

Le valutazioni finanziarie in merito al prezzo di emissione delle azioni e quote negli aumenti di capitale

di **Massimo Buongiorno** – docente di Finanza Aziendale, Università Bocconi di Milano e Università Ca' Foscari di Venezia e **Giovanni Cugnasca** – Dottore commercialista e Revisore legale, Partner Theseus

Il presente lavoro, premesso un breve riepilogo in merito alla disciplina generale dell'aumento di capitale sociale, si focalizza sui meccanismi valutativi e le tutele sottostanti ad un'operazione di aumento di capitale.

In primo luogo vengono esaminate, anche con l'aiuto di una semplice esemplificazione, le modalità e i processi necessari alla stima del valore di azioni e quote.

Particolare attenzione è poi incentrata sul principale strumento di tutela del socio non sottoscrittore: il diritto di opzione, sulla sua valutazione e sulle tutele economiche che lo stesso deve garantire.

Inquadramento generale

L'aumento di capitale è un'operazione straordinaria tipica della vita di una società che, dal punto puramente economico, viene identificata come una delle due modalità attraverso le quali una società può reperire nuove risorse che possono essere utilizzate per finanziare nuovi investimenti di crescita, per consentire l'ingresso di nuovi soci apportatori di risorse alla società, per riequilibrare la struttura finanziaria e per rendere possibili altre operazioni straordinarie (ad esempio una acquisizione).

L'aumento di capitale è un'operazione complessa che si articola in una pluralità di fasi.

Innanzitutto, preliminarmente, dovrà essere valutato e verificato:

- per le Spa il rispetto dell'art.2438 cod.civ., secondo il quale *“un aumento di capitale non può essere eseguito fino a che le azioni precedentemente emesse non siano state interamente liberate”*;
- per le Srl il rispetto dell'art.2481, co.2 cod.civ., secondo il quale *“la decisione di aumentare il capitale sociale non può essere attuata fin quando i conferimenti precedentemente dovuti non sono stati integralmente eseguiti”*;
- la sussistenza di possibili cause di recesso ex art.2437, co.1 lett. g) cod.civ., relativo alla modifica dello statuto in relazione ai diritti di voto o di partecipazione; e
- l'inesistenza di perdite da coprire obbligatoriamente a norma degli artt.2446 e 2447 cod.civ..

Una volta verificati i presupposti sopra elencati, l'assemblea può deliberare di aumentare il capitale della società indicando l'importo dell'aumento, l'esisten-

za o meno del sovrapprezzo, l'eventuale natura dei conferimenti e la fissazione dei termini per l'opzione, per la prelazione dell'inoptato, per la sottoscrizione. Successivamente alla delibera assembleare si avranno:

- l'esercizio del diritto di opzione, mediante il quale i soci possono mantenere inalterata la loro quota di partecipazione al capitale;
- la prelazione dei diritti di opzione inoptati, che verranno offerti innanzitutto agli altri soci e, successivamente, ad eventuali terzi;
- la sottoscrizione da parte dei soci delle azioni di nuova emissione;
- il versamento dei decimi di conferimento in denaro o la liberazione, integrale, del conferimento in natura;
- il deposito presso il Registro delle Imprese dell'attestazione degli amministratori relativamente alla riuscita esecuzione dell'aumento;
- l'emissione dei nuovi titoli (sempre che la società non abbia optato o sia soggetta alla c.d. dematerializzazione dei titoli).

La stima del valore unitario di una azione o quota

Il prezzo di emissione di un'azione o quota può essere ripartito in valore nominale, che verrà attribuito a capitale sociale, e sovrapprezzo, che costituirà la riserva sovrapprezzo azioni, eventualmente distribuibile ai soci ove sia raggiunto il limite della riserva legale (art.2431 cod.civ.).

Si pone, tuttavia, un rilevante problema di determinazione di tale prezzo. Esso dovrebbe coincidere

GESTIONE ECONOMICO-AZIENDALE

con il valore corrente di ciascuna azione (o quota) che andrà determinato utilizzando uno dei criteri di valutazione razionalmente applicabile alla società emittente.

Il processo di valutazione dovrà essere orientato, pertanto, alla stima di un valore generale ed astratto del capitale economico della società, assimilabile al rispettivo *fair value* così come definito dall'IFRS 13¹. Si ritiene che non siano individuabili a priori criteri maggiormente idonei alla stima (anche per l'assenza di indicazioni normative come avviene, invece, in ipotesi di recesso); valgono, quindi, le scelte di metodo che attengono alla tipologia di attività svolta: nel caso di una società immobiliare può essere sufficiente un criterio patrimoniale, mentre la valutazione di un *business* industriale o commerciale richiede l'applicazione di un criterio basato sui flussi prospettici attualizzati o una valutazione comparativa di mercato.

Le fasi del processo valutativo si distinguono a seconda che si utilizzi un approccio di tipo *asset side* piuttosto che *equity side*: nel primo caso, si determina preliminarmente il valore dell'azienda e, successivamente, si ottiene il valore del capitale economico per sottrazione della posizione finanziaria netta (quasi tutti i modelli DCF e dei multipli sono applicati in questo modo); nel secondo caso, invece, si procede stimando direttamente il risultato finale (si consideri, a titolo esemplificativo, il metodo misto con stima autonoma del *goodwill*).

Una volta ottenuto il valore del capitale economico, questo dovrà essere diviso per il numero totale delle azioni e quote emesse.

Ai fini di tale calcolo dovranno essere presi in considerazione eventuali correttivi per tener conto:

- delle azioni proprie solo nell'ipotesi in cui se ne preveda la cessione ed essa sia ritenuta fattibile in tempi brevi (saranno escluse in caso contrario);
- delle obbligazioni convertibili (o di strumenti finanziari analoghi) le cui potenziali azioni derivanti dalla conversione saranno incluse qualora, al momento della valutazione, se ne ravvisi la convenienza economica; viceversa, in caso contrario, saranno escluse (metodo cosiddetto della *fully dilution*).

A titolo esemplificativo si riporta il calcolo del valore di un'azione, determinato come rapporto tra il valore del capitale economico e il numero di azioni emesse.

Valore azienda	50.000	Capitale sociale	5.200
PFN	(34.550)	Valore nominale per azione	1,00
Valore capitale economico	15.450	N. azioni emesse	5.200

Prezzo corrente per azione = 2,97

Si ipotizzi ora che la Società abbia 500 azioni proprie in portafoglio e al contempo abbia emesso un prestito obbligazionario convertibile costituito da 1.000 obbligazioni convertibili con rapporto di conversione pari ad 1 azione ogni 1 obbligazione.

N.B. Alla data di delibera dell'aumento di capitale tali obbligazioni sono convenientemente esercitabili.

In questo caso il prezzo corrente per azione verrà così calcolato.

Valore azienda	50.000	Capitale sociale	5.200
PFN	(34.550)	Valore nominale per azione	1,00
Valore capitale economico	15.450	N. azioni emesse	5.200
		Azioni proprie in portafoglio	(500)
		Obbligazioni convertibili	1.000
		N. azioni emesse rettificato	5.700

Prezzo corrente per azione = 2,71

Un tema rilevante riguarda la considerazione - o meno - nella valutazione dei benefici eventualmente ottenibili dall'aumento di capitale. Si ipotizzi che le risorse raccolte debbano essere destinate al finanziamento di un progetto di investimento ritenuto in grado di creare un significativo valore per la società. Pur essendo presenti in dottrina differenti posizioni, è orientamento prevalente ritenere che il valore incrementale, eventualmente ottenibile col perfezionamento dell'aumento di capitale, debba essere considerato solo come potenziale e non una ricchezza a disposizione dei soci al momento della valutazione. Ne deriva pertanto che tali benefici non dovrebbero entrare nella stima del prezzo corrente delle azioni o delle quote.

Il meccanismo di tutela del socio non sottoscrittore

La stima del valore di una azione o quota riveste particolare importanza ai fini della tutela dei diritti patrimoniali dei soci. Essi infatti dovranno vedere mantenuta, a seguito dell'aumento di capitale, la ric-

¹ Fino al 1° gennaio 2013 la definizione di *fair value* era suddivisa tra diversi principi: IAS 39/IFRS 9, IAS 16, IAS 40, IAS 41 e IAS 19.

chezza in loro possesso prima del perfezionamento dell'operazione.

Tale ricchezza è ovviamente rappresentata dal valore della partecipazione risultante dal prodotto del valore unitario stimato e del numero di azioni o quote detenute, normalmente senza applicare alcun premio di maggioranza o sconto di minoranza.

Il Legislatore non ha previsto un controllo specifico in merito alla congruità del prezzo di emissione in denaro, ma ha invece regolamentato il diritto di opzione.

L'opzione è un diritto individuale, spettante agli azionisti di una società ed insito nel possesso dei titoli, che permette, in caso di aumento del capitale sociale a titolo oneroso, di mantenere inalterata la quota percentuale di partecipazione nella società. Infatti, il co.1 dell'art.2441 stabilisce che: *"le azioni di nuova emissione e le obbligazioni convertibili in azioni devono essere offerte in opzione ai soci proporzionalmente al numero delle azioni possedute"*.

Tale diritto, che deve essere esercitato entro un termine prefissato dalla società non inferiore a 15 giorni², permette al socio di:

- esercitare l'opzione e quindi partecipare all'aumento di capitale in proporzione alla quota già posseduta, così da non modificare la percentuale di partecipazione al capitale;
- cedere in tutto o in parte il proprio diritto a terzi qualora non voglia o non possa concorrere all'aumento di capitale. Si avrà, quindi, la conservazione dei valori patrimoniali in capo al socio che, pur possedendo una partecipazione ridotta nella società, otterrà compensazione dalla monetizzazione del diritto di opzione.

Il diritto di opzione può, tuttavia, essere limitato (art.2441, co.6 cod.civ.) ove se ne ravvisi un interesse sociale. In questo caso è necessaria una preventiva delibera assembleare approvata con la maggioranza assoluta dei soci rappresentanti oltre la metà del capitale sociale³. La norma civilistica ha inoltre previsto una disciplina specifica che prevede che:

- siano illustrate dagli amministratori le motivazioni e le modalità dell'aumento;
- venga rilasciato un parere da parte del collegio sindacale della società che:
 - attesti la congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni;
 - esprima un giudizio sul criterio di valutazione

² Prima delle modifiche recate dall'art.20, co.6 D.L. n.91/14, tale termine era fissato in 30 giorni.

³ Anche in seconda e terza convocazione.

adottato dagli amministratori nella valutazione della società;

- esprima un giudizio di merito sull'effettiva opportunità di escludere il diritto di opzione nell'operazione di aumento del capitale sociale.

L'attestazione di congruità del collegio sindacale non deve rispettare specifici requisiti normativi né sono previsti richiami a fattispecie analoghe (ad esempio le valutazioni di recesso del socio).

Nella pratica, il problema non è critico nei casi di esclusione del diritto di opzione a seguito di fusioni e scissioni (per le quali è già previsto il parere degli esperti ex art.2501-sexies cod.civ.) e nel caso di conferimenti (che richiedono la perizia di stima di cui all'art.2343 cod.civ. – per le società per azioni – e all'art.2440 cod.civ. – per le società a responsabilità limitata).

Rimangono tuttavia alcune situazioni nelle quali si può porre un concreto problema di valutazione quali, per citare le principali, gli aumenti di capitale funzionali:

- all'ingresso di un nuovo socio, apportatore di risorse monetarie;
- ai piani di *stock option*;
- ai prestiti obbligazionari convertibili.

In tali casi si ritiene che il parere di congruità dovrebbe quanto meno rispettare gli standard di recente introduzione previsti dall'Organismo Italiano di Valutazione (Oiv) ai fini di verificare la corretta applicazione dei modelli valutativi secondo le *best practice*⁴.

Nel caso delle società a responsabilità limitata, il meccanismo di tutela dei soci è per certi versi meno stringente essendo possibile che, in assenza di un collegio sindacale, nei casi di esclusione del diritto di opzione non vi sia alcuna verifica di congruità.

Al di fuori dei casi di esclusione, il meccanismo del diritto di opzione di fatto rende possibile solamente le seguenti soluzioni:

1. tutti gli azionisti/quotisti esistenti sottoscrivono le nuove azioni nella stessa proporzione e conseguentemente i diritti patrimoniali di ciascuno rimangono inalterati qualunque sia il prezzo di emissione;
2. gli azionisti/quotisti che non sottoscrivono, vendono agli altri azionisti/quotisti o a terzi il diritto di opzione e monetizzano l'eventuale sconto praticato rispetto al valore di mercato.

Il meccanismo di tutela del socio non sottoscrittore è ovviamente di portata generale. Tuttavia, ai fini di una più chiara esposizione si procederà dapprima

⁴ Cfr. *"La rete concettuale di base (Conceptual framework)"*, prima parte dei Principi Italiani di Valutazione (Piv).

GESTIONE ECONOMICO-AZIENDALE

all'analisi del caso delle società con azioni quotate sul mercato mobiliare, ove i diritti inoptati dovranno essere offerti sul mercato secondo quanto previsto dal co.3 dell'art.2441 cod.civ..

L'esempio che segue mostra il funzionamento del meccanismo del diritto di opzione per le società quotate, utilizzando i valori del caso precedente.

Preaumentamento	
Valore del capitale economico	15.450
Capitale sociale	5.200
N. azioni emesse	5.200
Valore di mercato per azione	2,97
Valore nominale per azione	1,00
Offerta in opzione	
Prezzo di emissione	2,50
Valore nominale	1,00
Sovrapprezzo	1,50
Capitale da raccogliere	4.000
N. azioni da emettere	1.600
Postaumentamento	
Valore del capitale economico	19.450
Capitale sociale	6.800
Riserva sovrapprezzo azioni	2.400
N. azioni emesse	6.800
Valore di mercato per azione	2,86
Valore nominale per azione	1,00
Valore teorico del diritto di opzione	0,36

Se le risorse economiche da raccogliere attraverso l'aumento di capitale sono pari a 4.000, ipotizzando che il prezzo corrente dell'azione coincida con il valore stimato, ne deriva che esso viene a coincidere con il prezzo massimo di emissione.

È tuttavia ragionevole ipotizzare che tali azioni debbano essere emesse a sconto per rendere più facile il collocamento dell'aumento di capitale e, quindi, raccogliere quanto necessario.

Nell'esempio di cui sopra si ipotizzi di applicare un sconto del 19% circa portando, quindi, il prezzo di emissione a 2,50.

A queste condizioni economiche le azioni da emettere diventano pari a 1.600 per cui, ipotizzando un successo integrale dell'operazione, il numero complessivo di azioni sarà pari a 6.800 (5.200 già esistenti e 1.600 di nuova emissione).

Ne deriva che, ad un valore del capitale economico incrementato di 4.000 (pari a 19.450), corrisponde un minor valore dell'azione dopo l'aumento di capitale, pari cioè a 2,86.

Tale riduzione del valore complessivo dell'azione, pari a 0,11 (2,97-2,86), è funzione dell'entità dello sconto applicato in sede di determinazione del prezzo di emissione. Più lo sconto è elevato e più si amplia la differenza tra il valore dell'azione ante e quello post aumento.

Il valore teorico del diritto di opzione dipende, invece, dalla differenza tra il valore dell'azione *post* e il prezzo di emissione. Nel caso in esame è pari a 0,36 (2,86-2,50). Se il diritto di opzione venisse ceduto a tale valore si avrebbe la conservazione dei valori patrimoniali dei soci.

A titolo esemplificativo, si considerino due partecipazioni identiche costituite da 520 azioni ciascuna e pari al 10% della società ante aumento di capitale⁵.

Il primo socio intende aderire all'aumento di capitale. La sua posizione è riassunta di seguito:

Partecipazione <i>ante</i> (n. azioni)	520
Valore partecipazione ante	1.545
Azioni in opzione	160
Valore sottoscrizione	400
Partecipazione <i>post</i> (n. azioni)	680 ⁶
Valore partecipazione post	1.945

Si noti che la ricchezza del socio non si è modificata perché il valore della sottoscrizione corrisponde esattamente sia all'incremento del valore della partecipazione a seguito dell'aumento di capitale che all'uscita di cassa necessaria per il perfezionamento dello stesso.

Il secondo socio non intende invece aderire all'aumento di capitale. La sua posizione è riportata di seguito:

Partecipazione <i>ante</i> (n. azioni)	520
Valore partecipazione ante	1.545
Azioni in opzione	160
Sottoscrizione	-
Partecipazione <i>post</i> (n. azioni)	520 ⁷
Valore partecipazione ante	1.487
Incaso cessione diritti opzione	58

⁵ Nello svolgimento dei calcoli si ipotizza che le azioni previste siano interamente collocate.

⁶ Pari al 10% del capitale *post* aumento.

⁷ Pari al 7,65% del capitale *post* aumento.

GESTIONE ECONOMICO-AZIENDALE

La mancata sottoscrizione comporta una diluizione della partecipazione che, dopo l'aumento del capitale, passerà dal 10% al 7,65%. La cessione dei diritti di opzione consente però di incassare 58 che risulta dal prodotto dei diritti inopinati (160) per il valore del diritto (0,36). Sommando 1.487 (valore della partecipazione post pari a 520 azioni per il prezzo post 2,87) al corrispettivo ricavato dalla cessione dei diritti si ottiene ancora 1.545.

Deve essere però considerato che il prezzo al quale i diritti saranno venduti è funzione, tra le altre cose, dell'appetibilità della società, delle aspettative di rendimento a fronte dell'aumento di capitale e del grado di liquidità del mercato.

Nella prassi si osserva che il diritto di opzione quota fortemente a sconto. In tali casi, il ridotto incasso si traduce in un danno patrimoniale per il socio che non intende sottoscrivere.

Rimane infine da notare che se il prezzo di sottoscrizione coincidesse con il valore dell'azione, il valore teorico del diritto di opzione sarebbe nullo.

Tale aspetto pare a prima vista non tutelare completamente il socio non sottoscrittore che vede comunque diluirsi la sua quota. Lo sviluppo dei calcoli è presentato di seguito.

Preaumentamento	
Valore del capitale economico	15.450
Capitale sociale	5.200
N. azioni emesse	5.200
Valore di mercato per azione	2,97
Valore nominale per azione	1,00
Offerta in opzione	
Prezzo di emissione	2,97
Valore nominale	1,00
Sovrapprezzo	1,50
Capitale da raccogliere	4.000
N. azioni da emettere	1.347
Postaumentamento	
Valore del capitale economico	19.450
Capitale sociale	6.547
Riserva sovrapprezzo azioni	2.653
N. azioni emesse	6.547
Valore di mercato per azione	2,97
Valore nominale per azione	1,00
Valore teorico del diritto di opzione	0,00

Il socio che intende sottoscrivere si trova in una situazione analoga al caso precedente mentre nella situazione opposta il socio si ritrova nella situazione esposta di seguito.

Partecipazione ante (n. azioni)	520
Valore partecipazione ante	1.545
Azioni in opzione	135
Sottoscrizione	-
Partecipazione post (n. azioni)	520 ⁸
Valore partecipazione post	1.545
Incasso cessione diritti opzione	0

Rispetto al caso precedente, il socio non sottoscrittore si ritrova ad avere le stesse azioni detenute ante aumento di capitale e lo stesso valore; sono, quindi, mantenuti i diritti patrimoniali. La quota di sua pertinenza si è però diluita (dal 10% al 7,94%); tuttavia, la diluizione è minore rispetto al caso precedente (7,65%). Questo in quanto l'entità della diluizione del socio non sottoscrittore è funzione dell'importo di capitale da raccogliere rispetto all'esistente e dell'ammontare dello sconto sul valore corrente.

In questo caso, la conservazione del valore da parte del socio non sottoscrittore è garantita dal fatto che, pur partecipando ad una quota minore del valore economico dell'azienda, egli beneficia comunque dell'aumento di capitale effettuato dagli altri soci.

Ne consegue che se l'aumento di capitale viene effettuato ad un prezzo di emissione pari al valore dell'azione si ha la massima tutela dei soci sia nel caso in cui intendano sottoscriverlo sia che abbiano l'intenzione opposta. In tale situazione, infatti, poiché il valore teorico del diritto d'opzione è nullo, le azioni o quote inopinate possono essere offerte in sottoscrizione anche a terzi (senza sovrapprezzo) in quanto non si avrebbe diluizione del valore della compagine sociale ante aumento.

Tale decisione è lasciata alla discrezionalità degli amministratori che dovranno anche valutare l'interesse sociale a perseguire l'integrale collocamento delle azioni previste⁹.

I risultati ottenuti illustrano i motivi sottostanti alla scelta del legislatore di richiedere al collegio sindacale di esprimersi in merito alla congruità dei prezzi di emissione nelle ipotesi di esclusione o limitazione del diritto di opzione.

⁸ Pari al 7,94% del capitale post aumento.

⁹ Cfr. "Aumento di capitale e conferimenti" di A. Ferrucci - C. Ferentino, in "Le società di capitali, le società cooperative e le mutue assicuratrici", Milano, 2006.

GESTIONE ECONOMICO-AZIENDALE

Nel caso di società per azioni non quotate e di società a responsabilità limitata il meccanismo funziona allo stesso modo; tuttavia, in queste situazioni, l'ipotesi di cessione a terzi (non facenti parte della compagine sociale) del diritto di opzione rimane assai spesso solamente teorica.

Si noti peraltro che in questi casi il legislatore ha ritenuto che l'attribuzione del diritto d'opzione sia una tutela sufficiente del socio non sottoscrittore che probabilmente, anche se non necessariamente, è rappresentante di una minoranza societaria¹⁰.

Si possono porre quindi le seguenti fattispecie:

1. il prezzo di emissione coincide con il valore dell'azione. In tal caso, il socio non sottoscrittore vede preservati i suoi diritti patrimoniali ma avrà una diluizione della partecipazione;
2. il prezzo di emissione è inferiore al valore dell'azione. In questa situazione il socio non sottoscrittore

vedrà tutelati i suoi diritti patrimoniali solo nell'ipotesi di cessione del diritto di opzione ad un corrispettivo pari al valore teorico. Anche in questo caso avrà una diluizione della partecipazione tanto maggiore quanto più è elevato lo sconto sul valore dell'azione.

Anche ove il socio non sottoscrittore avesse espresso voto contrario all'operazione in sede di delibera assembleare non gli è riservato il diritto di recesso, per cui l'unica possibile forma di tutela ulteriore al diritto di opzione consiste nel ricorso all'autorità giudiziaria invocando l'assenza di un interesse sociale nell'operazione e dimostrandone la reale finalità di recare detrimento alle minoranze.

Vi è però un'eccezione: per le sole società a responsabilità limitata, nel caso di aumento di capitale con quote offerte a terzi, è previsto, ai sensi del co.1 dell'art.2481-bis cod.civ., il diritto di recesso al socio contrario alla deliberazione.

¹⁰ In caso contrario probabilmente l'assemblea non avrebbe deliberato l'aumento di capitale.

 **Euroconference**
Centro Studi Tributari

**LABORATORI DI PRATICA
PROFESSIONALE**
dal saper al saper fare

CONFERIMENTO D'AZIENDA: COME, QUANDO E PERCHÈ

Bologna 10 novembre

Milano 17 novembre

QUOTA DI PARTECIPAZIONE

€ 350,00 + IVA

 PLATINUM
- 25%

 GOLD
- 20%

 BLU
- 15%

[SCOPRI DI PIÙ](#)