

MICHELE RUTIGLIANO

Professore Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari

Università di Verona

Dotore commercialista in Milano

EQUILIBRI TECNICO-FINANZIARI
NELL'AUMENTO DI CAPITALE
PER CONFERIMENTI IN NATURA,
PARERE PREVENTIVO DEL COLLEGIO SINDACALE
(O DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE)
E CONTROLLO SUCCESSIVO
DELLE VALUTAZIONI PERTALI

SOMMARIO: 1. Obiettivi dell'analisi e principali conclusioni. — 2. Stime dell'«esperto» ed equilibri tecnici nell'aumento di capitale per conferimenti in natura. — 3. Il parere del collegio sindacale *ex art.* 2441, comma 6, c.c. — 4. L'ipotesi di più soggetti conferenti, eventualmente coincidenti con gli azionisti della conferataria. — 5. L'ipotesi di un unico soggetto conferente, controllante al 100% la conferataria. — 6. La relazione fra parere preventivo sul prezzo di emissione *ex art.* 2441, comma 6, c.c. e controllo successivo sulle valutazioni dell'«esperto» *ex art.* 2343, comma 3, c.c. — 7. Conclusioni.

1. *Obiettivi dell'analisi e principali conclusioni.*

Nelle note che seguono sono esaminati alcuni aspetti delle operazioni di conferimento in natura e delle relative operazioni sul capitale delle società conferitarie. In particolare sono illustrati gli equilibri tecnico-finanziari che devono essere rispettati nella strutturazione dell'operazione, tenuto conto dei valori economici dei «beni» conferiti rispetto al valore economico della conferataria. Inoltre, si considerano il contenuto del parere pre-

ventivo, di competenza del collegio sindacale ⁽¹⁾, sul prezzo di emissione delle azioni, ex art. 2441, comma 6, c.c., e indirettamente alcuni profili inerenti al controllo successivo sulle valutazioni dell'« esperto » ex art. 2343, comma 3, c.c.

Le conclusioni alle quali si giunge appaiono a posteriori abbastanza ovvie, ma stranamente non sembrano del tutto interiorizzate dalla prassi professionale, né diffusamente visibili nei comportamenti dei soggetti che realizzano le operazioni in argomento. Il che risulta piuttosto singolare, se si considerano gli interessi strutturalmente confliggenti, presenti nel conferimento in natura, fra soci vecchi e nuovi.

Dette conclusioni possono essere così riassunte:

a) l'aumento di capitale per conferimento in natura presuppone un preciso equilibrio tecnico-finanziario della complessiva operazione, rispetto ai valori dei rami conferiti, della conferitaria, del numero delle azioni già emesse e da emettersi. Sottovalutarne i vincoli numerici costituisce la pienezza per la realizzazione di operazioni per qualche verso incoerenti, esposte quindi anche a possibili contestazioni;

b) le norme codicistiche che attingono al parere preventivo sul prezzo di emissione ex art. 2441, comma 6, c.c. e al controllo successivo sulle valutazioni dell'« esperto » ex art. 2343, comma 3, c.c. sembrano concepite con riferimento a fattispecie operative specifiche, mal adattandosi alla generalità degli aumenti di capitale connessi a conferimenti in natura. In particolare;

c) La disciplina sul parere preventivo *risulta coerente* con l'ipotesi di aumento di capitale, con esclusione del diritto di opzione, da effettuarsi con versamenti di denaro da parte dei soggetti nel cui interesse detto aumento è deliberato; in tal caso il collegio sindacale è correttamente chiamato ad esprimersi sul prezzo di emissione delle nuove azioni, considerato che la mi-

⁽¹⁾ Nel caso di società quotate e controllate da quotate i citati compiti del collegio sindacale sono riservati alla società incaricata della revisione contabile (art. 158 e 165, D.Lgs. 58/98). Nel testo si farà però genericamente riferimento al solo collegio.

sura del valore dell'apporto, da parte dei nuovi soci, è necessariamente una misura assoluta, in moneta di conto.

Sembra invece *poco attenta* al caso in cui l'aumento di capitale avvenga mediante conferimento in natura: qui l'intresse dei vecchi soci — tutelato dal parere preventivo — è rispetto ai valori relativi dei conferimenti in relazione al valore economico dell'impresa ante-conferimento, quindi al rapporto fra numero delle nuove azioni da assegnare ai conferenti e numero delle azioni esistenti, alla luce dei suddetti valori relativi;

d) la norma sul controllo successivo delle valutazioni peritali *risulta invece coerente* con l'ipotesi di conferimenti in natura effettuati in sede di costituzione di società (risultando qui priva di significato una valutazione relativa e non potendo sussistere il parere preventivo del collegio sindacale). *Non mi pare però coerente* con la diffusa ipotesi di conferimenti in natura da società di capitali in altre società di capitali esistenti; qui il parere preventivo del collegio sindacale sul prezzo di emissione già dovrebbe ricomprendere, attraverso una valutazione relativa, il controllo dei valori peritali. Il controllo *ex post* parrebbe quindi non necessario.

2. *Stime dell'« esperto » ed equilibri tecnici nell'aumento di capitale per conferimenti in natura.*

Com'è noto, la relazione dell'esperto ex artt. 2343/2440 c.c. deve necessariamente contenere: 1) la descrizione (di ciascuno) dei beni e dei crediti conferiti; 2) il valore a ciascuno di essi attribuito; 3) i criteri di valutazione seguiti per la stima del valore dei beni e del ramo aziendale nel suo complesso; 4) l'attestazione che il valore attribuito non è inferiore al valore nominale, aumentato dell'eventuale sovrapprezzo, delle azioni emesse a fronte del conferimento (considerato nella sua globalità) ad aumento del capitale.

Le prescrizioni *sub* 1) e 2) sottolineano che debbono essere « analitiche » e non « sintetiche » tanto la descrizione dei sin-

goli beni o crediti conferiti, quanto la loro valutazione. La norma contiene, infatti, due indicazioni-vincolo quanto mai rilevanti e cioè: in primo luogo l'obbligo per l'esperto di dar conto nella relazione di stima dei criteri di valutazione utilizzati e, in secondo luogo, la necessità che la relazione di stima indichi comunque il valore di quanto oggetto della valutazione stessa. Ciò significa che quand'anche la conferitaria ritenesse di non imputare a capitale l'intero valore di stima, ciò nondimeno tale valore deve comunque risultare dalla relazione dell'esperto.

Dati i fini assegnati dalla legge alla relazione di stima dell'esperto designato dal Tribunale, si comprende facilmente che la valutazione dei conferimenti deve essere effettuata dal perito indipendente con criteri prudenziali, quali che siano i metodi di valutazione adottati. I fini richiamati possono essere così principalmente riassunti.

a) La volontà del Legislatore di impedire aumenti di capitale da parte della conferitaria non « coperti » dall'acquisizione di beni « in natura » di valore almeno pari all'aumento di capitale stesso. Ciò a tutela soprattutto dei terzi estranei alla compagine sociale della conferitaria, i quali confidano — nei rapporti con la società medesima — nell'integrità del patrimonio.

b) In via subordinata può considerarsi la tutela del soggetto conferente e dei soci della conferitaria, che possono intravedere nei valori di stima forniti dal perito indipendente il punto di riferimento per « pesare » l'ingresso del nuovo socio nella compagine sociale della conferitaria, in rapporto al valore del capitale economico di quest'ultima. Ciò al fine di stabilire il numero delle nuove azioni da emettere e da assegnare al soggetto conferente.

Si deve infatti ritenere che, in linea di principio, il rapporto fra il numero delle nuove azioni da emettersi (NAN) e il numero di quelle « vecchie » già in circolazione (NAV) corrisponda al rapporto fra valore dell'azienda o del ramo oggetto di

conferimento (A_{conf}) e valore del capitale economico della conferitaria (W_{conf})⁽²⁾:

$$NAN/NAV = A_{conf}/W_{conf}$$

$$\text{Se: } W_{conf} = 10 \text{ euro/mln.};$$

$$NAV = 4 \text{ milioni di azioni};$$

$$A_{conf} = 2 \text{ euro/mln.}$$

$$\rightarrow NAN = 2/10 \times 4 \text{ mln.} = 800.000 \text{ azioni}$$

Se risultasse $NAN/NAV < A_{conf}/W_{conf}$ il nuovo socio conferente accetterebbe una penalizzazione, consistente in un ingresso nella compagine sociale della conferitaria con una quota che sottostima l'apporto. Il contrario se risultasse $NAN/NAV > A_{conf}/W_{conf}$.

Il Legislatore, d'altra parte, non sembra prestare direttamente attenzione a queste ultime eventualità, lasciando che siano le forze contrattuali delle parti, conferente e conferitaria, a definire il rapporto NAN/NAV , quindi — in una certa misura — indipendentemente dal rapporto A_{conf}/W_{conf} . Se poi la transazione — conferimento e aumento di capitale — si rive-lasse sbilanciata al punto da provocare un « danno » a carico di una delle parti, danno in ipotesi lamentato dai soci, della conferente o della conferitaria (in tale ultima eventualità, forse da quelli di minoranza), detti soci promuoveranno se del caso le opportune azioni. Ma ciò non sembra costituire — come si è detto — una diretta preoccupazione del Legislatore dell'art. 2343/2440 c.c., né dell'esperto nominato dal Tribunale, il quale accetta il rispetto del vincolo: $A_{conf} \geq NAN \times PAN$, dove PAN

(2) Non sussistendo vincoli normativi in proposito, le valutazioni del capitale economico della conferitaria (W_{conf}) possono evidentemente essere effettuate anche da periti esterni, piuttosto che dall'esperto nominato dal Tribunale. Si impone peraltro una sostanziale coerenza di metodo e di ipotesi tra le due stime, come condizione di significatività dei valori relativi.

(« Prezzo Azione Nuova ») indica il prezzo di emissione delle nuove azioni, al nominale o eventualmente con sovrapprezzo.

L'art. 2343 c.c. prevede infatti che la relazione dell'esperto contenga « l'attestazione che il valore attribuito non è inferiore al valore nominale, aumentato dell'eventuale sovrapprezzo, delle azioni emesse a fronte del conferimento ».

Il che significa che all'esperto non interessa sapere se saranno emesse azioni in numero pari a 800.000, oppure un numero inferiore o superiore, ma solo che l'aumento di capitale non superi l'importo di 2 euro/mln.

Poiché, come si è sopra ricordato, almeno in linea di principio deve risultare: $NAN/NAV = A_{conf}^f/W_{conf}$, si ribadisce che, per conseguenza, deve essere $NAN = NAV \times A_{conf}^f/W_{conf}$, vale a dire che il numero delle nuove azioni da emettere è definito in modo relativamente rigido in funzione delle azioni già esistenti, nonché del rapporto fra valore effettivo del conferimento e valore del capitale economico della conferitaria.

Quanto all'aumento di capitale, anch'esso è definito — sia pure indirettamente — in misura relativamente rigida, ma solo nella misura minima e massima. La misura minima è pari al prodotto del numero delle nuove azioni per il valore nominale dell'azione della conferitaria: $NAN \times VN$ (che corrisponde evidentemente all'aumento del solo capitale sociale), con l'eventuale vincolo inferiore — nel caso di conferimenti da parte di società di capitali — costituito dal valore contabile presso la società conferente dei beni conferiti. ⁽³⁾

Allora l'aumento di capitale sarà compreso tra ⁽⁴⁾:
 W_{conf} un minimo, pari a $NAN \times VN = NAV \times VN \times A_{conf}^f$

⁽³⁾ Qualora la conferitaria ritenesse di acquisire il ramo d'azienda a valori non inferiori ai valori contabili presso la conferente, sempreché questi ultimi valori siano inferiori ai valori di perizia.

⁽⁴⁾ È l'ipotesi, già segnalata in apertura, in cui la conferitaria ritenga di non imputare interamente a capitale l'intero valore di stima ($A_{conf}^f > NAN \times VN$).

(con il richiamato eventuale vincolo: aumento di capitale > valore contabile di A_{conf}^f)

ed un massimo, pari a $A_{conf}^f = NAN \times PAN^* = NAV \times PAN^* \times A_{conf}^f/W_{conf}$
 con $PAN^* \cdot VN = \text{sovrapprezzo di emissione massimo}$.

Se $VN = 1$ euro

→ aumento di capitale minimo = 800.000 azioni × 1 euro = 800.000 euro

→ aumento di capitale massimo = 2.000.000 euro (quindi, $PAN^* = 2,5$ euro, ed il sovrapprezzo massimo ammonta a 1,5 euro)

Come si è detto, il Legislatore si interessa direttamente solo del valore massimo, indirettamente del valore minimo, ma trascura completamente i valori intermedi, che sembrano restare nella piena discrezionalità dei soggetti interessati al conferimento. Allora la conferitaria potrà recepire i valori dei beni oggetto del conferimento mediante una autonoma determinazione dei valori stessi, entro i vincoli sopra indicati ⁽⁵⁾.

Se i soggetti conferenti sono più di uno, l'esperto nominato dal Tribunale è chiamato ad effettuare più stime, ad esempio di altrettanti rami d'azienda oggetto di conferimento. In tal caso, le osservazioni precedentemente svolte conservano pienamente la propria rilevanza. In aggiunta, l'esperto avrà il compito di stimare sia i valori assoluti dei diversi rami d'azienda conferiti, sia i valori relativi, onde fornire ai conferenti il punto di riferimento per « pesare » — nel rapporto con la conferitaria — il proprio ingresso nella compagine sociale di quest'ultima.

3. Il parere del collegio sindacale ex art. 2441, comma 6, c.c.

Nel caso di proposte di aumento del capitale sociale con

⁽⁵⁾ Una speciale riflessione andrebbe però proposta con riferimento alla implicita riserva occulta che si verrebbe a determinare a seguito dell'iscrizione (a bilancio della conferitaria) dei « beni » conferiti a valori ben inferiori alle stime peritali e ai valori di scambio.

esclusione o limitazione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, comma 6, c.c. il collegio sindacale deve preventivamente esprimere il proprio parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni, anche quando detta esclusione derivi *ex lege* da aumenti di capitale con emissione di azioni da liberarsi mediante conferimenti in natura (art. 2441, comma 4, c.c.).

In generale, il compito attribuito dal Legislatore al collegio sindacale, ogni volta che sia escluso il diritto di opzione a favore dei soci, trova la sua evidente ragion d'essere nell'esigenza di supportare i soci medesimi con un parere preventivo indipendente volto ad evitare ingressi di nuovi soggetti nella compagine sociale a condizioni penalizzanti per i vecchi soci, con emissione di nuove azioni a prezzi inferiori al loro valore economico. Così si spiega ovviamente la previsione normativa di cui all'art. 2441, comma 6, ultimo periodo, secondo cui: « La deliberazione determina il prezzo di emissione delle azioni in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in borsa, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre ».

Il altri termini, il collegio sindacale deve controllare che sia rispettata la condizione generale:

$PAN \geq W/NAV$, dove W = valore del capitale economico della società emittente (che equivale, nel caso specifico di emissioni azionarie connesse a conferimenti in natura, al termine W_{conf} in precedenza utilizzato)

$PAN \geq$ euro 10.000.000/4 mln.azioni = 2,50 euro = prezzo « minimo », sotto il profilo della congruità *ex ante* dal punto di vista dell'emittente.

Se l'aumento di capitale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione, prevede il versamento in denaro da parte dei nuovi soci, allora detto versamento non potrà risultare inferiore — per ogni azione sottoscritta — al valore economico unitario delle azioni della società emittente.

Lo stesso dicasi — in linea di principio — se il medesimo aumento di capitale risulta invece al servizio di conferimenti in

natura, il versamento di denaro risultando qui sostituito, appunto, da un conferimento di « beni ». È quindi appena il caso di sottolineare che l'ipotesi di aumento di capitale con emissione di azioni al nominale non risulta affatto tranquillizzante per il collegio sindacale, il quale — come precisato — deve invece accertare, in sede di giudizio di congruità, il rispetto di un prezzo « minimo », che potrebbe ben risultare, e di regola risulta, superiore al valore nominale dell'azione. Ai fini del parere preventivo in argomento, peraltro, il collegio sindacale non necessita dei valori stimati dall'esperto, che attingono ai beni conferiti e quindi risultano estranei allo scopo assegnato dal Legislatore al parere medesimo.

Anche nel caso di aumento di capitale al servizio di conferimenti in natura dovrebbe quindi rispettarsi la condizione:

$PAN \geq$ euro 10.000.000/4 mln.azioni = 2,50 euro = prezzo « minimo », sotto il profilo della congruità *ex ante* dal punto di vista dell'emittente,

che peraltro equivale al prezzo « massimo » in grado di garantire l'equilibrio tecnico-economico dell'operazione, tenuto conto anche del valore dei beni conferiti:

$PAN^* = A_{conf}/NAV = 2.000.000/800.000 = 2,5$ euro

In realtà, sembra evidente che, nel caso di aumenti di capitale con emissione di azioni da liberarsi mediante conferimenti in natura, un giudizio di congruità sul prezzo di emissione è piuttosto un giudizio relativo, quindi essenzialmente un giudizio sul rapporto NAV/NAV . Dal punto di vista dei soci della conferitaria e della conferente, infatti, il livello di PAN — entro i livelli minimi e massimi compatibili con l'equilibrio complessivo dell'operazione — risulta neutrale, rilevando essenzialmente il « peso » relativo dei nuovi soci all'interno della compagine sociale a seguito dell'aumento di capitale.

Pertanto, si può concludere che, nel caso in esame, non è ipotizzabile da parte del collegio sindacale il rilascio del parere preventivo di cui all'art. 2441, comma 6, c.c., a meno che non si disponga non soltanto delle stime dell'esperto circa il valore

del conferimento, ma anche di stime sul valore della conferita, quindi a meno che non si disponga del rapporto $A_{\text{conf}}/W_{\text{conf}} = \text{NAV}/\text{NAV}$, rapporto che costituisce il vero oggetto del parere di congruità.

Se, per contro, il collegio sindacale interpretasse in modo letterale il disposto normativo citato, giungerebbe a conclusioni corrette, ma in linea con il solo prezzo massimo dell'azione di nuova emissione comparibile con l'equilibrio dell'operazione, rendendo impossibile la fissazione di prezzi diversi e segnatamente inferiori (nell'esempio, il prezzo congruo sarebbe pari a euro 2,5), nel caso già richiamato che la conferitaria ritenesse di non imputare a capitale l'intero valore di stima. A meno di non voler considerare il « prezzo » unitario di 2,5 euro soltanto come espressione del valore « di scambio » dell'azione di nuova emissione contro i « beni » che costituiscono il ramo conferito, lasciando impregiudicato il prezzo effettivo di emissione al quale le azioni saranno poi collocare e iscritte a bilancio dalla conferitaria in sede di aumento di capitale, prezzo che potrà invece risultare inferiore sia pure entro i minimi già ricordati. Ma se valesse questa soluzione, il collegio sindacale si troverebbe — nell'esempio numerico in discussione — ad esprimersi con un iniziale parere favorevole su base 2,5 euro per azione, salvo esprimersi nuovamente sul prezzo di emissione effettivo (ad esempio 2 euro), nel caso in cui l'aumento di capitale fosse effettuato per un valore più basso rispetto al valore economico del ramo conferito. E questo secondo parere favorevole — che peraltro avremmo difficoltà ad inquadrare sul piano civilistico — potrebbe essere rilasciato solo in presenza di informazioni circa i rapporti NAV/NAV e quindi anche $A_{\text{conf}}/W_{\text{conf}}$.

Se infine consideriamo che:

— sul piano procedurale e della scansione temporale dell'operazione di conferimento, i termini dell'aumento di capitale programmato sono di regola noti al collegio sindacale ben prima che questo sia chiamato ad esprimersi con il parere preventivo di congruità del prezzo di emissione,

— sono noti quindi il numero delle azioni da emettersi

(da proporre all'assemblea dei soci) e ovviamente quello delle azioni già esistenti, quindi il rapporto NAV/NAV ,

— è nota — deve esserlo — una stima del capitale economico della conferitaria (W_{conf}),

si deve dedurre che è necessariamente noto il valore di stima A_{conf} peraltro oggetto di valutazione peritale obbligatoria e indipendente.

Se così è, e credo che non possa essere diversamente a meno di avere determinato NAV in modo poco più che casuale, a maggior ragione non mi spiego il significato di un parere preventivo di congruità rilasciato dal collegio che abbia come riferimento il solo rapporto $W_{\text{conf}}/\text{NAV}$, anziché il più significativo rapporto NAV/NAV come riflesso di $A_{\text{conf}}/W_{\text{conf}}$.

4. *L'ipotesi di più soggetti conferenti, eventualmente coincidenti con gli azionisti della conferitaria.*

In presenza di più soggetti conferenti beni in natura, le conclusioni precedenti sono senz'altro confermate. Se infatti ipotizziamo che il soggetto A conferisca beni di valore pari ad A_{conf} ed il soggetto B beni di valore pari a B_{conf} , l'equilibrio tecnico dell'operazione sarà garantito se:

$$A_{\text{conf}}/W_{\text{conf}} = \text{NAV}_A/\text{NAV} \rightarrow \text{NAV}_A = A_{\text{conf}}/W_{\text{conf}} \times \text{NAV}$$

$$B_{\text{conf}}/W_{\text{conf}} = \text{NAV}_B/\text{NAV} \rightarrow \text{NAV}_B = B_{\text{conf}}/W_{\text{conf}} \times \text{NAV}$$

con:

NAV_A (NAV_B) = azioni di nuova emissione da assegnare al soggetto A (B)

Se $A_{\text{conf}} = 1,5$ euro/milioni e $B_{\text{conf}} = 0,5$ euro/milioni (con W_{conf} ancora pari a 10 euro/milioni e $\text{NAV} = 4$ milioni di azioni)

→ $\text{NAV}_A = 600.000$ azioni; $\text{NAV}_B = 200.000$ azioni

Se poi i soggetti A e B fossero già soci della conferitaria, in ipotesi partecipata al 65% (2.600.000/4.000.000 azioni) dal socio A e al 35% dal socio B (1.400.000/4.000.000 azioni), e i suddetti soci volessero mantenere, anche dopo l'operazione di conferimento, le stesse quote di partecipazione nella conferitaria, allora andrebbe verificato l'effetto delle assegnazioni delle nuove azioni ad A e B con riferimento alle quote di partecipazione stesse dopo l'aumento di capitale. Nel caso in cui queste ultime risultassero diverse dalle quote originarie, dovrebbero integrarsi i valori A_{conf} e B_{conf} mediante opportuni conferimenti di liquidità e/o passività, nella misura necessaria ai fini di una conferma delle quote di partecipazione ante-conferimento.

Se $NAN_A = 600.000$ azioni e $NAN_B = 200.000$ azioni, dopo l'aumento di capitale:

partecipazione del socio A = (2.600.000 + 600.000)/

4.800.000 = 67%

partecipazione del socio B = (1.400.000 + 200.000)/

4.800.000 = 33%

Il socio B dovrà pertanto versare in denaro un importo pari a euro 250.000.

In tal modo:

$B_{conf} = 0,75$ euro/milioni; $NAN_B = 300.000$ azioni;

partecipazione del socio A = (2.600.000 + 600.000)/

4.900.000 = 65%

partecipazione del socio B = (1.400.000 + 300.000)/

4.900.000 = 35%

Anche in questo caso, il parere preventivo del collegio sindacale ex art. 2441, comma 6, c.c., avrà come oggetto essenzialmente i rapporti NAN_A/NAV e NAN_B/NAV , che dovranno risultare rispettosamente dei rapporti A_{conf}/W_{conf} e B_{conf}/W_{conf} . Il che significa — come più volte ribadito — che il collegio non potrà esprimersi in assenza dei valori perziali dei conferimenti e di stime del valore della conferitaria. Tale conclusione rimane vera anche nell'ipotesi in cui i soggetti conferenti siano gli stessi soci della conferitaria e nell'ipotesi aggiuntiva che i conferimenti siano

concepiti in modo da non alterare, con l'aumento di capitale, gli equilibri esistenti tra i soci prima dell'operazione.

Occorre solo aggiungere che se i soggetti conferenti sono gli stessi soci della conferitaria, il numero complessivo delle nuove azioni da emettersi (NAN), e da assegnare ai conferenti stessi, potrebbe risultare anche inferiore a quello derivante dalla formula:

$$NAN = NAV \times (A_{conf} + B_{conf}) / W_{conf}$$

Infatti, nel caso in esame, ciò che rileva per i conferenti (che coincidono coi soci della conferitaria) non è il numero assoluto delle azioni ricevute a fronte del conferimento, quanto il rispetto della condizione:

$$NAN_A / NAN_B = A_{conf} / B_{conf}$$

vale a dire che, in sede di assegnazione delle azioni di nuova emissione, siano rispettati i valori economici relativi dei rami oggetto di conferimento ⁽⁹⁾.

5. *L'ipotesi di un unico soggetto conferente, controllante al 100% la conferitaria.*

In tal caso risulta innanzitutto ovvio che l'esclusione del diritto di opzione ex art. 2441, comma 4, c.c. risulta del tutto priva di concreto significato. La stima peritale dell'oggetto del conferimento costituisce, ciò nondimeno, un passaggio obbligato per il perfezionamento tecnico-civiltistico dell'operazione. Infatti, è pacifico che vada salvaguardato anche in questo caso — come ricordato in apertura di queste note — l'obiettivo civilistico « di impedire aumenti di capitale da parte della confe-

⁽⁹⁾ Con l'eventuale, già precisato, vincolo: aumento di capitale = $(NAN_A + NAN_B) \times PAN \geq$ valore contabile di $(A_{conf} + B_{conf})$.

riaria non "coperti" dall'acquisizione di beni "in natura" di valore almeno pari all'aumento di capitale stesso. Ciò a tutela soprattutto dei terzi estranei alla compagine sociale della conferitaria, i quali confidano — nei rapporti con la società medesima — nell'integrità del patrimonio ».

Viene invece meno, ovviamente, l'obiettivo di « tutela dei soggetto conferente e dei soci della conferitaria, che possono intravedere nei valori di stima forniti dal perito indipendente il punto di riferimento per "pesare" l'ingresso del nuovo socio nella compagine sociale della conferitaria, in rapporto al valore del capitale economico di quest'ultima. Ciò al fine di stabilire il numero delle nuove azioni da emettere e da assegnare al soggetto conferente ».

Quanto agli equilibri tecnici dell'operazione, in linea di principio continua a valere la condizione-vincolo secondo la quale: $NAN/NAV = A_{conf}^d/W_{conf}$, che garantisce lo sviluppo ordinato dell'operazione stessa, pur in assenza di un'intrinseca e fisiologica contrapposizione tra gli interessi della conferente e della conferitaria.

Relativamente, infine, al parere preventivo del collegio sindacale ex art. 2441, comma 6, c.c., va precisato che *esso risalta del tutto privo di significato*, considerato che — com'è noto — detto parere di congruità è fornito nell'interesse dei soci della conferitaria, affinché la società non abbia ad emettere nuove azioni sottoscritte da terzi a condizioni di prezzo non rispettose del valore economico del patrimonio netto della società stessa. Ma nel caso in esame il socio unico della conferitaria coincide con il soggetto conferente, sicché non può esserci contrapposizione di interessi fra le parti.

6. *La relazione fra parere preventivo sul prezzo di emissione ex art. 2441, comma 6, c.c. e controllo successivo sulle valutazioni dell'« esperto » ex art. 2343, comma 3, c.c.*

Com'è noto, nei termini di sei mesi dalla efficacia del conferimento i sindaci (oltreché gli amministratori) devono pro-

cedere al controllo delle valutazioni contenute nella relazione peritale dell'« esperto », procedendo eventualmente ad una revisione della stima. Si noti che *non* si tratta di verificare se i beni conferiti abbiano eventualmente subito, dopo il conferimento, una perdita di valore. Piuttosto, recita la norma, si deve verificare se « il valore dei beni o dei crediti conferiti era inferiore di oltre un quinto... », quindi in base ad una stima collocata temporalmente all'epoca del conferimento.

Per quanto detto in precedenza, però, nel caso di un conferimento di ramo d'azienda da parte di una società di capitali conferente in altra società di capitali già esistente, conferitaria, il controllo successivo sulle valutazioni dell'esperto sembra di fatto riassorbito nel parere preventivo sul prezzo di emissione delle azioni in sede di aumento di capitale. Detto parere preventivo, infatti, come ribadito più volte, dovrebbe essere correttamente offerto, previa valutazione di W_{conf} essenzialmente in termini relativi sui rapporti NAN/NAV e A_{conf}^d/W_{conf} quindi implicitamente anche su A_{conf} . Parere che però coincide con il controllo *ex post* che verte proprio sullo stesso valore A_{conf} . Il controllo *ex post* risulterebbe quindi non necessario.

7. Conclusioni.

Le conclusioni sono già riassunte in apertura delle presenti note. Qui mi limito a richiamare le suggestive parole del giurista (F. Corsi, *Conferimenti di beni e di aziende: aspetti civilistici, in Il controllo legale dei conti*, Milano, gennaio-febbraio 2001), che, infine, sembra accogliere la relativa immaterialità del prezzo di emissione, sottolineando la rilevanza, piuttosto, del rapporto NAN/NAV : « Ma non è il rapporto di cambio il vero obiettivo perseguito con il sovrapprezzo? Non è che l'art. 2441, parlando del prezzo di emissione, ha avuto presente soltanto il conferimento in denaro, dove il rapporto di cambio necessariamente si concreta con lo strumento del sovrapprezzo?; per cui a fronte di un conferimento in natura, e in particolare di azioni, è giocoforza spostare l'accento sul tema della congruità, che la

legge stessa propone per le fusioni e scissioni, operazioni tutte appartenenti alla medesima categoria delle concentrazioni? » (7).

(7) Invero già P.G. MARCETTI, quasi una decina di anni fa (ed è perciò singolare che si debba tornare sul tema), scriveva in argomento: « La congruità del prezzo di emissione deve infatti essere intesa anche in senso relativo, come congruità dello scambio... » (*Spariti sulle relazioni tra valore contabile, valore economico, valore di mercato dell'azienda nelle operazioni societarie di finanza straordinaria*, in *Giur. comm.*, 1993, n. 20.2).