengano emesse dalle società quotate ad un prezzo non molto discosto dai corsi correnti. Di regola, al fine di agevolare il trasferimento dei diritti di opzione e per garantire un margine di sicurezza a fronte delle fluttuazioni negative dei corsi che dovessero manifestarsi nell'intervallo temporale intercorrente tra la delibera assembleare ed il collocamento dei titoli, si procede ad applicare uno « sconto » rispetto al prezzo corrente di Borsa, anche in ragione delle numerose variabili economiche che influiscono sull'operazione (volumi degli scambi, caratteristiche tipologiche del titolo emesso, congiuntura del mercato mobiliare, ecc.).

Non può sottacersi, peraltro, che alla concreta determinazione quantitativa del prezzo di emissione delle nuove azioni nelle società quotate concorrono ulteriori motivazioni, tra le quali assume valenza preminente quella di segnalazione al mercato delle prospettive economiche del titolo al fine di influenzare le aspettative degli investitori. A tale riguardo appare evidente che un prezzo di emissione particolarmente basso — in assenza di motivate giustificazioni — invia segnali sfavorevoli al mercato, dovendosi ragionevolmente attendere in prospettiva una riduzione dell'utile per azione e degli altri indicatori di *performance* utilizzati dagli investitori professionali.

Prescindendo dalle succinte considerazioni sopra espresse in ordine al prezzo di emissione, gli aumenti di capitale nelle società quotate pre-

sentano profili di ordine applicativo che pongono talune perplessità all'interprete.

La prassi prevalente prevede la delega assembleare agli amministratori della facoltà di aumentare il capitale sociale, in una o più volte, in forma scindibile, per un dato ammontare nominale massimo e con eventuale sovrapprezzo. Nella maggior parte dei casi l'assemblea delega agli amministratori anche la determinazione del prezzo di emissione, avendo cura talvolta di fissare taluni parametri quantitativi (inclusa la fissazione di un prezzo minimo) ⁽⁸⁾.

Orbene, corre l'obbligo di chiedersi innanzitutto se una tale ampiezza di poteri assegnati agli amministratori in ordine alla determinazione del prezzo di emissione sia compatibile con la tutela di tutti i soci, oppure possa prestarsi — in mera ipotesi — a manovre proditorie in danno di quelli non appartenenti al gruppo di controllo; ciò a maggior ragione nell'ipotesi di assegnazione del diritto di opzione, per la quale l'ordinamento giuridico non contempla alcuna verifica di terzi (i.e. società di revisione) in ordine alla congruità del prezzo.

Per un verso la motivazione di una così ampia elasticità di comportamento trova ragionevole fondamento nell'inopportunità che l'assemblea fissi un prezzo puntuale, atteso il non breve lasso di tempo che generalmente intercorre tra l'assunzione della delibera ed il lancio dell'operazione sul mercato, garantendo per tal via agli amministratori di poter attendere il momento più prossimo al collocamento per determinare il prezzo di emissione dei titoli e poter meglio cogliere il *trend* di mercato. D'altro canto, viene da chiedersi se non possa immaginarsi la fissazione da parte dell'assemblea di limiti rigidi in valore assoluto (prevedendo un prezzo minimo e massimo) così da limitare l'entità dello sconto pratica-

⁽⁸⁾ In un recente collocamento azionario offerto in opzione agli azionisti l'assemblea ha assegnato agli amministratori la facoltà di determinare il prezzo di emissione delle azioni «... tenendo conto dell'oggettivo riferimento fornito dalle condizioni del mercato borsistico al momento della singola operazione di aumento del capitale sociale e, in subordine, facendo anche riferimento alle risultanze dell'applicazione delle metodologie di valutazione più comunemente riconosciute ed utilizzate nella pratica professionale (...) rispettando comunque il prezzo minimo di emissione per azione fissato nel valore unitario per azione del patrimonio netto consolidato risultante dall'ultimo bilancio chiuso e approvato dal Consiglio di Amministrazione anteriormente alla delibera consiliare di aumento del capitale sociale».

bile dagli amministratori oppure, in alternativa, la fissazione di criteri puntuali mediante i quali procedere al calcolo delle medie temporali e dei corsi di Borsa da assumersi a fondamento della determinazione del prezzo (quale tipologia di media: aritmetica; ponderata; ecc.? quali prezzi tra le numerose configurazioni esistenti: prezzo di apertura; prezzo di riferimento; prezzo ufficiale; ecc.? quale arco temporale prendere in considerazione nella determinazione della media dei prezzi?).

In conclusione, pare a chi scrive che la discrezionalità tecnica degli amministratori nella fissazione del prezzo di emissione delle azioni dovrebbe trovare opportune limitazioni nel deliberato assembleare, suscitando perplessità una «delega in bianco» che rimette di fatto la decisione del *quantum* all'organo gestorio.

4. *Aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione ex art. 2441 comma 5 c.c. Profili economico-aziendali.* — S'è già chiarito in precedenza, trattando degli aumenti di capitale offerti in opzione, che per assicurare parità di trattamento agli azionisti e garantire tutela effettiva ai soci che non sottoscrivono il prezzo di emissione delle azioni dovrebbe essere fissato ad un valore tendenzialmente allineato a quello scaturente da una stima di capitale economico (c.d. valore-limite). Tale conclusione, a maggior ragione, deve ritenersi valida nell'ipotesi di aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione.

In simili circostanze, se si vuole perseguire nel concreto l'interesse degli azionisti attuali (deprivati del diritto di opzione), evitando «indebiti trasferimenti di ricchezza» in favore dei nuovi entranti, occorre che il prezzo si attesti al valore-limite, restando nella piena disponibilità dei soci la decisione consapevole di praticare uno sconto rispetto al prezzo teorico, nell'intento di favorire l'ingresso nella compagine sociale dei nuovi soggetti.

Più precisamente il valore economico del capitale ante-aumento costituisce la base di valutazione del prezzo di emissione, talché se si assume — in prima approssimazione — che l'apporto di nuovo capitale non modificherà la redditività prospettica della società (se si assume, insomma, che l'aumento dei mezzi propri induca un aumento direttamente proporzionale della redditività) allora dovrebbe concludersi che il prezzo di emissione dei nuovi titoli deve essere pari al valore economico u-

nitario delle azioni di proprietà dei vecchi soci (*ante*-aumento), così da garantire a questi ultimi l'invarianza del capitale di loro pertinenza.

Supponiamo un capitale sociale di 1.000.000 suddiviso in n. 1.000 azioni cadauna di valore nominale unitario pari a 1.000. La società genera stabilmente un utile medio-normale annuo disponibile per gli azionisti (R) pari a 500.000, talché stimando (in via semplificata) il capitale economico mediante la formula della rendita perpetua ed assumendo un tasso di attualizzazione (i) del 10% che misura la congrua remunerazione richiesta dagli azionisti (alla luce del rendimento offerto da investimenti alternativi a parità di rischio), si ottiene un valore economico complessivo W pari a 5.000.000 ed un valore economico unitario per azione (Ve_u) di 5.000.

Per coprire il fabbisogno che deriva dai nuovi investimenti programmati (almeno per la porzione di essi che si reputa opportuno finanziare con capitale proprio, anche per mantenere un fisiologico rapporto *debt/equity*) la società progetta un aumento di capitale sociale a pagamento di 1.000.000 da riservare a terzi, ponendosi dunque la questione del prezzo di emissione delle nuove azioni.

Dalla prospettazione dell'andamento economico-finanziario della gestione aziendale emerge che a fronte dell'immissione dei nuovi mezzi propri (meglio: in virtù dei nuovi investimenti, finanziati anche con i nuovi mezzi propri) R si attesta a 600.000; ne discende che i nuovi mezzi propri inducono un accrescimento del reddito in valore assoluto di 100.000, palesando una redditività marginale del 20% che è direttamente proporzionale all'accrescimento del capitale investito misurato a valori effettivi (1.000.000/5.000.000). Ipotizzando costante il tasso i , il valore economico complessivo post-aumento della società ascende a 6.000.000, una parte del quale — ammontante in valore assoluto a 5.000.000 — è di competenza dei vecchi azionisti; quindi, ad operazione avvenuta, essi dovranno detenere l'83,4% del capitale sociale per conservare il capitale economico di propria pertinenza.

Ne discende che il capitale sociale post-aumento ammonterà a 1.200.000 con una quota pari a nominali 1.000.000 di pertinenza dei vecchi soci ($1.000.000/1.200.000 = 83,4\%$) e la restante quota ($200.000/1.200.000 = 16,6\%$) da riservarsi ai nuovi sottoscrittori; ver-

ranno quindi emesse n. 200 azioni al prezzo di emissione unitario di 5.000 (1.000 nominale + 4.000 a titolo di sovrapprezzo).

È bene innanzitutto chiarire che il prezzo così individuato segna la « soglia di indifferenza » per la determinazione del valore di emissione, al di sotto della quale si procurerebbe una perdita patrimoniale in capo ai vecchi soci; naturalmente, nella prassi societaria il prezzo di emissione concretamente applicato sarà frutto della trattativa tra vecchi e nuovi azionisti (almeno nelle società chiuse) e verrà in ogni caso influenzato dai corsi di Borsa per le quotazioni, talché esso potrà discostarsi, anche in misura sensibile, dal prezzo teorico sopra individuato.

Una seconda osservazione s'impone per evitare equivoci. Nell'esempio proposto le nuove azioni riservate a terzi vengono emesse ad un prezzo coincidente con il *Ve* delle azioni di proprietà dei vecchi soci ante-aumento (5.000), talché potrebbe ingenerarsi l'errata convinzione che per evitare l'annacquamento della quota dei vecchi soci le nuove azioni debbano necessariamente emettersi al suddetto prezzo.

Si tratta ovviamente di una conseguenza scaturente dalle peculiari ipotesi assunte a fondamento dell'esercitazione, ipotesi che prefigurano la diretta proporzionalità tra redditività marginale dei nuovi investimenti ed accrescimento dei mezzi propri; solo in tale evenienza (invero astratta) vi sarà coincidenza tra il prezzo di emissione delle nuove azioni ed il *Ve* delle azioni ante-aumento. In realtà, ciò che importa ai fini della corretta determinazione di convenienza è che i vecchi soci debbono preservare, attraverso l'acconcia determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, il capitale economico in valore assoluto di loro pertinenza ante-aumento (pari nell'esempio proposto a 5.000.000). Quest'ultima sola condizione, dunque, costituisce la *ratio* del calcolo da cui discende per conseguenza — assunte date ipotesi in ordine alla redditività post-aumento ed al tasso di attualizzazione — il prezzo di emissione delle nuove azioni.

Così, riprendendo i numeri dell'esercizio, è sufficiente ipotizzare che i nuovi mezzi raccolti (*rectius*: i nuovi investimenti) adducano a regime ad $R = 650.000$, con un accrescimento più che proporzionale della redditività post-aumento, per ottenere un prezzo di emissione teorico delle nuove azioni pari a 3.356 (di cui 2.356 a titolo di sovrapprezzo) di

gran lunga inferiore a quello dell'ipotesi precedente ⁽⁹⁾. La ragione dell'abbassamento del prezzo di emissione risiede nella prospettata crescita della redditività post-aumento ($650.000-500.000/500.000 = 30\%$), che aumenta in misura più che proporzionale rispetto all'accrescimento dei mezzi propri misurato a valori effettivi ($1.000.000/5.000.000 = 20\%$).

A tale riguardo, ci si potrebbe chiedere se abbia fondata motivazione economica il « premio » riconosciuto ai nuovi entranti, con la richiesta di un sovrapprezzo di emissione ridotto, cui si accompagna correlativamente la diluizione della partecipazione dei vecchi soci (83,4% nella prima ipotesi; 77% nella seconda). L'obiezione appare a prima vista fondata, tenuto conto che mediante il calcolo proposto l'incremento della redditività post-aumento viene imputata interamente a beneficio dei nuovi soci, assumendosi implicitamente che l'incremento della *performance* aziendale sia ascrivibile unicamente all'immissione del nuovo capitale proprio; nondimeno deve osservarsi che nelle due ipotesi in commento i « fondamentali economici » restano immutati, talché — almeno in linea teorica — non si manifestano indebiti trasferimenti di ricchezza tra vecchi e nuovi soci.

Difatti:

— l'utile per azione post-aumento (500) è identico (600.000/1.200 nella prima ipotesi; 650.000/1.298 nella seconda) e coincide con quello ante-aumento (500.000/1.000);

— il *Ve* delle azioni ante-aumento ($5.000.000/1.000 = 5.000$) coincide con quello post-emissione in entrambe le ipotesi (6.000.000/1.200 nella prima; 6.500.000/1.298 nella seconda);

— il capitale economico di spettanza dei vecchi soci prima dell'operazione resta immutato post-aumento (5.000.000).

L'obiezione in commento potrebbe trovare un ulteriore argomento nella circostanza che ad operazione avvenuta — se le ipotesi di redditi-

⁽⁹⁾ In tal caso *W* ad operazione avvenuta è stimato in 6.500.000 (assumendo $i = 10\%$ costante); per preservare intatta la quota del capitale economico di spettanza dei vecchi soci ante-aumento ad essi deve quindi riconoscersi il 77% ($5.000.000/6.500.000$) del capitale sociale post-aumento, che ammonterà pertanto a nominali 1.298.000 (di cui 298.000 di spettanza dei nuovi soci). Dovendosi raccogliere nuovi mezzi propri per 1.000.000, le n. 298 azioni di nuova emissione dovranno essere offerte al prezzo di 3.356 ($1.000.000/298$).

vità venissero confermate — ciascuna azione vale 5.000, talché a prima vista non troverebbe giustificazione l'emissione « a sconto » al prezzo di 3.356. La motivazione del prezzo, come si è già rilevato, risiede nella circostanza che la creazione di valore della società post-aumento (testimoniata dalla crescita di R da 500.000 a 650.000 e dal conseguente accrescimento del capitale economico, ipotizzando fermo il tasso i) viene riconosciuta interamente ai nuovi azionisti. Ora, è evidente che tale accrescimento della redditività non consegue in via diretta dall'accrescimento dei mezzi propri, bensì dalla più efficiente gestione degli investimenti (si badi: non già dei soli *nuovi* investimenti effettuati in virtù dei mezzi propri raccolti, ma più in generale da una migliorata coordinazione delle generali combinazioni economiche d'azienda), talché — per concludere — potrebbe sostenersi che della creazione di valore che si genera post-aumento dovrebbero beneficiare (almeno in parte) anche i vecchi soci, dovendosi quindi procedere all'emissione delle nuove azioni ad un prezzo superiore al limite minimo di 3.356.

Tralasciando la prospettiva teorica sin qui seguita, deve convenirsi con una tale impostazione. È probabile, quindi, che nella prassi societaria il prezzo di emissione delle nuove azioni si attesti ad un valore superiore a quello astrattamente individuato in linea teorica, il quale — si rammenta — costituisce il limite minimo del prezzo di emissione per garantire la più volte ricordata integrità del valore economico di spettanza dei vecchi azionisti.

Il ragionamento sin qui svolto induce un ultimo interrogativo: ha concreto fondamento l'ipotesi assunta, secondo la quale nell'impostazione del calcolo del prezzo (di emissione delle nuove azioni) occorre prefigurare l'effetto che s'induce sulla redditività aziendale in conseguenza dell'immissione dei nuovi mezzi propri, così da porre a raffronto valori di capitale economico prima e dopo l'aumento del capitale sociale?

Chi scrive propende per l'affermativa, se non altro in ragione dell'ovvia considerazione che la richiesta di capitale proprio (agli azionisti attuali oppure a terzi) presume la necessità della copertura di un fabbisogno finanziario per fronteggiare nuovi investimenti e/o per riequilibrare la struttura del passivo; ne consegue che nel progettare l'emissione, per coerenza, occorrerà prefigurare nell'elaborazione del piano industriale e dei bilanci previsionali l'effetto « a regime » sulla redditività che si

produrrà (anche) per effetto dei nuovi mezzi propri investiti. Che senso avrebbe, d'altronde, ancorare le determinazioni quantitative in commento alla (sola) entità del capitale economico ante-operazione (nel nostro esempio pari a 5.000.000), evitando di chiedersi se ed in quale misura il capitale economico si accresce in ragione dell'investimento dei nuovi mezzi propri?

Mancando una base-dati pubblica non è possibile verificare quale impostazione venga effettivamente accolta nella prassi societaria per la determinazione del prezzo di emissione; nondimeno, è lecito presumere che prevalga l'impostazione secondo cui, una volta determinato il capitale economico della società ante-aumento e per tal via il *Veù* delle vecchie azioni, le nuove azioni vengono emesse ad un prezzo prossimo a tale ultimo valore, senza prospettarsi l'effetto sulla redditività (e sul capitale economico) scaturente dall'immissione dei nuovi mezzi propri. Se tale ipotesi corrispondesse al vero, dovrebbe allora concludersi che il prezzo di emissione sconta implicitamente la diretta proporzionalità tra redditività marginale dei nuovi investimenti ed accrescimento dei mezzi propri.

5. Aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione ex art. 2441 comma 5 c.c. Commento alla norma civilistica e spunti di prassi. — Nell'ipotesi di esclusione del diritto di opzione l'ordinamento giuridico tutela gli azionisti attuali, i quali — essendo impossibilitati a seguire l'aumento — debbono veder assicurato il proprio diritto alla conservazione dell'effettivo valore patrimoniale della propria quota ante-operazione.

A tal fine, viene disposto che:

a) gli amministratori indichino in apposita relazione all'assemblea le ragioni dell'esclusione/limitazione dell'opzione ed i criteri utilizzati per la determinazione del prezzo di emissione;

b) quest'ultimo venga determinato « in base al patrimonio netto », tenendo conto per le società quotate « dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre »;

c) il collegio sindacale (la società di revisione, nelle quotate) si esprima con apposita relazione in ordine alla congruità del prezzo di emissione;

d) l'assemblea deliberi con voto favorevole di oltre la metà del capitale sociale, anche nelle convocazioni successive alla prima.

Prescindendo dai punti *a)* e *d)* che investono argomenti prettamente giuridici, pare utile qualche riflessione in ordine ai due restanti punti.

Innanzitutto si pone una questione preliminare: per quale motivo il legislatore ha ritenuto opportuno dettare criteri valutativi, seppur generici, e prevedere garanzie (pareri di congruità di terzi) in ordine alla determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ipotesi di esclusione dell'opzione e non anche nell'ipotesi degli aumenti di capitale c.d. ordinari (regolati dal comma 1 dell'art. 2441 c.c.)? Presumibilmente poiché assume la sussistenza in tale secondo caso di « garanzie automatiche » che tutelano i soci, senza bisogno di dettare regole legislative a presidio delle loro prerogative patrimoniali.

La prima tutela consiste nell'assunto che — in presenza del diritto di opzione — l'entità del prezzo di emissione sia neutra, garantendo la parità di trattamento per qualsiasi delle molteplici combinazioni possibili tra nominale e sovrapprezzo. Orbene, come si è già chiarito in precedenza, una siffatta conclusione ha fondamento nella sola ipotesi (fortemente restrittiva) che tutti i soci sottoscrivano; di contro, ove taluni soci non seguano l'aumento di capitale, il prezzo di emissione non è affatto neutro.

La seconda tutela consiste nell'assegnazione del diritto di opzione, che garantirebbe ai soci che non sottoscrivono — attraverso la cessione verso corrispettivo a terzi — di recuperare (almeno in parte) la perdita di valore della partecipazione, nella realtà — con riferimento precipuo alle società non quotate — questo assunto non trova effettiva verifica, in quanto è ben noto che non esiste un mercato attivo dei diritti.

Ne discende che i due suddetti «meccanismi di tutela automatica» — i quali dovrebbero assicurare la parità di trattamento tra soci negli aumenti di capitale con assegnazione del diritto di opzione — non dispiegano concreta efficacia, talché è probabile che gli azionisti che non partecipano all'aumento (per impossibilità finanziaria o indisponibilità) rischiano di subire un pregiudizio patrimoniale, cui consegue correlativamente un «indebito vantaggio» degli azionisti che sottoscrivono.

La mancanza di una prescrizione civilistica che regoli il prezzo di emissione in presenza di opzione costituisce dunque, a parere di chi

scrive, una lacuna dell'ordinamento che andrebbe in qualche modo colmata, eventualmente estendendo l'attuale disciplina del comma 6 dell'art. 2441 c.c. agli aumenti con assegnazione dell'opzione.

Venendo a trattare del punto *b*), si pone la questione dei parametri generali individuati dal precitato sesto comma dell'art. 2441 c.c. per la determinazione del prezzo di emissione. Per le società chiuse, alla luce del ragionamento sviluppato in precedenza, deve affermarsi che il mero riferimento testuale al « valore del patrimonio netto » non denota concreto fondamento economico, e ciò a prescindere dalle molteplici configurazioni di patrimonio che si offrono all'interprete (patrimonio netto contabile; patrimonio netto rettificato a valori correnti; ecc.).

Per i motivi sopra esposti, si ritiene che per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni debba necessariamente procedersi alla stima del capitale economico della società, prescindendo dall'entità del patrimonio netto esistente. Orbene, è noto che talune delle molteplici determinazioni di capitale economico astrattamente utilizzabili s'imperniano proprio sul valore patrimoniale dell'impresa, in varia guisa determinato; nondimeno, appare imprescindibile l'effettuazione (anche) di stime reddituali e/o finanziarie per giungere ad una stima coerente e razionale del valore economico del capitale.

A tale precipuo riguardo deve quindi concludersi che la norma civilistica si mostra carente, talché *de iure condendo* parrebbe utile ipotizzare la sua riformulazione magari traendo spunto dal testo dell'art. 2437-ter comma 2 c.c., che regola la determinazione del valore di liquidazione delle azioni nell'ipotesi di recesso.

Si ricorderà che una tale proposta è stata già avanzata in precedenza dallo scrivente, trattando del prezzo di emissione delle azioni in ipotesi di assegnazione del diritto di opzione, ma essa si figura utile anche nel caso di esclusione dell'opzione. In entrambi i casi, difatti, la determinazione del prezzo di emissione delle azioni non può prescindere dalla prospettazione (ancorché sommaria) del capitale economico della società emittente, al fine precipuo di: *i*) garantire parità di trattamento agli azionisti che non sottoscrivono, nel caso di assegnazione dell'opzione; *ii*) preservare il valore economico dell'investimento dei vecchi soci, nel caso di esclusione dell'opzione. Pertanto, il riferimento normativo alla « consistenza patrimoniale ed alle prospettive reddituali » assicurerebbe

un chiaro richiamo alla necessità di una stima del valore economico della società.

Per le società quotate la norma civilistica richiede di tener conto anche di un secondo parametro quantitativo, individuato nell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre. Trattasi di indicazione chiaramente «elastica», che lascia ampi margini di discrezionalità tecnica agli azionisti (o meglio — sempre più di frequente nella prassi — agli amministratori, in virtù delle deleghe attribuite dall'assemblea) nella fissazione del prezzo.

Deve convenirsi che, trattandosi di corsi di Borsa soggetti a naturale oscillazione, il riferimento normativo ad un orizzonte temporale piuttosto esteso induce una condivisibile attenuazione delle « punte » di prezzo; per converso, deve riconoscersi che la naturale propensione delle quotate ad emettere le nuove azioni ad un prezzo orientato alle quotazioni più recenti e prossime all'effettivo collocamento dei titoli — ferma restando la possibilità di applicare uno sconto per agevolare l'emissione — possiede fondata motivazione, non potendosi prescindere dai prezzi di mercato attuali e dal *trend* delle quotazioni.

A parere di chi scrive, dunque, non può chiedersi al legislatore di immaginare modifiche normative in ordine al prezzo di emissione, tenuto conto da un lato delle esigenze societarie di seguire la fisiologica volatilità del titolo per calibrare tempestivamente il prezzo di emissione e, dall'altro lato, dell'estrema difficoltà di regolare in maniera puntuale per via normativa le modalità ed il *quantum*.

Piuttosto l'osservazione della prassi societaria induce talune perplessità, con particolare riferimento alle tecniche di collocamento dei titoli invalse sul mercato (in specie nell'ipotesi di società che procedono all'aumento del capitale per accedere alla quotazione in Borsa).

Come noto nelle *Ipo* viene indicato dapprima, nel prospetto informativo, l'intervallo di valorizzazione del capitale economico (intervallo, peraltro, non vincolante ai fini della determinazione del prezzo effettivo), individuando il prezzo minimo e massimo delle azioni di nuova emissione; successivamente, il giorno antecedente all'inizio del periodo di offerta, viene comunicato al mercato il prezzo massimo fissato d'intesa con gli *advisor* ed i coordinatori del collocamento, anche alla luce delle manifestazioni d'interesse pervenute dagli investitori istituzionali,

determinando quindi il prezzo effettivo di emissione soltanto al termine del periodo di offerta al pubblico tenendo conto, all'uopo, delle condizioni del mercato mobiliare e delle adesioni effettivamente ricevute (c.d. meccanismo *open price*).

Di fatto, per tal via, la determinazione del prezzo di emissione viene rimessa al mercato che opera secondo i meccanismi (tendenzialmente) competitivi di incrocio tra domanda ed offerta dei titoli, talché il prezzo effettivo di sottoscrizione viene determinato *ex post* a conclusione della procedura di collocamento.

Come si coniuga un siffatto meccanismo con le prescrizioni civilistiche in commento, che ipotizzano implicitamente la fissazione di un prezzo *ex ante*? Pur non volendosi addentrare in considerazioni giuridiche, non può sottacersi che una tale modalità operativa di determinazione del prezzo di emissione rischia, nel concreto, di disattendere le finalità di tutela perseguite dalla norma, talché ad esempio:

— l'assemblea nel delegare agli amministratori l'emissione, di regola, non fissa un «prezzo chiuso» ma si limita all'indicazione di un prezzo minimo generalmente rapportato al patrimonio netto contabile risultante dall'ultimo bilancio, oppure a individuare i soli criteri di determinazione del prezzo (in forma volutamente generica, così da lasciare ampia discrezionalità agli amministratori) senza alcuna indicazione del *quantum* in valore assoluto;

— il consiglio di amministrazione, nella propria relazione all'assemblea *ex art.* 2441 comma 6 c.c., non illustra (come invece richiesto dalla norma) «i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione», assumendo per fermo l'eventuale prezzo minimo fissato dall'assemblea e riservandosi di determinare il prezzo di offerta successivamente, al termine del collocamento;

— il collegio sindacale, tenuto ad esprimere il parere di congruità (trattandosi di società non quotata che procede all'aumento del capitale con esclusione del diritto di opzione) si trova impossibilitato ad assolvere compiutamente al proprio ufficio, per l'ovvia ragione che alla data di rilascio del parere il prezzo di emissione è ignoto, potendosi al più esprimere in ordine alla congruità del prezzo minimo fissato dall'assemblea (nell'ipotesi che l'assemblea abbia ritenuto di indicarlo).

Appare quindi evidente che le garanzie poste dall'ordinamento a tutela dei vecchi soci nella determinazione del prezzo di emissione rischiano di essere aggirate a motivo dell'iter procedurale sopra esposto, il quale — di fatto — da un lato rimette sostanzialmente a terzi (non già ai soci) la quantificazione del prezzo e dall'altro lato svuota di contenuto effettivo le verifiche di congruità rimesse agli organi di controllo. Da qui la perplessità in ordine alla conformità dei comportamenti invalsi nella prassi al disposto di legge ed alle finalità garantiste da essa perseguite, cui viene tributato (a parere dello scrivente) un mero ossequio formale.

Tale opinione trova conferma nell'osservazione della prassi societaria. Ad esempio, in occasione di un recente collocamento, il collegio sindacale così relazionava all'assemblea in ordine alla congruità del prezzo di emissione: «... come risulta dalla relazione, il consiglio di amministrazione ha determinato nella misura minima di |CE 0,45 il prezzo di emissione di ciascuna azione, come di prassi nelle operazioni di quotazione, in base al patrimonio netto risultante dal bilancio consolidato della società. Il collegio sindacale ha riscontrato la fondatezza e la ragionevolezza dei criteri enunciati della relazione, e pertanto (...) conferma che il prezzo di emissione minimo, così determinato, risulta essere conforme al disposto dell'art. 2441, comma 6, c.c.».

Senza voler indugiare sul caso di specie, corre innanzitutto l'obbligo di chiedersi se l'espressione di un parere da parte del collegio sindacale sul solo « prezzo minimo » risulti aderente al testo normativo e rivesta un qualche significato concreto per gli azionisti chiamati a deliberare; ad evidenza la risposta deve essere negativa. Allora, senza pretendere di voler modificare le procedure operative di collocamento invalse sul mercato, viene da chiedersi se non convenga ricalibrare la norma civilistica prevedendo, in simili circostanze, che il collegio sindacale sia chiamato a rilasciare nuovamente il parere al termine dell'operazione, allorquando sarà conosciuto l'effettivo prezzo di emissione.

Analogamente per gli amministratori, richiesti dalla norma civilistica di illustrare all'assemblea i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione, i quali — per i medesimi motivi ora esposti — si trovano impossibilitati, di fatto, ad ottemperare il disposto normativo, proponendo all'assemblea di deliberare in merito al solo prezzo minimo

e richiedendo agli azionisti una «delega in bianco» per la fissazione del prezzo effettivo di emissione.

6. *Aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione ex art. 2441 comma 4 c.c. da liberarsi mediante conferimenti in natura.* — A norma dell'art. 2441 comma 4 c.c. il diritto di opzione non spetta per gli aumenti di capitale a fronte di conferimenti in natura. In tal caso, trattandosi di fattispecie analoga all'esclusione del diritto di opzione, il sesto comma richiede: *i)* agli amministratori di relazionare all'assemblea in merito alle ragioni dell'operazione ed al prezzo di emissione delle nuove azioni; *ii)* al collegio sindacale (alla società di revisione, per le quotate) di esprimersi sulla congruità di quest'ultimo.

La legge richiede anche l'intervento di un perito indipendente per la stima del conferimento ma — ad evidenza — tale prescrizione mira a finalità differenti da quelle in commento: si tratta di una garanzia posta principalmente a tutela dei terzi, onde assicurare la « copertura » dell'aumento di capitale evitando rischi di sopravvalutazione dell'apporto (ed il conseguente annacquamento del patrimonio post-conferimento).

L'operazione consiste nell'acquisto a titolo oneroso effettuato dalla società conferitaria, la cui peculiarità risiede nelle modalità di pagamento del corrispettivo al cedente che è costituito da azioni di nuova emissione. Secondo logica economico-aziendale, pertanto, occorre stabilire in via preliminare il valore dell'apporto (il cui limite superiore viene fissato dal perito indipendente) e successivamente il valore delle nuove azioni — che dovrebbe scaturire dalle determinazioni di capitale economico della società conferitaria — talché ponendoli a rapporto ne scaturisce il prezzo.

Orbene, una tale sequenza logica — che vorrebbe la formulazione distinta e formalmente autonoma dei due valori economici da porre a raffronto — non trova effettivo riscontro nella prassi, dovendosi prendere atto che nell'agire concreto i due valori (almeno in parte) si codeterminano ed il «rapporto di cambio» è frutto di una negoziazione tra le parti ⁽¹⁰⁾.

⁽¹⁰⁾ Di rapporto di cambio *stricto sensu* potrebbe parlarsi soltanto nell'ipotesi che il conferimento abbia ad oggetto partecipazioni; nondimeno, badando alla sostanza eco-

È ben vero che l'operazione importa necessariamente la determinazione dei valori economici, in termini assoluti, delle azioni emesse dalla conferitaria e dell'apporto del conferente, ma è altrettanto vero che i due suddetti valori debbono trovare il necessario aggiustamento nelle trattative tra le parti; quindi, detti valori assoluti costituiranno la base di riferimento iniziale per la negoziazione del prezzo, il quale, tuttavia, potrà discostarsi (anche significativamente) da essi, in ragione di numerosi fattori contingenti quali: il potere contrattuale relativo delle parti; l'interesse preminente di una di esse alla conclusione dell'operazione, che può indurla a sacrificare parzialmente le proprie ragioni economiche; ecc.

In definitiva è probabile che i « prezzi fatti » nel conferimento si discostino dalle « corrette ragioni di scambio » che scaturiscono dall'astratta comparazione dei valori economici stimati.

D'altronde la necessità di una trattativa tra le parti risulta evidente ove si rifletta sulla contrapposizione di interessi. Da un lato gli azionisti della conferitaria, i quali perseguono l'interesse a che il prezzo di emissione dei titoli (incluso il sovrapprezzo) si approssimi il più possibile al valore-limite individuato dal capitale economico, così da attenuare la diluizione della propria partecipazione indotta dall'apertura a terzi del capitale; dall'altro lato il conferente, che coltiva l'interesse speculare a valorizzare l'apporto nella misura massima indicata dal perito indipendente: ne scaturisce, di necessità, una negoziazione che si concluderà positivamente ove si trovi un equo temperamento degli interessi contrapposti.

Da quanto precede discende una conclusione di massima: nell'ipotesi di conferimento in natura il prezzo di emissione delle azioni non potrà scaturire dalla valutazione economica della sola conferitaria, ma dovrà necessariamente tenere conto (anche) della correlativa valorizzazione riconosciuta all'apporto. Ne consegue che agli amministratori della conferitaria incombono due obblighi: *i*) esprimersi in ordine al prezzo di emissione delle nuove azioni da assegnare al conferente, proponendo all'assemblea un prezzo che tuteli le ragioni economiche dei soci, cui

nomica dell'operazione, il riferimento appare giustificato poiché, analogamente a quanto richiesto nelle fusioni e scissioni, anche per il conferimento si pone la questione di determinare due prezzi (formalmente distinti) in valore assoluto da porre a raffronto per determinare le ragioni di scambio tra le parti.

non spetta il diritto di opzione; ma tanto non è sufficiente, poiché la tutela dei soci potrebbe nel fatto essere aggirata per il tramite di una sopravvalutazione dell'apporto, talché si figura necessario che gli amministratori *ii*) riferiscano all'assemblea in ordine alla stima del valore economico dell'apporto, così da offrire ai soci il necessario corredo informativo in ordine ai due valori economici (espressi in termini assoluti) da porre a raffronto per giungere ad una equa determinazione del rapporto di cambio ⁽¹¹⁾.

Si potrebbe obiettare che l'apporto è oggetto di stima da parte di un perito indipendente sicché, a prima vista, appare infondata la preoccupazione della sua eventuale sopravvalutazione e la conseguente necessità di riferire all'assemblea (da parte degli amministratori della conferitaria) circa il suo valore economico.

Orbene la stima peritale, come si è già detto in precedenza, viene effettuata per finalità affatto diverse dalla determinazione delle corrette ragioni di scambio tra «soci vecchi e nuovi», mirando piuttosto a stabilire il valore massimo dell'apporto a tutela di terzi e creditori della società conferitaria; talché il valore stimato dal perito, in ciò consiste il punto d'interesse, non costituisce il prezzo dell'apporto né deve coincidere necessariamente con il valore al quale l'apporto verrà concretamente effettuato: pertanto, il valore di (effettivo) conferimento può ben risultare inferiore al valore di stima indicato dal perito, a condizione che il conferente accetti il «sacrificio patrimoniale» ⁽¹²⁾.

⁽¹¹⁾ Di regola, nelle società di maggiori dimensioni, gli amministratori si avvalgono di pareri tecnico-professionali ad opera di consulenti esterni per avvalorare le stime di capitale economico prospettate all'assemblea.

⁽¹²⁾ Non di rado nella prassi societaria si osserva una tendenziale coincidenza tra valore dell'apporto stimato dal perito e prezzo effettivo del conferimento, talché se ne potrebbe (erroneamente) desumere che i soci della conferitaria abbiano rimesso, di fatto, la determinazione del prezzo dell'apporto alle risultanze della perizia redatta a norma dell'art. 2343 c.c., rinunciando ad effettuare una propria stima di quanto ricevuto a titolo di conferimento e limitandosi a decidere soltanto in ordine al prezzo di emissione delle nuove azioni. Una tale interpretazione non ha fondamento di realtà; è probabile, piuttosto, che l'integrale accoglimento del valore peritato trovi ragione: *i*) nella correlativa emissione delle nuove azioni della conferitaria ad un prezzo coincidente con il valore massimo risultante dalla stima del capitale economico; *ii*) nell'interesse del conferente — per ipotesi appartenente al medesimo gruppo societario della conferitaria — di recepire nei propri conti i valori correnti dell'apporto evidenziati dal perito nella relazione di

Deve quindi ribadirsi, per concludere sul punto, che gli amministratori della conferitaria devono illustrare all'assemblea sia il prezzo di emissione delle azioni (a norma dell'art. 2441 comma 4 c.c.) sia il valore economico fondatamente attribuibile all'apporto, così da assicurare ai soci il necessario corredo informativo sui due valori economici oggetto di negoziazione, la cui conoscenza appare imprescindibile per assumere decisioni ponderate circa il «rapporto di cambio».

Naturalmente l'assemblea si avvarrà anche della relazione di stima dell'esperto chiamato a valutare l'apporto, nel senso che all'operazione potrà darsi concreta attuazione solo a condizione che il prezzo di emissione delle nuove azioni (che riflette il rapporto di cambio ritenuto congruo dai soci della conferitaria) trovi validazione nella stima dell'apporto effettuata dal perito, così che l'aumento di capitale deliberato — nella combinazione prescelta di nominale e sovrapprezzo — risulti integralmente coperto.

Venendo a trattare specificamente dei criteri economici per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni, deve affermarsi che anche nell'ipotesi di conferimento — al pari delle altre ipotesi di aumento del capitale sociale a pagamento precedentemente illustrate — si figura necessaria una prospettazione del capitale economico della società conferitaria ⁽¹³⁾. D'altronde, a ben vedere, i fondamentali economici delle due operazioni (conferimento in denaro vs. apporto in natura) sono identici. In entrambi i casi i soci dell'emittente rinunciano al diritto d'opzione per riservare la sottoscrizione a terzi, e per ciò stesso essi si attendono di conservare — ad operazione avvenuta — la ricchezza detenuta *ex ante* (misurata in termini assoluti) preservandola dall'ingiustificata diluizione.

stima, al fine di massimizzare la plusvalenza da conferimento che concorre al reddito dell'esercizio.

⁽¹³⁾ A tale riguardo ci si potrebbe chiedere se la stima del valore economico della conferitaria debba effettuarsi nell'ipotesi c.d. *stand alone*, oppure prefigurando l'andamento economico-finanziario post-conferimento, alla luce delle (eventuali) sinergie di costo e di ricavo potenzialmente ritraibili dall'apporto. Non v'ha dubbio che in prospettiva economico-aziendale questa seconda impostazione risulti più fondata nel profilo metodologico; nella prassi, tuttavia, prevale la prima ipotesi, motivata generalmente con esigenze di cautela e prudenza della stima.

Ma la similitudine va oltre. In termini puramente economici — fatta astrazione da vincoli giuridici e motivi di opportunità che potrebbero, nel concreto, indurre a rinunciarvi — il conferimento in natura potrebbe scomporsi in due operazioni formalmente distinte da attuarsi in stretta sequenza temporale; dapprima un aumento di capitale in denaro con esclusione del diritto di opzione da riservarsi a terzi, cui farebbe seguito l'acquisto dai nuovi soci (che hanno sottoscritto l'aumento in denaro) degli *asset* che sarebbero stati oggetto dell'apporto, attingendo per il pagamento del prezzo alla provvista finanziaria riveniente dall'aumento del capitale ⁽¹⁴⁾.

Ebbene, questa particolare chiave di lettura ci pare confermare le considerazioni sinora espresse. Da un lato essa rende chiaro che anche nell'ipotesi di conferimento in natura — come per il conferimento in denaro — deve valere la tutela dei vecchi soci (privi del diritto di opzione) che impone la fissazione del prezzo delle azioni al valore-limite che assicuri l'integrità del capitale economico di loro spettanza ante-operazione; dall'altro lato, essa chiarisce che il prezzo di acquisto dell'apporto non è una variabile indipendente dal prezzo di emissione delle azioni, poiché i sottoscrittori — in linea di principio — saranno disposti a pagare le azioni di nuova emissione ad un prezzo pari al valore-limite richiesto dai soci della conferitaria alla sola condizione che il *pricing* di quanto da loro (successivamente) venduto alla conferitaria rifletta l'effettivo valore economico.

Ad evidenza, quindi, il prezzo di sottoscrizione delle azioni di nuova emissione ed il prezzo della successiva cessione alla conferitaria (da parte dei soci sottoscrittori) saranno oggetto di trattativa tra le parti e finiranno per codeterminarsi.

Per quanto concerne i criteri valutativi dettati dall'art. 2441 comma 6 c.c. in ordine alla determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, essi com'è noto valgono anche per il conferimento in natura; si rinvia pertanto alle considerazioni già svolte in precedenza, nel trattare

⁽¹⁴⁾ Per tal via potrebbe eludersi l'obbligo di stima peritale disposto dall'art. 2343 c.c. e procedersi, di fatto, all'indebita restituzione dei conferimenti ai soci; da qui la tutela prevista dall'art. 2343-*bis* c.c. nel caso di «acquisti pericolosi» compiuti nei due anni successivi alla costituzione della società.

degli aumenti in denaro, circa la significatività di detti criteri in prospettiva economico-aziendale.

A tale precipuo riguardo deve riferirsi dell'indirizzo prevalente in dottrina aziendale, secondo cui nel conferimento in natura — dovendosi porre a raffronto due stime di capitale economico — per assicurare significatività al rapporto tra i due termini occorre che essi scaturiscano dall'applicazione di criteri di valutazione tendenzialmente omogenei. Muovendo da questo assunto potrebbe ingenerarsi il dubbio che, laddove una tale omogeneità si rivelasse impraticabile nei fatti (ad esempio perché la conferitaria è società quotata mentre la conferente non lo è, oppure trattasi di società operanti in settori affatto diversi), l'applicazione di criteri differenti possa addurre a risultati distorti.

Pur concordando in linea generale con il principio di omogeneità dei criteri valutativi, deve rigettarsi una lettura particolarmente restrittiva dello stesso, talché nel concreto i criteri potranno anche divergere e tuttavia, per questo solo motivo, non potrà certo desumersi l'infondatezza delle stime, potendo risultare ampiamente giustificato nel caso di specie l'utilizzo di criteri valutativi dissimili (purché razionali e debitamente motivati).

A maggior ragione, deve contrastarsi la tesi sostenuta da taluni interpreti secondo cui, nella valutazione della conferitaria, debba procedersi mediante criteri omogenei con quelli assunti dal perito nella propria relazione di stima dell'apporto. Per i motivi anzidetti risulta evidente che le determinazioni del perito non esplicano concreta influenza sulle valutazioni economiche operate dalle parti per giungere a stabilire il prezzo del conferimento; la stima peritale, invero, esplica unicamente efficacia nel validare il prezzo (già in precedenza) scelto dalle parti, nel senso che essa individua il corrispettivo massimo che può pagarsi per l'apporto e, correlativamente, segna il limite superiore dell'aumento patrimoniale consentito alla conferitaria.

D'altronde, e l'argomento pare decisivo, non si vede come possa richiedersi agli amministratori della conferitaria di orientare le proprie stime di capitale economico (da presentare all'assemblea per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni) ai criteri adottati dal perito per la stima dell'apporto, atteso che nella prassi societaria preva-

lente la relazione illustrativa degli amministratori viene redatta prima che il perito asseveri la propria relazione.

Per concludere si presentano brevi spunti di riflessione in ordine alle modalità di determinazione del prezzo di emissione delle azioni nei conferimenti infragruppo.

In tale ambito costituisce operazione frequente lo scorporo di un ramo aziendale da parte della capogruppo (o sua controllata) mediante conferimento ad una *NewCo*, la quale diviene controllata totalitaria della conferente. In tali circostanze, non ponendosi il problema di garantire equità di trattamento ai soci vecchi e nuovi (unico socio della conferitaria è la conferente), ci si potrebbe attendere che il prezzo di emissione delle azioni si attesti al nominale e l'apporto venga effettuato a «valori di libro», applicando il criterio di continuità dei valori contabili (significativamente inferiori alla stima del perito, se la conferente è società avviata).

L'osservazione della prassi, di contro, evidenzia il frequente ricorso da parte della conferitaria all'emissione delle nuove azioni con elevatissimi sovrapprezzi ed il tendenziale allineamento dei prezzi di apporto (da parte della conferente) al limite superiore fissato nella stima peritale. Orbene, atteso che in tali circostanze le scelte di determinazione dei valori non sono dettate dall'esigenza di tutelare i soci della conferente e della conferitaria, viene naturale chiedersi la *ratio* di siffatti comportamenti.

Quanto all'imputazione a sovrapprezzo di larga parte dell'aumento di capitale della conferitaria, essa risponde probabilmente a due motivazioni: *i*) la maggiore protezione assicurata per tal via al capitale sociale in caso di perdite, le quali verrebbero assorbite dalla riserva incidendo in misura inferiore sul capitale (così evitando, o comunque differendo nel tempo, i problemi di ricapitalizzazione obbligatoria della società); *ii*) la costituzione di un « canale » per future distribuzioni agli azionisti, allorché la riserva legale abbia raggiunto il quinto del capitale sociale laddove, per converso, l'imputazione integrale al capitale sociale (senza costituzione di riserva sovrapprezzo) avrebbe prodotto l'indisponibilità delle risorse conferite, impedendone il rientro nella sfera del socio conferente se non nell'ipotesi, piuttosto infrequente, di riduzione volontaria.

Quanto invece all'allineamento del prezzo di apporto al valore limite individuato dal perito, la scelta risponde presumibilmente all'intento della conferente di rilevare nei propri conti la maggior plusvalenza possibile in conseguenza dell'operazione, facendo emergere integralmente i plusvalori latenti («formalmente realizzati», per effetto del conferimento infragruppo), massimizzando per tal via l'impatto positivo sul conto economico.

Se tali motivazioni rispondessero effettivamente agli intenti concretamente perseguiti nella prassi societaria, deve convenirsi che i conferimenti infragruppo (nonché quelli posti in essere tra «parti correlate») possono prestarsi a manovre artificiali, potenzialmente pregiudizievoli degli interessi di terzi e creditori tutelati dall'ordinamento societario; basti pensare al rischio di rivalutazioni meramente contabili degli *asset* della conferente per il tramite dell'apporto a società totalmente controllate, ed alla conseguente esposizione di « utili formalmente realizzati » nel bilancio d'esercizio della conferente ⁽¹⁵⁾.

⁽¹⁵⁾ E non anche nel bilancio consolidato del gruppo, dovendosi procedere in tal caso all'elisione della plusvalenza da conferimento (trattandosi di utile *intercompany* non realizzato).