

# Il “sovrapprezzo” nell’emissione di azioni e quote: tecniche e casi di calcolo\*

Emanuela Fusa\*\*

## 1. Definizione e determinazione

Il “sovrapprezzo” delle azioni è dato dalla differenza tra il “prezzo”, corrispettivo dovuto dall’azionista a titolo di “conferimento”, e il valore nominale delle azioni ricevute.

Pertanto avremo:

$$\text{Prezzo delle azioni} - \text{Valore nominale delle azioni} = \text{sovrapprezzo}$$

Generalmente, nella determinazione del prezzo e del “sovrapprezzo” di emissione delle azioni alle parti è lasciata piena libertà negoziale anche se non si devono dimenticare alcun limiti imposti dall’ordinamento giuridico sulle modalità relative alla determinazione e quantificazione.

Il prezzo di emissione non può infatti essere inferiore al valore nominale delle azioni (*emissione sotto la pari*).

Inoltre, a volte, alcune disposizioni impongono un “sovrapprezzo” obbligatorio per la sottoscrizione delle nuove azioni.

Nella quantificazione del “sovrapprezzo”, che, se previsto, deve comunque essere versato all’atto della sottoscrizione (art. 2439, c.c.), il legislatore, con le indicazioni incluse nell’art. 2441, c.c., ha valorizzato il procedimento valutativo che deve tener conto, come illustreremo meglio di seguito, dei metodi previsti dalla dottrina aziendalistica.

Considerando le disposizioni previste dall’art. 2441, c.c., commi 4 e 6 si vedrà come si possono rilevare alcune problematiche nella determinazione del “sovrapprezzo” delle azioni in operazioni di aumento del capitale con esclusione del diritto di opzione e l’applicazione dei criteri utili alla sua determinazione.

Cercheremo infine di dare alcune indicazioni utili alla determinazione del prezzo e del “sovrapprezzo” nelle diverse fattispecie che caratterizzano gli aumenti del capitale, evidenziando eventuali problematiche presenti.

## 2. Gli aumenti di capitale ordinari

Trattasi degli aumenti di capitale costituiti da conferimenti in denaro con opzione ai soci presenti.

Diversi sono gli aspetti da considerare, tra questi rivestono particolare importanza i seguenti:

- 1) correlazione tra “sovrapprezzo” e “diritto d’opzione”;
- 2) modi e tempi relativi alla determinazione del prezzo.

### 2.1. Correlazione tra “sovrapprezzo” e “diritto d’opzione”

La correlazione esistente fra “sovrapprezzo” e “diritto d’opzione” è un aspetto particolarmente rilevante.

La determinazione di un “sovrapprezzo” eccessivo potrebbe provocare abusi a danno delle minoranze a causa del rischio relativo all’esclusione “di fatto” dell’esercizio del “diritto d’opzione”.

Un “sovrapprezzo” elevato potrebbe poi avere anche effetti sul controllo societario da parte del soggetto economico.

In questo caso, infatti, l’operazione di sottoscrizione sarebbe particolarmente onerosa, ed incentiverebbe pertanto i vecchi azionisti a vendere i propri diritti di opzione sul mercato.

Tutto questo potrebbe generare una certa “polverizzazione” della base azionaria che, ad esempio, potrebbe consentire alla maggioranza sia il consolidamento del proprio pacchetto di controllo, sia la sua riduzione pur senza pregiudizio sulla capacità di controllo.

In una prospettiva aziendalistica, l’imposizione di un “sovrapprezzo” tende poi, in termini economici, a ridurre il valore del diritto di opzione influenzandone l’esercizio ed il trasferimento, in particolare:

- l’esercizio del “diritto d’opzione” potrebbe essere più oneroso in relazione alla misura del “sovrapprezzo”, con chiare conseguenze sulla conservazione della quota di partecipazione sociale;
- il trasferimento del “diritto d’opzione” sarebbe influenzato poi dal fatto che quanto più il prezzo di emissione delle nuove azioni si avvicina al loro valore di mercato, tanto più diminuirebbe il prezzo che il potenziale investitore sarebbe disposto a pagare per acquistare tale diritto.

\* Tratto dal capitolo 8 del Libro MAP n. 32 “Capitale di rischio e strumenti finanziari per le PMI”, 2007, pagg. da 137 a 147.

\*\* Dottore commercialista in Milano.

### 2.2. Modi e tempi relativi alla determinazione del prezzo

In ogni caso, indipendentemente dalla correlazione evidenziata tra “sovrapprezzo” e “diritto d’opzione”, nella determinazione del prezzo (*e quindi del conseguente “sovrapprezzo”*) un aspetto particolare riguarda le modalità ed i tempi di attuazione.

La determinazione del prezzo dovrebbe considerare gli andamenti del mercato per le azioni quotate e l’evoluzione di eventuali trattative in corso.

È comunque importante considerare fino a che punto la determinazione del prezzo di emissione possa rilevarsi dal contenuto della delibera di aumento e quali aspetti possano essere delegati all’organo amministrativo.

In relazione all’attività esecutiva che gli amministratori potrebbero dover svolgere in merito, si può considerare la questione relativa alla legittimità della determinazione del prezzo da parte loro solo dopo l’offerta in opzione ai soci, in modo tale da tenere conto dell’importo minimo fissato.

Può così nascere il problema relativo alla necessità di esercitare “al buio” il “diritto di opzione” il cui prezzo verrebbe influenzato dal rischio di determinazione del “prezzo di emissione”.

Tale rischio sarà minore quando l’assemblea avrà determinato almeno un prezzo minimo ed uno massimo, maggiore se l’assemblea avrà invece indicato solo il prezzo minimo lasciando al Consiglio di amministrazione il compito di ottenere il miglior ricavo dal mercato.

Oltre al possibile esercizio al buio del “diritto d’opzione”, altro problema può riguardare la derogabilità dell’obbligo di versare immediatamente il 25% del valore nominale e l’intero ammontare del “sovrapprezzo”, ai sensi dell’art. 2349, co. 1, c.c..

### 3. Esclusione del “diritto di opzione” e “sovrapprezzo”

Le disposizioni sulla determinazione del “sovrapprezzo” azioni in presenza di esclusione del “diritto di opzione” sono contenute nell’art. 2441, c.c. (*vedasi la trattazione sul diritto d’opzione*).

In particolare:

- nel comma 4 sono indicate le disposizioni applicabili solo ad alcuni casi di esclusione del “diritto di opzione”: conferimenti in natura e quale facoltà statutaria nelle società quotate;
- nel comma 6 vengono riportate le indicazioni applicabili in tutti i casi di esclusione o non spettanza del diritto di opzione;
- nel comma 8 viene infine prevista una deroga, rispetto alla disciplina generale, che comporta la disapplica-

zione della disciplina del “sovrapprezzo” obbligatorio in caso di aumento di capitale offerto ai dipendenti.

#### **Comma 4, art. 2441, c.c.**

Nella prima parte del comma 4 dell’art. 2441 viene disciplinata l’esclusione del “diritto d’opzione” per le azioni di nuova emissione che secondo la delibera di aumento del capitale devono essere liberate mediante conferimenti in natura.

Per le sole società emittenti azioni quotate su mercati regolamentati, la seconda parte del comma 4 dell’art. 2441, c.c., ha poi previsto che lo statuto possa escludere il “diritto di opzione” nei limiti del 10% del capitale sociale preesistente, a condizione che il “prezzo di emissione” corrisponda al “valore di mercato” delle azioni e ciò sia confermato in apposita relazione della società incaricata della revisione contabile.

In tal modo con questa fattispecie speciale di esclusione del “diritto d’opzione” si è voluto perseguire l’obiettivo di differenziare la disciplina delle società quotate dalle altre, secondo la definizione di cui all’art. 2325-bis, c.c.<sup>1</sup>.

Si è così tutelato l’interesse volto a consentire l’ingresso di nuovi soci, senza i vincoli temporali e procedurali imposti dalla legge nelle altre ipotesi di esclusione del diritto di opzione e favorendo in questo modo il reperimento di capitale di rischio.

In ogni caso, l’ambito di applicazione della norma riguarda solo gli aumenti di capitale sociale da liberarsi con conferimenti in denaro.

Venendo ora a meglio analizzare le citate disposizioni normative è importante notare come per la determinazione del prezzo venga richiamato il concetto di “valore di mercato”.

Tuttavia non viene data alcuna indicazione sui metodi che dovrebbero essere utilizzati per la determinazione del “sovrapprezzo”, né sull’estensione dell’arco temporale di riferimento.

È razionale pertanto ritenere come, in tal caso, i concetti economici aziendalistici devono trovare applicazione; pertanto, relativamente alle metodologie, queste dovranno essere differenti in relazione alle diverse fattispecie in cui potranno avere applicazione.

Il “valore di mercato” deve infatti rappresentare il “valore economico” del patrimonio netto, identificare il valore di scambio relativo ad un’ipotetica contrattazione anche al di fuori di un mercato regolamentato.

Diverse modalità trovano così applicazione al fine di ridurre il rischio dovuto all’esclusivo riferimento al valore di borsa in un dato momento.

Si possono quindi utilizzare differenti parametri, come:

- 1) il prezzo medio del titolo in un determinato lasso di tempo;
- 2) il patrimonio netto rettificato a valore corrente;
- 3) le prospettive reddituali della società.

<sup>1</sup> Art. 2325-bis, co. 1: “Ai fini dell’applicazione del presente titolo, sono società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio le società emittenti con azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse fra il pubblico in misura rilevante”.

Naturalmente occorre sempre e comunque tenere presente i possibili limiti di tali metodi che trovano applicazione per valutare un concetto estremamente vago, soprattutto in presenza di titoli con elevata volatilità, come il “valore di mercato”.

Spesso, soprattutto a causa del periodo di tempo che intercorre tra la delibera di aumento del capitale e la sua effettiva esecuzione, non si determina uno specifico prezzo di emissione bensì un criterio per la sua determinazione.

In ogni caso, operativamente si è soliti utilizzare il prezzo medio delle contrattazioni avvenute in un dato arco temporale prossimo all'emissione delle nuove azioni.

Alcuni correttivi vengono poi applicati, tra questi:

- 1) la condizione che il prezzo di emissione non sia inferiore ad un prezzo minimo deliberato dall'assemblea e/o inferiore al valore del patrimonio netto per azione alla data della chiusura del bilancio dell'esercizio precedente;
- 2) per ridurre il rischio di eventuali manovre speculative, l'esclusione dei prezzi relativi ai due giorni nei quali si sono registrate le maggiori variazioni;
- 3) per compensare la volatilità del titolo, l'applicazione di uno sconto.

Tuttavia se il prezzo medio delle contrattazioni avvenute in un dato arco temporale prossimo all'emissione delle nuove azioni può costituire un valido strumento per determinare un prezzo rappresentativo del “valore di mercato” delle azioni, in alcuni casi può essere comunque inadeguato.

Classico esempio la situazione in cui un titolo, nell'arco di tempo considerato, abbia registrato un andamento sempre crescente del corso di borsa; in tal caso è logico ritenere che l'uso di una media generi un prezzo di emissione inferiore al prezzo corrente.

Questo valore, utilizzato per un aumento di capitale, potrebbe quindi svalutare i vecchi titoli, generando un ingiustificato ribasso del valore economico dell'impresa.

Altro problema potrebbe poi riguardare le modalità utili a costruire la media dei prezzi di mercato; in pratica il problema consiste nella scelta tra la media aritmetica o quella ponderata.

In merito si rileva come sia preferibile utilizzare una media ponderata facendo uso, come pesi per la ponderazione, dei volumi scambiati nelle diverse giornate di borsa considerate, rapportati al volume totale degli scambi nel periodo assunto a base del calcolo della media.

Anche il prezzo di mercato è suscettibile di essere configurato in modo diverso come si può rilevare anche con riferimento alle definizioni contenute nell'art. 3.1 dell'ultima versione del Regolamento Mercati.

Le disposizioni regolamentari si riferiscono, a seconda dei casi, al “prezzo di apertura”, al “prezzo d'asta di chiusura”, al “prezzo di riferimento”, al “prezzo medio” e, ancora, al “prezzo ufficiale” (l'art. 106, D.Lgs. 24/02/1998,

*n. 58 - T.U. dell'intermediazione finanziaria - prevede che, in caso di offerta pubblica di acquisto totalitaria, il prezzo per il quale si promuove l'offerta non sia “inferiore alla media aritmetica fra il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi e quello più elevato pattuito nello stesso periodo dall'offerente per acquisti di azioni della medesima categoria” e che “qualora non siano stati effettuati acquisti, l'offerta è promossa al prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile”).*

Altro aspetto interessante consiste poi nell'individuare l'arco di tempo da prendere in considerazione per determinare la media dei prezzi delle azioni.

Un orizzonte temporale ridotto potrebbe riflettere eventi di natura straordinaria o speculativa, al contrario, un orizzonte temporale troppo esteso potrebbe portare a utilizzare informazioni non sufficientemente aggiornate sull'azienda e sul contesto di riferimento.

Non può sfuggire come sia tuttavia razionale individuare l'estensione del riferimento temporale in modo differente in relazione al tipo di società emittente e, in particolare, considerando la diffusione del flottante.

A quale momento riferire poi la media dei prezzi?

Si potrebbe infatti utilizzare, alternativamente, solo il periodo anteriore all'assunzione della delibera di emissione oppure l'arco di tempo intercorrente tra l'approvazione della delibera e l'effettiva esecuzione dell'aumento di capitale.

In questo secondo caso, la delibera dovrà solo indicare un criterio per la determinazione del “prezzo di emissione”, fissato successivamente alla delibera stessa; in questa situazione quindi la società di revisione sarà chiamata a certificare l'idoneità dei criteri scelti per la determinazione del prezzo rispetto al “valore di mercato”, e non la corrispondenza tra un “prezzo di emissione”, non ancora definito ed il “valore di mercato”.

Le due soluzioni dal punto di vista del mero calcolo numerico, possono non essere neutrali rispetto alle aspettative e agli interessi della maggioranza.

Ad esempio, è possibile che la media aritmetica del prezzo ufficiale di un titolo, calcolata in un determinato arco temporale prossimo alla data della delibera che deve determinare il prezzo di emissione delle nuove azioni, fornisca un risultato più “prevedibile” quando l'arco temporale di riferimento precede la data di fissazione del prezzo, rispetto a una media calcolata in prossimità dell'emissione delle nuove azioni.

Altro problema consiste poi nel chiarire se il “prezzo di emissione” debba riflettere esattamente o con il minore scostamento possibile il “prezzo di mercato” delle azioni oppure se il termine possa essere inteso in modo più flessibile, chiarire quindi il significato del termine “corrispondente”.

A tal fine è importante distinguere a seconda:

- 1) del tipo di operazione di collocamento delle azioni: offerta pubblica o collocamento privato e, in quest'ultimo caso, a seconda della tipologia del sottoscrittore delle azioni;

- 2) della situazione patrimoniale dell'emittente;
- 3) della prevedibile evoluzione dei corsi di mercato.

### **Comma 6, art. 2441, c.c.**

Seguendo le disposizioni del comma 6 dell'art. 2441, c.c., i casi di esclusione previsti dal primo periodo del quarto comma dell'art. 2441, c.c., e dal quinto periodo (*aumenti di capitale effettuati a fronte di conferimenti in natura e nei casi in cui l'interesse sociale lo esiga*), l'assemblea nel deliberare il "prezzo di emissione" delle azioni, considera anche il valore del patrimonio netto e, per le azioni quotate, tiene conto dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre.

In questo modo si è cercato di compensare i vecchi azionisti per la diluizione della partecipazione subita per effetto dell'ingresso dei nuovi soci.

In pratica il "sovrapprezzo" imposto ad ogni azione di nuova emissione in occasione di un aumento del capitale sociale ha lo scopo di impedire il depauperamento del valore reale del titolo.

Da un punto di vista aziendalistico, il "sovrapprezzo" azioni, in presenza di operazioni di aumento di capitale a pagamento, tutela il valore economico unitario delle azioni, mantiene inalterato il rapporto tra il valore contabile ed il valore economico del capitale dell'azienda.

Ne consegue che la determinazione del prezzo finale di emissione delle nuove azioni è solitamente influenzata dai seguenti elementi:

- a) il valore nominale delle azioni (*capitale sociale diviso il numero delle azioni già emesse*);
- b) il conguaglio dividendo (*utile in corso di maturazione nell'esercizio in cui viene deliberato l'aumento di capitale diviso il numero delle azioni già emesse*);
- c) il "sovrapprezzo" (*somma delle riserve e dell'avviamento diviso il numero delle azioni già emesse*).

Quanto sopra può essere espresso attraverso la seguente formula:

$$PAN = (CS + U + RS + A) / NVA$$

Dove:

PAN = prezzo azioni nuove  
CS = Capitale sociale  
U = Utile  
RS = Riserve  
A = Avviamento  
NVA = Numero vecchie azioni

Il "sovrapprezzo" può quindi essere determinato come segue:

$$S = [W (NVA + NNA)] / NVA - W - ACS$$

Dove:

S = "Sovrapprezzo"  
W = Valore economico  
NVA = Numero vecchie azioni  
NNA = Numero nuove azioni  
ACS = Aumento del capitale sociale

Nella determinazione del prezzo di emissione si può anche tenere conto della quota parte dei costi sostenuti per il collocamento delle nuove azioni.

Equalmente occorrerà considerare le caratteristiche connesse a particolari categorie di azioni che possono costituire oggetto dell'incremento del capitale (*azioni di risparmio, privilegiate, di godimento, a favore dei prestatori di lavoro*).

In questi casi occorre stimare il valore economico connesso ai diversi diritti amministrativi e patrimoniali.

Tale valutazione dovrà essere recepita nella formula sopra esposta.

In ogni caso, per attuare quanto indicato nel 6 comma dell'art. 2441, c.c. (*considerare il valore del patrimonio netto e l'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre*), il patrimonio aziendale non può essere rappresentato dal solo valore contabile, cosa alquanto riduttiva.

Si deve invece tener conto, previa determinazione, del suo valore economico.

Solo i valori così attribuibili al patrimonio netto devono essere la base utile alla quantificazione del "sovrapprezzo".

L'eventuale differenza tra valore contabile e valore economico delle azioni può essere solitamente dovuta ai seguenti aspetti:

- ▶ presenza di un avviamento, elemento che non trova una completa evidenza contabile nel bilancio;
- ▶ reinvestimento di una quota parte degli utili nella struttura organizzativa senza tradursi in un corrispettivo aumento del capitale sociale;
- ▶ applicazione di criteri di redazione del bilancio improntati al generale principio di prudenza e del costo<sup>2</sup> (*che valorizzano l'attivo sulla base di valori minimi*).

Tali aspetti non sono evidenziabili attraverso un bilancio redatto attraverso l'utilizzo di criteri civilistici, pertanto occorre operare delle opportune rettifiche.

Trattasi nella pratica delle modifiche necessarie alla predisposizione di un bilancio straordinario solitamente utile nella liquidazione di quote sociali in caso di recesso, o determinazione del rapporto di concambio nelle operazioni di fusioni e scissioni societarie.

È poi interessante chiedersi se il patrimonio netto, contabile o effettivo, debba o meno rappresentare un limite *al di sotto* del quale gli amministratori non possano spingersi

<sup>2</sup> Tale criterio è attualmente ancora applicato in Italia, senza possibili alternative, per le società che non utilizzano i principi contabili internazionali.



nella determinazione del “sovrapprezzo” o, in caso contrario lo stesso patrimonio netto costituisca invece un limite massimo.

In merito al primo aspetto, da un punto di vista squisitamente aziendale, la dottrina riconosce la legittimità di un valore “leggermente” inferiore in ossequio a particolari strategie aziendali.

Quanto poi al secondo punto (*limite massimo*), alcuni autori si sono espressi in senso favorevole al superamento di tale limite ritenendo che la società può elevare il sovrapprezzo fino al massimo economicamente conseguibile; un problema di limiti può comunque aversi se si considera soprattutto l’interesse degli stessi azionisti.

Un premio eccessivamente elevato renderebbe priva di interesse la sottoscrizione delle nuove azioni da parte dei vecchi soci e, nel contempo, impedirebbe la vendita dei diritti di opzione.

Per i terzi sarebbe così più conveniente l’acquisto diretto delle azioni (*specialmente se quotate in borsa*), anziché dei diritti utili alla loro sottoscrizione.

In ogni caso, dovrebbe ritenersi che il margine di discrezionalità lasciato alla società non può considerarsi illimitato, i criteri per la determinazione del “sovrapprezzo” non dovrebbero essere utili solo per stabilire l’entità minima del “prezzo di emissione”.

Un’operazione di aumento di capitale con emissione di nuove azioni ad un prezzo superiore al valore del patrimonio netto potrebbe infatti nascondere particolari manovre di politica aziendale da parte della maggioranza a danno degli azionisti di minoranza.

A parte le considerazioni esposte, deve comunque rilevarsi come normalmente le operazioni di aumento del capitale siano caratterizzate da un “prezzo di emissione” fissato al di sotto del valore corrente di mercato al fine di consentire un collocamento agevole e completo delle nuove azioni.

Nelle società quotate la flessione del corso di borsa ed il conseguente incremento della circolazione dei titoli e del volume degli scambi può infatti dipendere anche dall’aumentare di tale differenza (*margine di sicurezza*).

Tuttavia, la misura di questa differenza, dipende anche dall’insieme di altre variabili. Ad esempio in presenza di un’elevata propensione all’investimento in sede di collocamento, con prospettive di crescita elevate dell’azienda nel breve periodo e in assenza sul mercato di offerte concorrenziali di capitale di rischio, l’ammontare del margine di sicurezza dovrebbe tendere a diminuire.

## 4. Gli elementi analitici nella determinazione del “sovrapprezzo”

Abbiamo in precedenza esposto in sintesi ed attraverso l’evidenza presente in una formula matematica, gli elementi che contribuiscono alla determinazione del “sovrapprezzo”.

Si è così rilevato come tale quantificazione sia in parte dipendente dal valore economico attribuibile all’entità rappresentata dai titoli da emettere; per questa valutazione economica occorre ricorrere alle metodologie elaborate dalla dottrina aziendalistica.

Considerando quindi i parametri valutativi utili alla determinazione del “sovrapprezzo” si deve rilevare che non esiste comunque un criterio definito in quanto un certo grado di discrezionalità tecnica è obbligatoria nella scelta dei diversi metodi valutativi (patrimoniali, dei flussi, misti, ecc...).

La scelta sarà in funzione dell’oggetto del conferimento e delle concrete circostanze presenti.

Da un punto di vista aziendalistico l’uso dei diversi criteri di valutazione è infatti un processo necessariamente discrezionale, che sconta un inevitabile grado di incertezza sui risultati ottenibili nelle diverse situazioni.

Naturalmente gli elementi che rappresentano il mercato non devono essere ignorati; i corsi delle azioni sono soggetti spesso a rilevanti variazioni per il manifestarsi di eventi del tutto estranei al patrimonio aziendale (*o meglio al valore del suo capitale economico*).

Ne consegue come il “sovrapprezzo” azioni sia comunque determinato principalmente dalla domanda e dall’offerta, quindi seguendo una logica squisitamente di mercato.

Quanto sopra non può comunque prescindere, come indicato, dalla considerazione del valore del conferimento che avviene attraverso l’uso delle metodologie elaborate dalla dottrina aziendalistica.

Nell’utilizzo delle diverse metodologie uno scontro avviene tra la determinazione del valore del patrimonio netto e del “sovrapprezzo” facendo riferimento, quale punto di partenza per la determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione, al valore dei beni impiegati per l’esercizio dell’impresa (*approccio del nostro legislatore*) e l’approccio che considera invece principalmente la capacità prospettica di generare flussi finanziari o reddituali (*approccio tipicamente anglosassone*).

È chiaro comunque che nella determinazione del valore in oggetto la scelta del metodo deve essere opportuna alla situazione in cui viene applicato dovendo a pieno riflettere le potenzialità aziendali<sup>3</sup>.

Per la determinazione del “sovrapprezzo” il problema può essere ancora più complicato quando consideriamo la differenza tra un “sovrapprezzo”, determinato in sede di aumento del capitale a pagamento (*con conferimento in denaro*), rispetto alle operazioni che prevedono invece conferimenti in natura.

### **Aumenti del capitale a pagamento**

Nel primo caso il quantitativo di denaro apportato, da una parte, e il valore del patrimonio della società dall’altra, sono grandezze “omogenee”, non esiste quindi un vero e proprio prezzo, l’operazione sarebbe assimilabile ad una permuta.

<sup>3</sup> Per una sintesi espositiva degli aspetti tecnici che caratterizzano le principali metodologie elaborate dalla dottrina aziendalistica, si rinvia alla trattazione relativa al “diritto d’opzione”.

### **Conferimenti in natura**

Nel secondo caso, al contrario, si deve rapportare il valore del patrimonio sociale al valore del bene conferito, pertanto, il rapporto tra valore del patrimonio e quello del bene conferito è assimilabile ad un vero e proprio rapporto di cambio, come nelle operazioni di fusione e scissione.

Pertanto, nei conferimenti in natura, di rilievo sotto il profilo aziendalistico valutativo risulta l'ipotesi di aumento di capitale a fronte di conferimento di ramo d'azienda.

In tale situazione, un "sovrapprezzo" deve essere determinato nelle seguenti ipotesi:

- 1) società conferitaria e conferente preesistenti all'operazione di conferimento e presentano, grazie alla loro gestione passata, un valore economico superiore a quello contabile;
- 2) compagine societaria della società conferitaria diversa da quella della conferente o, in caso contrario, le percentuali delle partecipazioni sono diverse.

In tal caso l'imputazione del valore del conferimento sia al capitale sociale della conferitaria sia a riserva per "sovrapprezzo" attribuisce ai soci già presenti nella conferitaria una più equilibrata partecipazione al capitale dopo il conferimento, in quanto gli riconosce un avviamento che, specularmente, rappresenta per il socio conferente un "sovrapprezzo" azionario in natura.

In presenza di tali presupposti, i soggetti incaricati di determinare il prezzo delle azioni di nuova emissione devono quindi stimare il valore effettivo del patrimonio netto sia della società conferitaria sia della società conferente.

In tal modo, contabilmente, la riserva da "sovrapprezzo" imputata in via residuale al patrimonio netto della conferitaria deve coincidere con l'avviamento contabilizzato nella partecipazione della conferente.

Nonostante l'obbligatorietà del "sovrapprezzo", ex art. 2441, c.c., parte della dottrina ritiene pienamente valida l'ipotesi di un aumento di capitale per mezzo di conferimento effettuato a valori contabili con conseguente emissione di nuove azioni a valore nominale, ovvero senza "sovrapprezzo".

Deve comunque ritenersi tale operazione possibile solo se, nel determinare il rapporto di scambio tra il valore delle azioni emesse e quello dei beni ricevuti, si considerino i rispettivi valori reali.

Tali valori devono essere opportunamente descritti nella relazione degli amministratori al conferimento.

## **5. Gli elementi di mercato**

Se il valore economico è elemento importante nella determinazione del "sovrapprezzo" si deve comunque tenere presente che, anche gli elementi che rappresentano il mercato, devono essere considerati con particolare attenzione ai limiti che possono comportare nella determinazione delle eventuali potenzialità presenti.

Da un punto di vista aziendalistico, considerando le azioni quotate in Borsa ed il criterio legato all'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre, disposto dall'art. 2441, co. 6, c.c., deve rilevarsi come il parametro legislativo possa essere influenzato da possibili inefficienze dei mercati borsistici dovute ai seguenti aspetti:

- 1) volumi trattati non significativi;
- 2) negoziazioni non continuative;
- 3) condizionamenti esterni;
- 4) assenza di informazioni rilevanti.

In sede di valutazione di una società con azioni quotate si dovrebbe infatti tenere conto non solo del prezzo di borsa medio nell'ultimo semestre ma anche dei seguenti aspetti:

- 1) entità media del flottante;
- 2) andamento del mercato di riferimento;
- 3) presenza di operazioni straordinarie avvenute nell'ultimo periodo;
- 4) effetto dell'annuncio dell'operazione di aumento di capitale sul corso di borsa;
- 5) disarmonie metodologiche.

Tali variabili possono incidere in maniera rilevante sulla quantificazione del valore del titolo e conseguentemente del "sovrapprezzo".

Quanto all'ultimo aspetto citato (*disarmonie metodologiche*) può rilevarsi in presenza di conferimento di azioni di un'altra società dove solo una delle due società coinvolte nell'operazione sia quotata.

In tale fattispecie è chiaro come sia importante riequilibrare i parametri di stima.

A tal fine spesso la prassi ricorre, per le società non quotate, all'applicazione di uno "sconto" da mancata quotazione (*lack of marketability discount*).

In tali ipotesi, il valore economico del patrimonio netto, anche in presenza di società quotate può rappresentare spesso l'unico riferimento per determinare il prezzo di emissione delle nuove azioni.

Non mancano poi particolari fattispecie di cui si deve tener conto al fine di correggere le indicazioni ritraibili dalla sola osservazione dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre.

Si consideri l'ipotesi del collocamento delle azioni presso terzi in più *tranches* e con prezzo da determinarsi di volta in volta in relazione alla valutazione economica del titolo.

Il prezzo di emissione delle nuove azioni dovrebbe poi egualmente considerare, con riferimento alla tempistica dell'operazione di aumento del capitale, il "conguaglio dividendo", elemento solitamente previsto quando l'aumento di capitale avviene nel corso dell'esercizio sociale, per evitare che le nuove azioni partecipino nella stessa misu-

---

ra delle vecchie al riparto degli eventuali utili conseguiti a fine esercizio.

La quantificazione del conguaglio richiede la valutazione prospettica della potenzialità reddituale dell'impresa nel corso dell'esercizio.

La corresponsione del conguaglio potrà di fatto avvenire nei seguenti modi:

1) ai sottoscrittori delle nuove azioni, a seguito di apposita delibera, spetta una partecipazione all'utile d'esercizio in misura inferiore (*versamento indiretto*);

2) ai sottoscrittori delle nuove azioni, spetta una partecipazione all'utile d'esercizio in misura completa, a seguito del versamento alla società di una somma forfetariamente determinata in sede di emissione (*versamento diretto*).

Nell'uno e nell'altro caso si tratta di componenti del prezzo, tanto più quando dovuti a previsioni future con correlato rischio di valutazione.