

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI BRESCIA



DOTTORATO DI RICERCA IN DIRITTO COMMERCIALE

Ius 04

Ciclo XXV

Coordinatore: Prof. Mario NOTARI

**LA VALUTAZIONE AL *FAIR VALUE* DEI CONFERIMENTI IN NATURA**

Relatore:

Prof. Mario NOTARI

Tesi di dottorato di:

Lucia FOLLADORI

.....

ANNO 2013-2014



*Alla mia famiglia*

L'Autrice ringrazia sentitamente il Max Planck Institut für ausländische und internationales Privatrecht di Amburgo per la cortese ospitalità offerta durante lo svolgimento della ricerca.



## INDICE-SOMMARIO

### CAPITOLO I

#### IL NUOVO SISTEMA DI VALUTAZIONE DEI CONFERIMENTI IN NATURA. IN PARTICOLARE, IL CRITERIO PREVISTO DALL'ART. 2343- TER, CO. 2, LETT. A), C.C.

1. - Individuazione dell'ambito d'indagine.....	1
2. - Le origini del nuovo sistema di valutazione: la direttiva 2006/68/CE.....	5
3. - La disciplina "tradizionale" della valutazione dei conferimenti in natura e di crediti e gli interessi protetti. ....	22
4. - La nuova disciplina introdotta con il d.lgs. 142 del 2008: ambito di applicazione. ....	38
5. - La valutazione ai sensi dell'art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c.....	45
6. - Il successivo controllo da parte degli amministratori e il ritorno al regime ordinario. ....	54

### CAPITOLO II

#### LE SOLUZIONI ADOTTATE IN ALTRI PAESI EUROPEI

1. - Premessa: le ragioni di un'analisi comparativa delle scelte operate dai singoli legislatori nazionali in ambito europeo. ....	69
2. - L'evoluzione del diritto contabile e l'adozione dei principi contabili internazionali negli Stati membri.....	75
3. - L'adozione parziale della direttiva 2006/68/CE. ....	82
3.1. - La Germania. ....	83
3.2. - La Spagna.....	102
4. - L'adozione integrale della direttiva 2006/68/CE.....	111
4.1. - Il Belgio e la scelta del concetto atecnico di valore di mercato (" <i>in het Waarde Economisch verkeer</i> "). ....	112
4.2. - Il Lussemburgo e l'applicazione del criterio del valore contabile di bilancio secondo la prassi notarile.....	120
5. - Altri Paesi che hanno adottato il criterio del valore contabile di bilancio: Grecia, Polonia e Lituania. ....	129
6. - Risultato dell'analisi e riflessi sulla soluzione adottata dal legislatore italiano.....	136

CAPITOLO III  
L'INTERPRETAZIONE "ESATTA" DEL CRITERIO DEL VALORE  
CONTABILE DI BILANCIO E SUOI CORRETTIVI QUANDO  
DETERMINATO IN BASE AL *FAIR VALUE*.

1. - Premessa. ....	139
2. - Critica alla tesi della rilevanza dei soli bilanci redatti secondo i principi IAS/IFRS. ....	143
2.1. - Restrizione eccessiva dell'ambito applicativo del criterio del valore contabile di bilancio. ....	143
2.2. - Il valore attuale di scambio può essere desunto anche da bilanci redatti secondo i principi contabili nazionali. ....	152
2.3. - Incompatibilità con il tenore dell'art. 10- <i>bis</i> della Seconda direttiva (come introdotto dalla direttiva 2006/68/CE) e con i principi di diritto comunitario. ....	157
3. - L'interpretazione "esatta" del criterio del valore contabile di bilancio. ....	163
4. - Difficoltà nell'applicazione di valutazioni determinate secondo il <i>fair value</i> . ....	168
4.1. - Effetti sull'istituto del capitale sociale: l'imputazione di valori volatili. ....	172
5. - L'incoerenza tra l'art. 2343- <i>ter</i> , co. 2, lett. a), c.c. e l'art. 6, co. 4, d.lgs. 38/2005. ....	187
5.1. - Le possibili ricostruzioni per superare l'incoerenza tra l'art. 2343- <i>ter</i> , co. 2, lett. a), c.c. e l'art. 6, co. 4, d.lgs. 38/2005. Critica. ....	198
5.2. - Una proposta di soluzione. ....	209
5.3. - L'applicazione della regola dell'art. 6, co. 4, d.lgs. 38/2005 al conferimento in natura. ....	218
5.3.1. - Le tecniche di regolazione negoziale per il riconoscimento al conferente dei plusvalori iscritti in riserva. ....	221
5.3.2. - I riflessi dal punto di vista contabile sul bilancio della conferente dell'utilizzo di una delle tecniche di diversificazione della partecipazione. ....	232
5.4. - La differenza rispetto ai versamenti in conto futuro aumento di capitale. ....	242
6. - Considerazioni conclusive. ....	245
<b>Indice degli Autori. ....</b>	<b>256</b>

## CAPITOLO I

### IL NUOVO SISTEMA DI VALUTAZIONE DEI CONFERIMENTI IN NATURA. IN PARTICOLARE, IL CRITERIO PREVISTO DALL'ART. 2343-TER, CO. 2, LETT. A), C.C.

**SOMMARIO:** 1.- Individuazione dell'ambito d'indagine. 2.- Le origini del nuovo sistema di valutazione: la direttiva 2006/68/CE. 3.- La disciplina "tradizionale" della valutazione dei conferimenti in natura e di crediti e gli interessi protetti. 4.- La nuova disciplina introdotta con il d.lgs. 142 del 2008: ambito di applicazione. 5.- La valutazione ai sensi dell'art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c. 6.- Il successivo controllo da parte degli amministratori e il ritorno al regime ordinario.

#### **1. – Individuazione dell'ambito d'indagine.**

Con il d.lgs. 142/2008<sup>1</sup>, in attuazione della direttiva 2006/68/CE (di seguito la "Direttiva")<sup>2</sup>, è stata introdotta nell'ordinamento italiano una nuova disciplina per la valutazione dei conferimenti in natura (e dei crediti) che si pone come alternativa rispetto alla disciplina tradizionale di diritto interno delineata in adempimento a quanto previsto dall'art. 10<sup>3</sup> della direttiva 77/91/CEE (meglio conosciuta come "Seconda direttiva")<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Pubblicato in *Gazzetta Ufficiale* del 15 settembre 2008 ed entrato in vigore il 30 settembre 2008.

<sup>2</sup> Del Parlamento europeo e del Consiglio del 6 settembre 2006, pubblicata in *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea* in data 25 settembre 2006, L 264/32.

<sup>3</sup> Ai sensi del quale la valutazione del conferimento in natura deve essere effettuata sulla base di una «relazione redatta, prima della costituzione della società o prima che essa ottenga l'atto autorizzante l'inizio della propria attività, da uno o più esperti indipendenti dalla stessa, designati o autorizzati da un'autorità amministrativa o giudiziaria. Tali esperti possono, secondo la legislazione di ogni Stato membro, essere persone fisiche o persone giuridiche o società». La stima deve contenere «almeno la descrizione dei singoli conferimenti, nonché i criteri di valutazione adottati, ed indicare se i valori risultanti dall'applicazione di tali criteri corrispondono almeno al numero ed al valore nominale o, in mancanza di un valore nominale, al valore contabile ed eventualmente, al premio d'emissione delle azioni da emettere come corrispettivo».

<sup>4</sup> Direttiva 77/91/CE del 13 settembre 1976, pubblicata in *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea* in data 31 gennaio 1977, L26.

Si è, così, disciplinata la possibilità - al verificarsi di determinate condizioni - di effettuare conferimenti in natura con modalità diverse da quelle previste dall'art. 2343 c.c., ai sensi del quale, come noto, è imposto l'obbligo di sottoporre il bene oggetto di conferimento alla valutazione di un esperto designato dal tribunale.

Nel riconoscere la possibilità di derogare alla procedura ordinaria, il legislatore italiano ha attuato un significativo mutamento delle regole tradizionalmente imposte agli operatori del diritto societario, nell'intento dichiarato di conseguire una semplificazione di una procedura ritenuta a volte eccessivamente rigorosa e dispendiosa.

La formulazione letterale della disciplina introdotta con il d.lgs. 142/2008 ha creato subito, però, numerosi dubbi interpretativi e si è, perciò, reso necessario un intervento integrativo, realizzato con l'emanazione del d.lgs. 224/2010<sup>5</sup>, che pur mantenendo inalterato l'impianto normativo risultante dall'attuazione della direttiva 2006/68/CE, ha sciolto taluni dubbi interpretativi sollevati in materia dalla dottrina e chiarito la formulazione di alcune disposizioni introdotte dal d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142<sup>6</sup>. Come si avrà modo di osservare, tuttavia, nemmeno tale successivo intervento ha risolto pienamente alcune rilevanti questioni e, anzi, proponendo soluzioni a volte discutibili, ha posto nuove incongruenze.

Più precisamente, i due decreti citati apportano significative modifiche alle disposizioni del codice civile inerenti non solo ai conferimenti di beni in natura o crediti, ma anche all'acquisto di azioni proprie e alle altre operazioni sulle medesime, nonché alla disciplina dell'assistenza finanziaria.

Nel presente lavoro l'attenzione sarà circoscritta alla nuova disciplina dei conferimenti di beni in natura o crediti (in sede di costituzione e di aumento del capitale sociale delle società per azioni), contenuta negli artt. 2343-*ter* e 2343-*quater* c.c. - introdotti dall'art. 1 del d.lgs. n. 142/2008 - e, più in particolare, al criterio previsto alla lettera a) del secondo comma dell'art. 2343-*ter* c.c., con il quale si

---

<sup>5</sup> Pubblicato in *Gazzetta Ufficiale* del 24 dicembre 2010 ed entrato in vigore dall'8 gennaio 2011.

<sup>6</sup> Nonché a modificare alcuni profili della disciplina dell'acquisto di azioni proprie anche allo scopo del loro migliore coordinamento con le modifiche a riguardo introdotte dal decreto legge 10 febbraio 2009, n. 5 (convertito, con modificazioni, dalla legge 9 aprile 2009, n. 33).



prevede la possibilità di fare riferimento, per la valutazione del conferimento, al «*fair value* iscritto nel bilancio dell'esercizio precedente a quello nel quale è effettuato il conferimento» (c.d. "criterio del valore contabile di bilancio").

Tale modalità di valutazione si pone quale deroga al sistema tradizionale rappresentato dalla perizia di stima *ex art.* 2343 c.c. ed è particolarmente problematico in quanto - come si cercherà di dimostrare - da un lato, sostituisce con minori garanzie un sistema finalizzato alla corretta formazione del capitale sociale, e, dall'altro lato, non pare nemmeno del tutto coerente né con i propositi e le scelte del legislatore europeo né con le opzioni date agli Stati membri al momento dell'adozione dei principi contabili internazionali. Esso, infatti, ammette che il bene sia imputato a capitale sociale sempre e incondizionatamente al *fair value*, e ciò: (i) a prescindere (sembrerebbe) da ulteriori valutazioni in caso di presenza di plusvalori da *fair value* iscritti in riserve indisponibili nel bilancio della conferente<sup>7</sup>; (ii) con la possibilità (o meglio, il rischio) che il conferimento sia effettuato dopo un periodo di tempo significativo rispetto alla valutazione di bilancio<sup>8</sup>; (iii) prevedendo, infine, come unica garanzia di attendibilità, il controllo successivo da parte degli amministratori (il cui margine di discrezionalità, qui - come si vedrà - più ampio rispetto al controllo effettuato ai sensi dell'art. 2343 c.c.<sup>9</sup>, non contribuisce certo a garantire la corretta valutazione del bene)<sup>10</sup>.

Il presente lavoro si propone di analizzare nello specifico i problemi sopra evidenziati e, nel tentativo di fornire ad essi delle soluzioni, di ricostruire la nuova

---

<sup>7</sup> Problema analizzato *infra* al capitolo III.

<sup>8</sup> Come noto, ai sensi dell'articolo 2364, co. 2, c.c., l'assemblea dei soci deve essere convocata per discutere e deliberare sull'approvazione del bilancio di esercizio entro il termine stabilito dallo statuto, il quale non deve essere superiore a 120 giorni dalla chiusura dell'esercizio. Per le società tenute alla redazione del bilancio consolidato o in presenza di particolari esigenze relative alla struttura o all'oggetto della società, poi, lo statuto può prevedere un termine maggiore rispetto a quello ordinario, non superiore in ogni caso a 180 giorni. In base al dettato normativo, ne deriva, dunque, che tra un bilancio e quello successivo intercorrono di norma almeno 12 mesi. Così, il conferimento effettuato al dodicesimo mese verrebbe valutato attraverso il criterio del valore contabile in base al valore iscritto nel bilancio redatto quasi un anno prima, con evidente rischio che tale valore non sia più attuale.

<sup>9</sup> Cfr. *infra* al § 6 e al capitolo III.

<sup>10</sup> In questo senso cfr. NOTARI, *The Appraisal Regime of Contributions in Kind in the Light of Amendments to the Second EEC Directive*, in *European Company and Financial Law Review*, 2010, 63 ss.

disciplina secondo una interpretazione che tenga conto della funzione della stima dei conferimenti in natura<sup>11</sup>.

L'analisi prende spunto dalla prima formulazione della norma (introdotta con il d.lgs. 142/2008) in cui non si faceva espresso riferimento come nel testo oggi vigente al concetto di "*fair value*", ma – in modo conforme al testo (in lingua italiana) della direttiva 2006/68/CE – a quello di "valore equo", riscontrabile in astratto sia nei bilanci redatti secondo i principi contabili nazionali, sia secondo quelli che utilizzano gli IAS/IFRS. Come si vedrà<sup>12</sup>, anche se dal tenore letterale la modifica apportata dal successivo d.lgs. 224/2010 a favore del criterio del *fair value* sembrerebbe escludere le valutazioni contenute in bilanci non *ias-compliant*, si ritiene più corretta l'interpretazione estensiva preferita dalla dottrina prevalente nel vigore della precedente disciplina e riproposta da una parte di essa anche a seguito dell'intervento correttivo.

Ciò, peraltro, senza che si possa ritenere escluso il riferimento a iscrizioni redatte in applicazione dei principi contabili internazionali, quando la conferente rediga il proprio bilancio alla stregua di tale *set* di norme contabili che sono indubbiamente comprese nel dettato dell'art. 2343-ter co. 2, lett. a), c.c. In questo caso, peraltro, si determinano una serie di questioni e problematiche che, a seconda della soluzione prescelta, potrebbero comportare ripercussioni a livello sistematico sul diritto societario italiano, e più precisamente su un istituto ancora centrale nel nostro sistema delle società di capitali quale quello del capitale sociale<sup>13</sup>.

L'ultima parte del lavoro è, perciò, dedicata a delineare una proposta interpretativa volta a contenere le menzionate incoerenze e conseguenze negative.

Prima, peraltro, di affrontare le questioni centrali relative al criterio del valore contabile di bilancio, in questo primo capitolo, si svolgeranno alcune considerazioni di portata più generale concernenti, da un lato, la funzione della stima dei conferimenti in natura e, dall'altro lato, sia pure in termini succinti, le

---

<sup>11</sup> Su cui *infra* al § 3.

<sup>12</sup> *Infra* al capitolo III, §§ 2 e 3.

<sup>13</sup> Sulla centralità dell'istituto del capitale sociale nel nostro ordinamento, anche a fronte di recenti interventi normativi che sembrerebbero sminuirne l'importanza v. *infra* capitolo III, § 6.

questioni più significative sorte in relazione all'intero sistema introdotto dagli artt. 2343-ter e 2343-quater c.c., al fine di avere un quadro più completo della materia oggetto di esame e poter così verificare la coerenza delle scelte effettuate dal legislatore italiano attraverso la normativa in commento. Si precisa, peraltro, che, anche considerati i numerosi contributi scientifici già disponibili su tali temi, la loro trattazione sarà circoscritta a determinati aspetti che rilevano maggiormente rispetto al criterio di valutazione al centro del presente lavoro.

## **2. - Le origini del nuovo sistema di valutazione: la direttiva 2006/68/CE.**

Nel nostro ordinamento, il punto di riferimento per la valutazione dei conferimenti diversi dal denaro - l'unico fino al 2009<sup>14</sup> - è costituito dal procedimento di stima disciplinato dall'art. 2343 c.c., che trova la sua fonte nella citata Seconda direttiva<sup>15</sup> e tutt'ora disciplina il procedimento di stima "ordinario"

---

<sup>14</sup> Eccetto procedimenti *a latere* introdotti da leggi speciali, come quello in tema di conferimenti nelle procedure di privatizzazione prevista dalla disciplina delle privatizzazioni degli enti pubblici (L. 30 luglio 1994 n. 474, in particolare all'art. 10). Il procedimento di valutazione previsto dall'art. 2343 c.c. si applica sia al conferimento effettuato in sede di costituzione della società, sia in sede di aumento del capitale sociale in virtù dell'esplicito richiamo di cui all'art. 2440 c.c. In dottrina sono state evidenziate alcune criticità rispetto a tale applicazione della disciplina, pensata in relazione alla fase costitutiva della società per azioni: cfr. al riguardo PISANI MASSAMORMILLE, *I conferimenti nelle società per azioni - Acquisti "pericolosi", prestazioni accessorie*, in *Commentario del Codice Civile* (diretto da P. Schlesinger), Artt. 2342-2345, Milano, Giuffrè, 1994, 42 ss.

<sup>15</sup> E' interessante osservare che in un autorevole studio comparatistico della materia, già prima della modifica apportata all'art. 2343 c.c. in occasione dell'adozione della Seconda direttiva, il testo originario della norma è stato considerato un modello di riferimento in grado di assicurare una tutela effettiva del capitale sociale: il riferimento è a LUTTER, *Kapital, Sicherung del Kapitalaufbringung in den Aktien - und GmbH-Rechten del EWG*, Müller, 1964, 262 ss. La Seconda direttiva ha poi imposto alcune modifiche all'articolo citato. Peraltro, essa è stata adottata dal legislatore italiano in modo più rigoroso di quanto fosse richiesto dal legislatore europeo: al contrario della Direttiva, non sono, infatti, state previste né la possibilità che la designazione dell'esperto avvenga ad opera dell'autorità amministrativa né la derogabilità del procedimento di stima nel caso in cui il novanta per cento del valore nominale di tutte le azioni sia emesso come corrispettivo di conferimenti non in contanti (quando ricorrano le condizioni elencate nell'art. 10, co. 4 della Direttiva richiamata). Al riguardo v. MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo - Portale, Torino, Utet, 2004, vol. 1\*\*\*, 17 ss.; SPOLIDORO, *Commento agli artt. 5, 6 e 20 del D.P.R. 10 febbraio 1986 n. 30*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1988, 40 ss.; PELLEGRINO, *La disciplina della valutazione dei*

o “tradizionale”. Con esso, attraverso l’intervento di un terzo soggetto indipendente, si determina il valore massimo delle entità da conferire<sup>16</sup>, al fine ultimo di assicurare la copertura del capitale sociale (e eventualmente anche della riserva sovrapprezzo) e ridurre, così, i pericoli di annacquamento dello stesso<sup>17</sup>.

L’applicazione di tale procedimento di stima potrebbe subire oggi, a seguito dell’introduzione degli artt. 2343-ter e 2343-quater c.c., un netto ridimensionamento.

Le norme citate, infatti, prevedono un ulteriore regime di valutazione dei conferimenti in natura che conduce a semplificazioni oggettive<sup>18</sup> che dovrebbero essere accolte con favore dagli operatori, comportando una riduzione dei tempi (si evitano, infatti, le attese della nomina giudiziale dell’esperto) e dei costi (considerato che, almeno tendenzialmente, la consulenza del perito giudiziale si rivela più onerosa) per l’ottenimento della valutazione del conferimento<sup>19</sup>.

---

*conferimenti in natura nella previsione comunitaria e nell’art. 2343 c.c.*, in *La seconda direttiva CEE in materia di società per azioni*, a cura di BUTTARO - PATRONI GRIFFI, Milano, Giuffrè, 1984, 79 ss.; MORRA, *Art. 2343*, in *Commentario al codice civile*, a cura di Paolo Cendon, Milano, Giuffrè, 2010, 354; ENRIQUES-GARGANTINI, *La s.p.a. nel quadro europeo*, in *Le nuove s.p.a.*, Trattato diretto da Cagnasso-Panzani, vol. I, Torino, Zanichelli, 2013, 372 ss.

<sup>16</sup> Non è, infatti, esclusa la possibilità per i soci di attribuire ai conferimenti in natura un valore inferiore a quello risultante dalla perizia giurata. Sul punto, per tutti, v. OLIVIERI, *I conferimenti in natura nella società per azioni*, Padova, Cedam, 1989, 109; PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Riv. soc.*, 1991, 6.

<sup>17</sup> V., tra gli altri, PORTALE, *Capitale sociale e conferimenti nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1970, 34; FERRI JR, *Valutazione ed iscrizione in bilancio dei conferimenti*, in *Riv. soc.*, 2008, 487.

<sup>18</sup> Semplificazioni al regime ordinario di valutazione dei conferimenti erano già presenti, prima dell’entrata in vigore del decreto in esame, nel nostro ordinamento, ma con riferimento a fattispecie del tutto peculiari. Si tratta di fattispecie regolate da leggi speciali, come quella sulle privatizzazioni degli enti pubblici (L. 30 luglio 1994 n. 474, in particolare all’art. 10), quella prevista in tema di opere di ristrutturazione delle banche pubbliche, di cui al d.lgs. 356/1990, nonché quella della costituzione della società di gestione della borsa mediante atto unilaterale del Consiglio di borsa, contenuta nell’art. 56 del d.lgs. 23 luglio 1996 n. 415. Per le peculiarità specifiche di tali discipline si rinvia a COLUCCI, *Art. 56*, in *L’Eurosì*, a cura di Campobasso, Milano, Giuffrè, 1998, 367 ss.; PALMIERI, *Scissione di società e circolazione d’azienda*, Torino, Giappichelli, 1999, 206 ss.; ROCCO DI TORREPADULA, *Aspetti di diritto societario delle società per azioni con partecipazione comunale*, in *Riv. soc.*, 1997, 128 ss.; PAVONE LA ROSA, *La costituzione della società per azioni nelle procedure di privatizzazione*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 5 ss.; in giurisprudenza v. Trib. Milano, 15 gennaio 2000, in *Riv. soc.*, 2000, 213.

<sup>19</sup> Così BUSANI, *I “nuovi” conferimenti in natura nella società per azioni*, in *Soc.*, 2011, 1036, il quale fa notare come sia più difficile concordare con un perito di nomina giudiziale «una parcella diversa da quella pedissequamente derivabile dalla tariffa professionale» e sottolinea, altresì,

Accanto al regime “tradizionale” di stima dei conferimenti in natura e crediti, si configura, dunque, un sistema aggiuntivo, o meglio, una serie di procedimenti distinti, a cui è possibile ricorrere per la valutazione di siffatta tipologia di conferimenti, che introducono come criteri a cui fare riferimento alternativamente: (i) la media semestrale ponderata dei prezzi di negoziazione rilevati in un mercato regolamentato (limitatamente quando oggetto del conferimento siano valori mobiliari o strumenti del mercato monetario); (ii) il *fair value* del bene oggetto di conferimento iscritto nell’ultimo bilancio di esercizio approvato, sottoposto a revisione legale e rispetto al quale non siano stati espressi rilievi da parte del revisore; infine, (iii) il valore risultante da una perizia non giurata redatta da un esperto indipendente nominato dal conferente o dalla società (conferitaria)<sup>20</sup>.

---

che la preferenza per il nuovo sistema di valutazione dei conferimenti in natura potrebbe dipendere anche dalla intenzione di «annullare il rischio della nomina – come talora accaduto – di periti palesemente inadeguati, per cultura o per strumentazione tecnica, rispetto all’entità oggetto di conferimento». Nello stesso senso anche NOTARI, *The Appraisal*, cit., 69, secondo il quale il metodo che più degli altri dovrebbe riscuotere il favore degli operatori è quello previsto alla lettera b) del secondo comma dell’art. 2343-ter c.c. (ossia la valutazione tramite perizia di un esperto nominato dalle parti) in base alla considerazione che «*enterprise would be in favor – in the light of time, costs and opportunities – of being entitled to select and negotiate the appointment of an expert instead of being forced to use an expert appointed or approved by a public authority*». Sul punto v. ABRIANI, *Il nuovo regime dei conferimenti in natura senza relazione di stima*, in *Riv. not.*, 2009, 295; e OLIVIERI, *I sistemi alternativi di valutazione dei conferimenti in natura nelle s.p.a.*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, I, 231.

<sup>20</sup> Per un’approfondita disamina degli artt. 2343-ter e 2343-quater c.c. in dottrina, rispetto al testo introdotto con il d.lgs. 142/2008, si vedano: ABRIANI, *Il capitale sociale dopo la “nuova” Seconda Direttiva e il d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142: sulla c.d. “semplificazione” della disciplina dei conferimenti in natura, dell’acquisto di azioni proprie e del divieto di assistenza finanziaria*, relazione introduttiva al Convegno «*Il capitale sociale: funzione e disciplina dopo la “nuova” Seconda Direttiva*», tenutosi a Firenze il 17 ottobre 2008; SPOLIDORO, *Attuazione della direttiva 2006/68/CE su conferimenti non in contanti, acquisto di azioni proprie e assistenza finanziaria*, in *Notariato*, 2009, 66 ss.; FERRARI, *d.lgs. n. 142/2008: conferimenti, acquisto di azioni proprie e altre operazioni della società sulle proprie azioni – Il Commento*, in *Soc.*, 2008, 1425 ss.; NOTARI, *Il regime alternativo della valutazione dei conferimenti in natura in società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2009, 54 ss.; ID., *The Appraisal*, cit., 63 ss.; ABRIANI, *Introduzione alla struttura finanziaria della s.p.a.: capitale sociale, azioni e strumenti finanziari tra riforma del diritto societario e recenti interventi legislativi*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, in *Commentario* diretto da G. COTTINO – G. BONFANTE – O. CAGNASSO – P. MONTALENTI, Bologna, Zanichelli, 2009, 11 ss.; ID., *Il nuovo regime*, cit., 295 ss.; CORSI, *Conferimenti in natura «senza stima»: prime valutazioni*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 12 ss.; MORO VISCONTI, *Conferimenti in natura e valore equo nel nuovo art. 2343-ter c.c.*, in *Soc.*, 2009, 859 ss.; MALTONI, *Brevi considerazioni sulla disciplina dell’art. 2343-ter c.c.*, in

Come è stato osservato<sup>21</sup>, il minimo comune denominatore delle tre ipotesi sopra descritte consiste nell'esistenza di un valore di conferimento obiettivo – in quanto espresso da soggetti terzi rispetto alle parti dell'operazione di

---

*Riv. not.*, 2009, 387 ss.; TEDESCHINI – SACCO GINEVRI, *La nuova disciplina dei conferimenti in natura e dell'assistenza finanziaria nelle s.p.a.: primi spunti applicativi*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 58 ss.; FERRI JR., *La nuova disciplina dei conferimenti in natura in società per azioni: considerazioni generali*, in *Riv. soc.*, 2009, 253 ss. e in *Profili attuali di diritto societario europeo*, a cura di G. Ferri jr e M. Stella Richter jr, Milano, Giuffrè, 2010, 1 ss.; IBBA, *Osservazioni sulla stima dei così detti conferimenti senza stima*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 929 ss.; DE LUCA (a cura di), *La Nuova disciplina dei conferimenti in natura senza stima, degli acquisti e delle altre operazioni su azioni proprie*, in *Nuove leggi civ.*, 2009, 426 ss.; CARATOZZOLO, *Il «valore equo» nella disciplina alternativa della valutazione dei conferimenti in natura*, in *Soc.*, 2009, 1201 ss.; ATLANTE – RUOTOLO, *La nuova disciplina dei conferimenti in natura nelle società azionarie: possibili applicazioni nell'ambito della fusione e della trasformazione*, Studio n. 224-2009/I, Approvato dalla Commissione studi d'Impresa il 19 novembre 2009, disponibile sul sito [www.notariato.it](http://www.notariato.it); SALAMONE, *Le verifiche della valutazione semplificata dei conferimenti «non in contanti»*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 47 ss.; OLIVIERI, *I sistemi, cit.*, 227 ss.; PERONE, *La nuova disciplina della stima dei conferimenti diversi dal denaro*, in *Profili attuali di diritto societario europeo*, a cura di G. Ferri jr e M. Stella Richter jr., Milano, Giuffrè, 2010, 47 ss. e in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, 213 ss.; PECORARO, *Formazione del capitale sociale nelle operazioni straordinarie di ristrutturazione dell'impresa: dopo il d.lgs. 142/08*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, 251 ss.; STRAMPELLI, *I regimi alternativi di stima dei conferimenti in natura in società per azioni: appunti*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti: liber discipulorum*, a cura di Ventoruzzo, Milano, Egea, 2011, 667 ss.; CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *Circolare n. 11/IR del 29 giugno 2009*, consultabile sul sito [www.cndcec.it](http://www.cndcec.it).

Dopo le modifiche apportate dal d.lgs. 224/2010 si segnalano: BUSANI, *I “nuovi”*, 1035 ss.; DE STASIO, *Una introduzione ai conferimenti in natura e alla loro valutazione nel sistema delle società di capitali*, in *Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, Giappichelli, 2011, 19 ss.; MALTONI, *Questioni in merito all'applicazione della disciplina dell'art. 2343-ter c.c. (disciplina vigente a seguito del d.lgs. 29 novembre 2010 n. 224)*, Studio n. 50-2011/1, Approvato dalla Commissione studi d'impresa il 16 marzo 2011, disponibile sul sito [www.notariato.it](http://www.notariato.it); MANGIONE, *Disposizioni integrative e correttive in tema di conferimenti in natura e acquisto di azioni proprie*, in *Riv. soc.*, 2011, 185 ss.; MASTURZI, *Effettività del capitale e valutazione dei conferimenti*, Napoli, Editoriale scientifica, 2011; ASSONIME, *Circolare n. 19/2011*; STRAMPELLI, *I regimi alternativi di stima dei conferimenti in natura in società per azioni: appunti (Postilla)*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, 253 ss.; LAZZARATO-MANCIN, *I conferimenti in natura nelle società per azioni: le novità apportate all'art. 2343-ter dai recenti interventi legislativi*, in *Il controllo nelle società e negli enti*, Giuffrè, 2012, 167 ss.; DE BERNARDIS, *Il nuovo diritto societario quale efficiente strumento per la soluzione di questioni operative*, in *Contr. e impr.*, 2012, 197 ss.; DE LUCA, *Conferimenti in natura senza stima e azioni proprie: re “melius” perpensa?*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, 355 ss.; PORTALE, *Le nuove norme sui conferimenti in natura nelle s.p.a.: dal «ravvicinamento» alla «disarmonizzazione» dei diritti nazionali*, in *Riv. soc.*, 2012, 11 ss.; Commissione massime societarie del Consiglio Notarile di Milano, *Massime nn. 117, 120, e 121*; NIGRO G., *La nozione di capitale sociale e i conferimenti*, in *Le nuove s.p.a.*, Trattato diretto da Cagnasso-Panzani, vol. I, Torino, Zanichelli, 2013, 693 ss. (e in particolare 737 ss.).

<sup>21</sup> V. CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *Circolare n. 11/IR, cit.*, 3.

conferimento – e tendenzialmente attendibile – essendo il risultato di procedimenti valutativi tecnicamente validi – (almeno teoricamente) in grado di soddisfare le finalità di tutela dell'integrità del capitale sociale e dei diritti ad essa connessi.

Tale normativa trova la sua fonte nella direttiva 2006/68/CE (che modifica alcune disposizioni della già citata Seconda direttiva), nata con l'obiettivo di «promuovere l'efficienza e la competitività delle imprese senza ridurre le tutele di cui beneficiano gli azionisti e i creditori»<sup>22</sup>. Sulla base del presupposto che la «ridotta flessibilità e [i] costi troppo elevati per le società» per la formazione e la modifica del capitale ostacolano la piena concorrenza delle imprese europee rispetto a quelle di altri paesi (in particolare quelle statunitensi), l'intervento europeo si propone di ridurre i costi e i tempi di adozione di misure sul capitale con una «impostazione di *moderata* deregolamentazione»<sup>23</sup> (n.d.r.: corsivo aggiunto).

Il provvedimento citato si muove, dunque, nell'ottica della semplificazione del sistema di valutazione dei conferimenti diversi dal denaro e si pone in linea di continuità con la prospettiva sviluppatasi a livello UE alla fine degli anni novanta, inquadrandosi nell'ampio dibattito che negli ultimi tempi ha riguardato l'istituto del capitale sociale, di cui si sono messe in discussione tanto le funzioni quanto, in particolare, le misure predisposte in sua difesa.

Tenuto conto dei limiti e degli obiettivi di questo lavoro, non è possibile ripercorre in questa sede analiticamente le argomentazioni portate a sostegno di chi ne sostiene l'abolizione e di chi, invece, ne difende il mantenimento (peraltro ampiamente note e documentate<sup>24</sup>), potendoci, quindi, soffermare solo succintamente.

---

<sup>22</sup> Così il *Considerando* n. 2 della direttiva 2006/68/CE.

<sup>23</sup> Testualmente «*a moderately deregulatory approach*»: v. allegato 1, scheda di valutazione, alla proposta della commissione del 21 ottobre 2004.

<sup>24</sup> Per uno studio più approfondito e una sintesi del dibattito intorno al mantenimento/abolizione del capitale sociale v., tra gli altri, GINEVRA, *Il senso del mantenimento delle regole sul capitale sociale (con cenni alla s.r.l. senza capitale)*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2013, 169 ss.; ID., *Oltre il capitale sociale? Spunti per la ripresa del dibattito sulla riforma della struttura finanziaria delle società*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di*

In estrema sintesi, si può osservare che alla base del dibattito sul capitale sociale vi è la constatazione che la globalizzazione dell'attività d'impresa e l'internazionalizzazione dei mercati finanziari non solo hanno inciso fortemente sulla struttura delle società per azioni, ma soprattutto hanno condotto all'emergere di un rapporto di "concorrenza tra ordinamenti"<sup>25</sup> che travalica gli Stati membri dell'Unione europea e che è, quindi, insuscettibile di essere temperato attraverso un'armonizzazione che coinvolga esclusivamente questi ultimi.

In considerazione di ciò, una parte della dottrina<sup>26</sup> ha criticato il sistema derivante dalla Seconda direttiva, in quanto ritenuto ingiustamente rigoroso ed

---

Giovanni E. Colombo, Torino, Giappichelli, 2011, 9 ss.; MIOLA, *La tutela dei creditori ed il capitale sociale: realtà e prospettive?*, in *Riv. soc.*, 2012, 237 ss.; ID., *Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto europeo delle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2005, 1199 ss.; SACCHI, *Capitale sociale e tutela dei fornitori di equity e di capitale di debito avversi al rischio dopo le opzioni del legislatore italiano nell'applicazione dei principi contabili nazionali*, in AA. VV., *La società per azioni oggi: tradizione, attualità e prospettive*. Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006 / [a cura di] P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventoruzzo – Vol. 2, Milano, Giuffrè, 2007, 1125 ss.; BACCETTI, *Creditori extracontrattuali, patrimoni destinati e gruppi di società*, Milano, Giuffrè, 2009, 388 ss., dove maggiori riferimenti bibliografici (in particolare nelle note 17-20). In ambito europeo cfr. i contributi dell'*Arbeitsgruppe* presso l'Università di Bonn su «*Kapital in Europa*», raccolti in LUTTER (Hrsg.), *Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa*, Berlin-New York, 2006; e, in lingua inglese, LUTTER, (Ed.), *Legal Capital in Europa*, Berlin-New York, 2006.

<sup>25</sup> Sul dibattito relativo alla concorrenza tra ordinamenti cfr., per tutti, PORTALE, «*Armonizzazione*» e «*concorrenza*» tra ordinamenti nel diritto societario europeo, in *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, a cura di Campobasso, Milano, Giuffrè, 2003 e in *Corr. giur.*, 2003, 95 ss.; SACCHI, *Autonomia statutaria, competizione fra ordinamenti e giurisprudenza comunitaria*, in AA. VV., *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. Cian, Padova, Cedam, 2004, 157 ss. (in particolare 169 ss.).

<sup>26</sup> Per una critica alla Seconda direttiva v.: KÜBLER, *The rules on capital under the pressure of the Securities markets*, in K.J. Hopt-E. Wymeersch, *Comparative Company Law and the Capital Markets*, Oxford, 2002; FARRAN, *Legal Capital Rules under the Pressure of the Securities Markets – The Case for Reform, as illustrated by the UK Equity Markets*, in K.J. Hopt-E. Wymeersch, *Comparative Company Law and the Capital Markets*, cit.; ENRIQUES, *As simple as it may be: the case against the Second Company Law Directive Provisions on Legal Capital*, Bologna, 2000. Per un'analisi delle principali critiche mosse al capitale sociale, dal punto di vista della tutela offerta ai creditori, cfr. ENRIQUES-MACEY, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, in *Cornell L. Rev.*, 2001, 1164 ss., di cui la versione italiana intitolata *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2002, 78 ss. A favore del superamento del sistema fondato sull'istituto del capitale sociale, cfr. altresì: RICKFORD, *Reforming Capital. Report of The Interdisciplinary Group on Capital Maintenance*, in 15 *EBLR* 919 (2204) (c.d. Rickford Report).



eccessivamente costoso e, perciò, responsabile di un rallentamento della crescita delle società europee sul mercato mondiale rispetto alle concorrenti società provenienti da sistemi giuridici più flessibili (quale quello nordamericano). In particolare, si contestava l'inefficienza delle regole, previste dalla normativa comunitaria, relative alla valutazione del conferimento operata dall'esperto, *in primis*, rispetto al caso dei conferimenti di beni continuamente scambiati tra parti professionali, per i quali è disponibile un prezzo di mercato (rispetto al quale, si osservava, difficilmente l'esperto avrebbe potuto sostituire una propria difforme valutazione<sup>27</sup>).

Il sistema del capitale sociale, più in generale, è stato rimproverato di essere eccessivamente rigido e comunque non in grado di garantire ai creditori una tutela equivalente a quella realizzabile tramite strumenti contrattuali, quali i *financial covenants*<sup>28</sup>, o con il ricorso a un rigoroso regime di responsabilità degli amministratori e alla previsione di *insolvency test* a protezione dei creditori sociali.

Di contro, vi è stato chi<sup>29</sup> si è espresso a favore di una difesa del capitale sociale e della disciplina ad esso connessa, argomentando che, nel complesso, il

---

<sup>27</sup> In questo senso WYMEERSCH, *The Directive amending the Second Company Law Directive on legal Capital*, in *La società per azioni oggi: tradizione, attualità e prospettive*. Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006 / [a cura di] P. Balzarini, G. Carcano, M. Vantoruzzo - Milano, Giuffrè, 2007, 338, che sottolinea come «*there is little added value if the assets contributed are valued at a value that corresponds to the market price: this is especially the case if there is liquid, well functioning public market in the assets contributed. It would be rather hard for an expert to second guess the value of assets that are continuously traded among professional parties, and to substitute his own valuation techniques*».

<sup>28</sup> Di cui, peraltro, potrebbero avvantaggiarsi solo i c.d. creditori forti, ossia quei creditori che, per il potere contrattuale che possiedono rispetto all'impresa, sono in grado di imporre le condizioni del credito, richiedendo le più stringenti forme di garanzie. V. al riguardo MIOLA, *La tutela*, cit., 237 ss.; BACCETTI, *Creditori*, cit., 388 ss., MOZZARELLI, *Appunti sulla tutela contrattuale dei creditori sociali nell'esperienza statunitense*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, Giappichelli, 2011, 571 ss. Per la dottrina straniera, v., tra gli altri, MANKOWSKI, *Does contract suffice to protect the creditors of a company and their interests?*, in LUTTER, *Legal Capital*, cit., 488 ss.

<sup>29</sup> Cfr. tra gli altri: PORTALE, *Dal capitale «assicurato» alle tracking stocks*, in *Riv. soc.*, 2002, 146 ss.; ID., *Capitale sociale*, cit., 33 ss.; DENOZZA, *A che serve il capitale? (piccole glosse a L. Enriques-J.R. Macey, Creditors Versus Capital Formation: The Case Against The European Legal Capital Rules)*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 585 ss.; ID., *Le funzioni distributive del capitale*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 489 ss.; MIOLA, *Capitale sociale e tecniche di tutela dei creditori*, in *La società per azioni oggi: tradizione, attualità e prospettive*. Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11

sistema del netto fungerebbe da “campanello di allarme” per i creditori sociali rispetto al pericolo di insolvenza, comportando l’applicazione di adempimenti obbligatori (previsti dagli artt. 2446 e 2447 c.c.) che consentono ai creditori di venire a conoscenza di una situazione di eventuale crisi che riguarda la società in una fase in cui ancora la situazione non è irrimediabile.

Le critiche mosse al sistema del capitale sociale si sono acuite con l’introduzione dei principi contabili internazionali (su cui si tornerà anche nel capitolo III) che, consentendo la rilevazione di utili soltanto stimati e valori legati a oscillazioni di mercato, possono comportare il rischio della perdita di certezza del capitale sociale e, quindi, attenuarne la sua funzione di “rule”<sup>30</sup>.

Il citato dibattito risulta, peraltro, significativamente condizionato dalla prospettiva con cui si guarda il capitale sociale<sup>31</sup>.

---

novembre 2006 / [a cura di] P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventoruzzo – vol. 1, Milano, Giuffrè, 2007, 363 ss.; SCHÖN, *Legal Capital, Entity Shielding and Solvency Tests: The German View*, in *La società per azioni oggi: tradizione, attualità e prospettive*. Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006 / [a cura di] P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventoruzzo – vol. 1, Milano, Giuffrè, 2007, 493 ss.

<sup>30</sup> Così SACCHI, “*Principi contabili internazionali e finalità dell’informazione finanziaria*”, in *Corr. giur.*, 2007, 597 ss., il quale osserva che mentre «in un sistema in cui il bilancio di esercizio va redatto sulla base dei principi contabili caratteristici della tradizione dell’Europa continentale, incentrati in linea di massima sul criterio di valutazione del costo storico, l’apprezzamento sulla copertura del capitale sociale può essere effettuato con un sufficiente grado di precisione», «il discorso, però, cambia sensibilmente ove la valutazione della copertura del capitale sociale sia condotta utilizzando un bilancio d’esercizio nel quale vengono applicati i principi contabili internazionali». Sugli effetti dell’introduzione degli IAS/IFRS rispetto al dibattito sul capitale sociale v., altresì, tra gli altri: MIOLA, *La tutela*, cit., 237 ss.; BACCETTI, *Creditori*, cit., 473 ss.

<sup>31</sup> Come noto, sulla funzione attribuita all’istituto, si articolano: (i) la tesi “tradizionale”, peraltro di recente rivalutata (v. nota seguente) - che vi ravvede uno strumento di garanzia dei creditori sociali in contrappeso alla mancanza di responsabilità illimitata dei soci nelle società di capitali e postula la conferibilità solo di quei beni che siano suscettibili di espropriazione da parte dei creditori (questa tesi è stata sostenuta *in primis* da SIMONETTO, *Responsabilità e garanzia nel diritto delle società*, Padova, Cedam, 1959); (ii) la tesi della funzione organizzativa del capitale sociale, come parametro oggettivo in base al quale commisurare la posizione del socio nella società (cfr. SCIUTO-SPADA, *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo -Portale, Torino, Utet, 2004, 1\*, 31 ss., i quali al riguardo riferiscono la seguente metafora: «il capitale nominale, in quanto grandezza numeraria, sta in luogo del rapporto sociale»); (iii) la ricostruzione in termini di funzione produttivistica del capitale come insieme dei mezzi stabilmente destinati per l’esercizio dell’attività d’impresa (v. in questo senso, tra gli altri, di recente: GINEVRA, *Il senso*, cit., 169 ss., il quale afferma che il capitale sarebbe rivolto a «consolidare nell’impresa un certo investimento reputato utile, in sede di sua

Se, infatti, esso viene interpretato come patrimonio vincolato per soddisfare i creditori in caso di inadempimento della società o come strumento idoneo a prevenire l'insolvenza della stessa, si potrebbe dubitare della sua utilità reale. La previsione di un capitale minimo, totalmente slegato dalla dimensione e dalla

---

organizzazione»); (iv) infine, si riconosce al capitale sociale una funzione informativa nei confronti dei creditori, quale indice che permette di conoscere la misura dell'impegno dei soci nella società, l'andamento gestionale della stessa e, quindi, di calibrare il rischio a cui potrebbe essere soggetto il proprio credito (in questo senso SPOLIDORO, voce «Capitale sociale», in *Enc. dir.*, Agg., IV, Milano, 2000, 223). Questa prospettiva, come osserva BACCETTI, *Creditori*, cit., 467 ss., sconta il limite di non offrire tutela ai creditori deboli, ossia coloro che non hanno il potere contrattuale di negoziare con la società misure idonee a limitare i rischi connessi al credito e rispetto ai quali, quindi, la funzione informativa del capitale potrebbe non sortire alcuna protezione. Anche a livello sovranazionale si attribuiscono all'istituto in esame una pluralità di funzioni: v. al riguardo il report "A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the High Level Group of Company Law Experts", consultabile al seguente link [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/consult\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/consult_en.pdf), 23 s., dove si spiega che il capitale sociale anzitutto «protect creditors' interests. By establishing a legal capital, it is ensured that the company is unable to distribute dividends or to make other distributions to shareholders when the assets of the company would as a result be reduced below the legal capital as expressed in the company's balance sheet. To reinforce this protection, companies are not allowed to reduce capital if creditors who are not adequately protected oppose the reduction». Si riconosce poi ad esso la funzione di «protection of shareholders of the company. By establishing legal capital and fixing the value of shares by reference to that figure, it is possible to assign a value to every share (nominal value, or par value). It is normally not possible for the company to issue shares below par value. Thus, the notion of legal capital protects shareholders' interests against "stock watering", albeit in a limited way». Si individua ancora una terza funzione rappresentata dalla «measure of the shareholders' rights. Legal capital serves, at least as a presumption, as the yardstick of shareholders' rights in a company. In a wide sense, the rights affordable to a shareholder are, prima facie, a function of the portion of legal capital held by that shareholder, unless special rules state otherwise». Infine, si esamina anche una quarta discussa funzione, quella di assicurare «the adequacy of a company's assets for its entrepreneurial activity ("capital adequacy")», sebbene rispetto ad essa si osserva che «it is difficult to defend that a minimum capital requirement that amounts to 25,000 Euro (Article 6, Second Company Law Directive) is a sign of adequacy for most economic activities». Sulle funzioni del capitale sociale v. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo-Portale, Torino, Utet, 2004, 1\*\*, 10 ss.; ID., *Società a responsabilità limitata senza capitale sociale e imprenditore individuale con "capitale destinato"* (Capitale sociale quo vadis?), in *Riv. soc.*, 2010, 1237 ss.; ID., *Capitale sociale e conferimenti*, cit., 60 ss.; OLIVIERI, *Capitale e patrimonio nella riforma delle società*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, 257 ss.; DENOZZA, *Le funzioni*, cit., 489 ss.; SCIUTO-SPADA, *Op. cit.*, 29 ss.; GINEVRA, *Oltre il capitale*, cit., 3 ss.; ID., *Conferimenti e formazione del capitale sociale nella costituzione della s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2007, 124 ss.; ID., *Il senso del mantenimento*, cit., 169 ss.; MIOLA, *Il sistema del capitale*, cit., 1199; SPOLIDORO, voce «Capitale sociale», cit., 208 ss.; BACCETTI, *Creditori*, cit., 455 ss. NIGRO, *La nozione di capitale*, cit., 696 ss.

propensione al rischio dell'attività sociale esercitata dalla società, non è sempre garanzia di adempimento delle obbligazioni sociali<sup>32</sup>.

Se ne comprende, però, maggiormente l'importanza, assumendo anche un'altra prospettiva, che guarda al sistema del capitale sociale (complessivamente considerato)<sup>33</sup> - e, per quel che qui più interessa, in particolare alla disciplina dei conferimenti (che incide sul c.d. capitale reale)<sup>34</sup> - in un'ottica produttivistica, nel senso di regola organizzativa di efficiente utilizzo del proprio investimento su cui si fonda l'*affidamento fiduciario* di risorse finanziarie da parte non solo dei soci, ma anche dei creditori sociali<sup>35</sup>. Alla funzione del capitale sociale così intesa può collegarsi, altresì, (sebbene indirettamente) un effetto di garanzia per i creditori.

Da questo punto di vista, le regole del capitale devono mirare all'effettività<sup>36</sup>, cioè: (i) «ad assicurare alla società la certezza di una data

---

<sup>32</sup> La funzione garantistica del capitale sociale è stata di recente rievdenziata da TASSINARI, *Gli apporti dei soci e la disciplina del capitale sociale tra attualità e prospettive*, in *Riv. not.*, 2013, 205 ss. il quale, rispetto a tale funzione, afferma che «il capitale sociale non sembra affatto un istituto obsoleto», osservando che i creditori sociali e i terzi «trovandosi di fronte una società di capitali, per la quale la loro garanzia patrimoniale è rappresentata dal solo patrimonio sociale, possono confidare su un valore minimo di mezzi propri garantito dal legislatore non solo relativamente alla sua esistenza iniziale, ma anche alla sua successiva permanenza, con facoltà dei creditori sociali stessi di opporsi nel caso in cui la società voglia procedere alla sua anche parziale distribuzione ad uno o più soci» (211 s.). Esalta la funzione di garanzia a favore dei creditori sociali anche NIGRO, *La nozione di capitale*, cit., 698 s.

<sup>33</sup> In questo senso GINEVRA, *Il senso*, cit., 170.

<sup>34</sup> Così PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, cit., 10 ss., ID., *Capitale sociale e conferimenti*, cit., 60; DE STASIO, *Op. cit.*, 20 ss.

<sup>35</sup> In questi termini GINEVRA, *Il senso*, cit., 170. V. anche MIOLA, *La tutela*, cit., 243 che si esprime in termini di regola di confine tra gli interessi dei soci e dei creditori, ravvedendo la natura dell'istituto in «una regola di *corporate finance* che mira ad organizzare l'attività sociale, conciliando l'interesse dei soci alla remunerazione del loro investimento con quello dei creditori a non subire le condotte opportunistiche dei primi nell'impiego del patrimonio sociale, e dunque ad evitare distorsioni del regime di autonomia patrimoniale perfetta proprio delle società di capitali». Si esprime in senso critico rispetto alla funzione produttivistica del capitale sociale, invece, TASSINARI, *Gli apporti*, cit., 209 ss.

<sup>36</sup> Tali rilievi prescindono da una presa di posizione circa l'opportunità di mantenere o meno l'istituto all'interno del nostro diritto societario. Non si ritiene, infatti, che il sistema del capitale sociale sia totalmente esente da critiche: come è stato osservato (GINEVRA, *Il senso*, cit., 176 s.) «il capitale sociale è uno strumento rozzo, perché per garantire la solidità dell'impresa in un'ottica di continuità costringe a vincoli e costi che spesso si rivelano in concreto inutili, e impone di sopportare una immobilizzazione finanziaria che sovente si rivela perfino di pregiudizio per l'imprenditore, il quale a volte si trova costretto (dai creditori, o anche solo dalla volontà di evitare costi transattivi) a trattenere in una data impresa risorse che

disponibilità finanziaria»<sup>37</sup>, che viene immobilizzata e destinata all'attività d'impresa e in base alla quale è possibile anche misurare la serietà del programma imprenditoriale e assumere conseguentemente valutazioni sulla opportunità e ragionevolezza dell'investimento di capitale di rischio (nell'ottica del socio) e di credito (per quanto riguarda il creditore sociale); (ii) «non devono esporre la società ed i terzi in genere a rischi da mancato realizzo analoghi (o addirittura maggiori rispetto) a quelli tipici delle prestazioni d'opera o di servizi»<sup>38</sup>.

In questa prospettiva si comprende, dunque, l'importanza di prevedere un sistema di regole che garantiscano tale certezza, tra cui rientrano quelle relative alla valutazione dei conferimenti in natura, oggetto di semplificazione da parte della direttiva 2006/68/CE che affonda le sue origini proprio nel dibattito sul capitale sociale di cui si è dato conto.

Più precisamente, la Direttiva è il risultato di un percorso<sup>39</sup> iniziato con lo studio condotto dal gruppo SLIM (acronimo di "*Simpler Legislation for Internal Market*") che ha portato alla pubblicazione del c.d. "Rapporto SLIM sulla semplificazione della Prima e della Seconda direttiva in materia di diritto societario", che – per quanto riguarda il tema oggetto della presente trattazione – raccomandava una semplificazione delle disposizioni relative ai conferimenti, affermando la superfluità della nomina di un esperto *ad hoc* per la valutazione di quei conferimenti per i quali fosse disponibile un valore di mercato o fosse già disponibile una valutazione indipendente<sup>40</sup>.

---

andrebbero meglio allocate in altre iniziative nelle quali l'esigenza di investimento si riveli più stringente». Tuttavia, nel contesto attuale il capitale sociale riveste ancora un ruolo centrale (sul punto v. *infra*, capitolo III, § 6) e di ciò si deve tenere conto nell'interpretazione delle norme che su di esso comportano dei riflessi.

<sup>37</sup> GINEVRA, *Il senso, cit.*, 178, il quale, più precisamente, pur evidenziandone i costi, riconosce al capitale sociale una «funzione (fiduciaria) produttivistica» idonea ad «assicurare al mercato degli investimenti oltre che, di riflesso, ai creditori la continuità dell'impresa e dunque la ragionevolezza dell'investimento operato».

<sup>38</sup> Così NIGRO, *La nozione di capitale, cit.*, 699.

<sup>39</sup> Per una più compiuta ricostruzione del contesto in cui è stata redatta la direttiva 2006/68/CE si veda ABRIANI, *Il capitale, cit.*, 1 e ss.; WYMEERSCH, *The Directive, cit.*, 333 ss.; SANTELLA-TURRINI, *Capital Maintenance in the EU: Is the Second Company Law Directive Really That Restrictive?*, in *European Business Organisation Law Review*, 2008, 427 ss.

<sup>40</sup> Il Rapporto SLIM è consultabile al seguente indirizzo internet: [www.ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/official/6037it.pdf](http://www.ec.europa.eu/internal_market/company/docs/official/6037it.pdf); testualmente prevede che «ai

I suggerimenti del Rapporto sono stati successivamente sviluppati nel Rapporto del “*High Level Group of Company Law Experts*”<sup>41</sup>, con cui furono formulate ulteriori raccomandazioni, tra cui quella di consentire il conferimento in natura senza la relazione dell’esperto non solo nelle ipotesi già suggerite nel Rapporto SLIM, ma anche nel caso in cui il valore attribuito al conferimento sia ricavabile da un altro parametro di valutazione affidabile (quanto meno in via teorica) quale il bilancio redatto secondo i principi contabili vigenti e sottoposto a revisione<sup>42</sup>.

Si è giunti, quindi, nel maggio del 2003, alla pubblicazione del “Piano di azione per il rafforzamento della *corporate governance* e l’ammodernamento del diritto societario nell’Unione Europea”<sup>43</sup>, ad opera della Commissione europea, con cui sono state recepite le proposte di entrambi i citati rapporti.

---

fini dell'applicazione degli articoli 10, 11 e 27 della Seconda direttiva, non è necessario chiedere il parere di un esperto riguardo alla costituzione di una società o alle decisioni di aumentare il suo capitale quando ricorrono le seguenti condizioni: a) quando gli elementi dell'attivo conferiti siano già stati valutati da un esperto indipendente sempre che: – i rapporti di valutazione siano sufficientemente recenti ed attendibili (ad esempio che non risalgano a più di 3 mesi prima); – che questi rapporti siano stati effettuati allo scopo di dare una valutazione; – che non si sia prodotta nessuna variazione sostanziale in tali elementi dell'attivo; oppure b) quando i titoli cedibili conferiti sono valutati al prezzo al quale vengono scambiati sul "mercato regolamentato" (nel senso dell'articolo 1, § 13 della direttiva sui servizi di investimento)».

<sup>41</sup> *Report on a Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Bruxelles, presentato nella sua versione finale del 4 novembre 2002 e consultabile al link [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf), capitolo IV, 78 ss.

<sup>42</sup> Il Rapporto recita testualmente: «*For other contributions in kind, there should be the possibility of relying on values derived from audited accounts, provided that the accounting principles used are still applicable to the assets. In that case, minority shareholders should have the right to apply to the court to require a valuation by an expert*» (v. pagina 83). Il medesimo suggeriva poi di eliminare il limite quantitativo del dieci per cento del capitale all’acquisto di azioni proprie; nonché di intervenire sul divieto di assistenza finanziaria, limitandola all’ammontare degli utili distribuibili e delle riserve disponibili e prevedendo l’autorizzazione dell’assemblea.

<sup>43</sup> Commissione Europea, Comunicazione del 21 maggio 2003 al Consiglio e al Parlamento europeo, “*Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell’Unione europea - Un piano per progredire*”, consultabile al seguente link <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:IT:PDF>, 19 ss., in cui testualmente si afferma che «una semplificazione della seconda direttiva sulla base di tali proposte e raccomandazioni contribuirebbe in maniera significativa alla promozione dell’efficienza e della competitività delle imprese, senza peraltro ridurre la protezione offerta agli azionisti e ai creditori».

All'esito di tale percorso vi è stata l'emanazione della direttiva 2006/68/CE, che ha stabilito la facoltà per gli Stati membri di introdurre una nuova disciplina di valutazione dei conferimenti in natura in tutte e tre le ipotesi già suggerite nei precedenti studi citati, ossia: (i) quando il bene oggetto di conferimento sia costituito da valori mobiliari o da strumenti del mercato monetario, valutati al prezzo medio ponderato di negoziazione (calcolato su un periodo la cui definizione è lasciata agli Stati membri); (ii) nel caso in cui il bene oggetto di conferimento sia costituito da attività, diverse da quelle indicate al punto precedente, il cui *valore equo*: (a) sia già stato valutato da «un esperto indipendente abilitato» (anziché, come da regime "tradizionale", nominato dall'autorità giudiziaria) non prima dei sei mesi precedenti l'effettivo conferimento, oppure (b) sia riscontrabile in documenti contabili obbligatori riferiti all'esercizio precedente e sottoposti a revisione<sup>44</sup>.

---

<sup>44</sup> Più precisamente, l'art. 10-*bis* della Direttiva (indicato come 10a nelle versioni tedesca, francese e portoghese) recita, nella sua traduzione in italiano: «1. Gli Stati membri possono decidere di non applicare l'articolo 10, § 1, 2 e 3, qualora, su decisione dell'organo di amministrazione o di direzione, i conferimenti non in contanti siano costituiti dai valori mobiliari di cui all'articolo 4, § 1, punto 18, della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, o dagli strumenti del mercato monetario di cui all'articolo 4, § 1, punto 19, della stessa direttiva, valutati al prezzo medio ponderato al quale sono stati negoziati su uno o più mercati regolamentati di cui all'articolo 4, § 1, punto 14, della stessa direttiva durante un periodo sufficiente, come definito dalle legislazioni nazionali, precedente la data effettiva del conferimento non in contanti. Qualora si siano verificati fatti eccezionali che abbiano inciso in misura tale sul prezzo da modificare sensibilmente il valore che le attività hanno alla data effettiva del loro conferimento, comprese le situazioni in cui il mercato di tali valori mobiliari o strumenti del mercato monetario non è più liquido, si procede ad una nuova valutazione su iniziativa e sotto la responsabilità dell'organo di amministrazione o di direzione. Ai fini della nuova valutazione di cui sopra, si applica l'articolo 10, § 1, 2 e 3.

2. Gli Stati membri possono decidere di non applicare l'articolo 10, § 1, 2 e 3, qualora, su decisione dell'organo di amministrazione o di direzione, il conferimento non in contanti sia costituito da attività diverse dai valori mobiliari e dagli strumenti del mercato monetario di cui al § 1 il cui valore equo sia già stato valutato da un esperto indipendente abilitato e siano soddisfatte le seguenti condizioni:

- a) il valore equo è determinato con riferimento ad una data non anteriore di oltre sei mesi rispetto alla data effettiva del conferimento;
- b) la valutazione è stata effettuata conformemente ai principi e ai criteri di valutazione generalmente riconosciuti nello Stato membro per il tipo di attività da cui è costituito il conferimento.

La Direttiva è stata qualificata come un'occasione "di transizione"<sup>45</sup>, poiché, pur mitigando la necessità di ricorrere a una perizia *ad hoc* di un esperto indipendente, attraverso la previsione di criteri di valutazione alternativi ove a disposizione degli operatori e parimenti attendibili (almeno in linea di principio), non ha, però, adottato l'approccio più radicale promotore della sostituzione del sistema del capitale sociale<sup>46</sup>. E', infatti, lo stesso legislatore UE a specificare

---

Qualora intervengano fatti nuovi rilevanti che possano modificare sensibilmente il valore equo delle attività alla data effettiva del conferimento, si procede ad una nuova valutazione su iniziativa e sotto la responsabilità dell'organo di amministrazione o di direzione. Ai fini della nuova valutazione di cui sopra si applica l'articolo 10, § 1, 2 e 3.

In mancanza di tale nuova valutazione, uno o più azionisti che detengano una quota complessiva pari ad almeno il 5 % del capitale sottoscritto della società alla data in cui è stata adottata la decisione relativa all'aumento del capitale possono chiedere una valutazione da parte di un esperto indipendente, nel qual caso si applica l'articolo 10, § 1, 2 e 3. L'azionista o gli azionisti possono richiedere tale valutazione fino alla data effettiva del conferimento, a condizione che, alla data della richiesta, l'azionista o gli azionisti in questione detengano ancora una quota complessiva pari ad almeno il 5 % del capitale sottoscritto della società, come esistente alla data in cui è stata adottata la decisione relativa all'aumento del capitale.

3. Gli Stati membri possono decidere di non applicare l'articolo 10, § 1, 2 e 3, qualora, su decisione dell'organo di amministrazione o di direzione, il conferimento non in contanti sia costituito da attività diverse dai valori mobiliari o dagli strumenti del mercato monetario di cui al § 1 il cui valore equo sia ricavato, per ogni singolo cespite, dai conti obbligatori dell'esercizio precedente, a condizione che i conti siano stati sottoposti a revisione ai sensi della direttiva 2006/43/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2006, relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati».

Come già anticipato, infine, la Direttiva, in conformità ai Rapporti citati, interviene anche sulla disciplina dell'acquisto di azioni proprie e sulla disciplina dell'assistenza finanziaria, materie peraltro escluse dall'ambito d'indagine del presente lavoro.

<sup>45</sup> In questi termini si è espresso, ad esempio, il legislatore spagnolo che, nel Preambolo alla Ley 3/2009 de 3 de abril, *sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, con cui è stata adottata in Spagna la Direttiva in esame, ha affermato: «*la Directiva 2006/68/CE es una Directiva de transición a la espera de que fructifiquen alternativas al sistema de tutela tradicional de los acreedores sociales y de los propios accionistas -que gira en torno al capital social- y se introduzcan instrumentos técnicos eficaces que reduzcan las cargas administrativas que son connaturales a ese vigente sistema de tutela; y, al mismo tiempo, es una Directiva de transacción entre los defensores de los principios que inspiraron la Segunda Directiva y quienes propugnan una completa sustitución*». In dottrina v. le considerazioni critiche di WYMEERSCH, *Reforming the Second Company Law Directive*, Financial Law Institute Working Paper Series 2006-15, disponibile sul sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), il quale auspicava un intervento più deciso e ritiene che «*the revision of the Second company law directive has not even started*».

<sup>46</sup> Testualmente il terzo Considerando della Direttiva spiega che lo scopo della stessa è di introdurre «la facoltà di permettere alle società per azioni, nel caso di assegnazioni di azioni a fronte di conferimenti non in contanti, di non dover ricorrere ad un'apposita valutazione da parte di un esperto, qualora esista già un parametro di riferimento chiaro per la valutazione



espressamente che i propositi di semplificazione da cui muove l'intervento normativo devono essere perseguiti ed attuati «senza ridurre le tutele di cui beneficiano gli azionisti ed i creditori»<sup>47</sup>, assicurando quindi *standards* di tutela equivalenti a quelli attualmente assicurati dal regime di salvaguardia del capitale<sup>48</sup>.

La preferenza per un simile prudente approccio è, del resto, in linea con le conclusioni raggiunte nello studio della KPMG tedesca<sup>49</sup>, commissionato dalla Commissione europea nell'ottobre 2006 (successivamente alla pubblicazione della Direttiva in commento) proprio a fronte dell'ampio dibattito riguardante l'istituto del capitale sociale. Con tale analisi, condotta attraverso un metodo applicativo e casistico, sono stati valutati i costi ed i vantaggi sottesi all'impiego del capitale sociale e confrontati, poi, con quelli ottenuti applicando tecniche alternative di tutela dei creditori e dei soci<sup>50</sup>. Lo studio conclude affermando che i costi derivanti dal rispetto della disciplina a tutela del capitale sociale non sono così eccessivi e,

---

del conferimento». In dottrina a più voci si è osservato che obiettivo del legislatore europeo non era quello di sostituire il sistema del capitale sociale in favore di modelli alternativi, bensì solo quello di semplificare alcuni aspetti legati al suo funzionamento «senza peraltro rinunciare alle garanzie da esso apprestate in favore dei creditori sociali»: così, ad esempio, OLIVIERI, *I sistemi*, cit., 228, in cui si osserva che «l'obiettivo perseguito dal legislatore comunitario, nel quale s'inscrivono anche le modifiche introdotte dalla direttiva 2006/68/CE con riferimento al tema che occupa, sembrerebbe non già quello di abbandonare il sistema del capitale sociale in favore di modelli alternativi, bensì quello di semplificare alcuni aspetti legati al suo funzionamento senza peraltro rinunciare alle garanzie da esso apprestate in favore dei creditori sociali».

<sup>47</sup> Così il *Considerando* n. 2 della direttiva 2006/68/CE.

<sup>48</sup> In tal senso v., tra gli altri, MALTONI, *Questioni*, cit., par. 1.1, il quale osserva che «semplificazione (intesa come riduzione dei costi e dei tempi) e tutela dei creditori e del mercato sono due interessi di importanza equivalente, posti sul medesimo piano dallo stesso legislatore comunitario» con la conseguenza che tale «prospettiva funzionale» deve essere tenuta in considerazione quale «canone ermeneutico» per interpretare la disciplina in esame.

<sup>49</sup> KPMG, *Feasibility study on an alternative to capital maintenance regime established by the Second Company Law Directive 77/91/EEC of 13 December 1976 and an examination of the impact on profit distribution of the new EU-accounting regime*, Main Report, January 2008, reperibile al link: [http://ec.europa.eu.pros.lib.unimi.it/internal\\_market/company/capital/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu.pros.lib.unimi.it/internal_market/company/capital/index_en.htm).

<sup>50</sup> Tra le tecniche alternative al capitale sociale formulate in ambito comunitario, si annoverano l'introduzione di un *balance-sheet test* e di un *liquidity test* su cui v. il già citato studio dell'High Level Group of Company Law Experts, *Report: A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Bruxelles, 4-11-2002, Cap. IV, § 4, lett. a), 87 ss.; e l'*Action Plan* della Commissione UE, *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union-A Plan to Move Forward*, COM(2003)284, Bruxelles, 21 maggio 2003, § 3. 2, 17 s.

comunque, non sono superiori rispetto a quelli connessi al ricorso ad istituti alternativi diffusi in ordinamenti non incentrati sul sistema del netto<sup>51</sup>.

Il mantenimento e l'importanza dell'istituto del capitale sociale sono stati, poi, di recente riconfermati per il tramite della direttiva 2012/30/UE del 25 ottobre 2012<sup>52</sup> con cui è stata riscritta la Seconda direttiva, completa di tutte le sue successive modificazioni e integrazioni. In tale occasione si è ribadito che «sono necessarie norme dell'Unione per salvaguardare il capitale, che costituisce una garanzia per i creditori»<sup>53</sup> e, a tal fine, si è richiesto che «ogni Stato membro preved[a] garanzie adeguate per assicurare il rispetto delle procedure stabilite dall'articolo 11 [che disciplina il procedimento speciale di stima dei conferimenti in natura] (...) qualora sia effettuato un conferimento non in contanti senza la relazione di un esperto di cui all'art. 10, paragrafi 1,2 e 3»<sup>54</sup>.

E', dunque, in linea con le conclusioni raggiunte (e di recente ribadite) a livello di Unione europea - e, quindi, sul presupposto della conservazione dell'istituto del capitale sociale - che si pone (e va interpretato) il provvedimento di semplificazione adottato attraverso la direttiva 2006/68/CE.

Con esso sono state introdotte alcune semplificazioni alla fase della formazione del capitale sociale, attraverso l'introduzione di una serie di criteri volti a ridurre i tempi e i costi connessi al sistema di valutazione dei conferimenti in natura, come derivante dalla Seconda direttiva. Tali semplificazioni devono,

---

<sup>51</sup> Per maggiori approfondimenti sul tema v., tra gli altri, BACCETTI, *Creditori*, cit., 393, nt. n. 24; STRAMPELLI, «Fattibilità» di sistemi alternativi al capitale sociale: uno studio promosso dalla Commissione Europea, in *Riv. soc.*, 2008, 607 ss.

<sup>52</sup> Direttiva «sul coordinamento delle garanzie che sono richieste, negli Stati membri, alle società di cui all'articolo 54, secondo paragrafo, del trattato sul funzionamento dell'Unione europea, per tutelare gli interessi dei soci e dei terzi per quanto riguarda la costituzione della società per azioni, nonché la salvaguardia e le modificazioni del capitale sociale della stessa», pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale dell'UE del 14 novembre 2012, L315/74.

<sup>53</sup> Così il Considerando n. 5 della direttiva 2012/30/UE.

<sup>54</sup> Così l'art. 12.3 della direttiva 2012/30/UE. La Direttiva precisa, altresì, che «per assicurare l'equivalenza minima della protezione degli azionisti e dei creditori delle società occorre in particolare coordinare le disposizioni nazionali riguardanti la loro costituzione nonché la salvaguardia, l'aumento e la riduzione del capitale delle società per azioni» (così il Considerando n. 3) e che «nell'Unione lo statuto o l'atto costitutivo della società per azioni deve permettere agli interessati di conoscere gli elementi *essenziali* di tale società, in particolare l'*esatto* ammontare del suo capitale» [n.d.r.: corsivi aggiunti] (così il Considerando n. 4).

però, essere attuate - come detto (e come precisa espressamente anche dalla direttiva 2006/68/CE<sup>55</sup>) - in modo coerente con l'obiettivo di non ridurre le tutele derivanti ai terzi e ai soci dalla disciplina del capitale sociale.

Se questi sono, dunque, i propositi del legislatore europeo, la disciplina prevista dalla Direttiva deve necessariamente essere interpretata nel senso che i criteri alternativi così introdotti devono, comunque, essere idonei a determinare il valore effettivo del conferimento in natura e ad assicurare lo stesso livello di tutela degli interessi protetti dal sistema disegnato dalla Seconda direttiva.

Ulteriore corollario è poi che anche le discipline nazionali di recepimento della Direttiva devono essere in grado di raggiungere i medesimi obiettivi delineati.

Siffatte considerazioni paiono coerenti non solo nell'ottica di chi ritiene efficiente il sistema del capitale sociale, ma anche per chi ne propone la sua sostituzione. A prescindere, infatti, dalla bontà delle argomentazioni dell'una o dell'altra tesi da un punto di vista dogmatico e di principio, la scelta giuspolitica di preservare l'istituto del capitale sociale non può essere accompagnata da provvedimenti in grado di scalarne del tutto l'efficienza<sup>56</sup>.

In altri termini, una volta optato per il mantenimento dell'istituto - come ha deciso di fare il legislatore europeo e come, conseguentemente, deve fare anche quello italiano - diventa imprescindibile adottare norme in grado di garantirne il funzionamento.

Sulla base di questi postulati, si intende verificare che vi sia continuità tra il regime ordinario previsto nel nostro ordinamento dall'art. 2343 c.c. e quello del valore contabile di bilancio disciplinato dall'art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c., anche considerato che «il fine e la funzione del procedimento di stima dei conferimenti in natura non possono variare a seconda della modalità valutativa prescelta»<sup>57</sup>.

---

<sup>55</sup> Il Considerando n. 2 della direttiva 2006/68/CE dispone, infatti, che: «la semplificazione e la modernizzazione della direttiva 77/91/CEE contribuirebbero in modo sostanziale a promuovere l'efficienza e la competitività delle imprese senza ridurre le tutele di cui beneficiano gli azionisti e i creditori».

<sup>56</sup> Al riguardo v. anche *infra*, capitolo III.

<sup>57</sup> STRAMPELLI, *I regimi alternativi*, cit., 215.

Pertanto, nell'interpretazione della nuova disciplina introdotta dal legislatore italiano che ci si attinge ad effettuare, bisogna tenere in considerazione che persino dall'utilizzo dei criteri alternativi deve essere garantito il raggiungimento del valore effettivo del conferimento a tutela degli interessi sia degli altri azionisti diversi dal conferente, sia dei creditori della società<sup>58</sup>.

### **3. – La disciplina “tradizionale” della valutazione dei conferimenti in natura e di crediti e gli interessi protetti.**

Prima di procedere con l'analisi della nuova disciplina di valutazione dei conferimenti in natura, è importante chiarire quali sono le ragioni per cui questo tipo di apporti necessita di un procedimento di stima e quali sono i vari modelli che si sono diffusi all'interno dell'Unione europea, prima dell'entrata in vigore delle recenti semplificazioni.

La materia dei conferimenti in natura e di crediti è stata ripetutamente al centro dell'attenzione del legislatore (italiano e europeo<sup>59</sup>) e della dottrina, stante

---

<sup>58</sup> In questo senso OLIVIERI, *I sistemi*, cit., 239 il quale osserva che «al pari della stima prevista dall'art. 2343 c.c., anche i sistemi alternativi di cui si discute dovrebbero consentire una valoristicamente esatta formazione del capitale sociale, evitando sopravvalutazioni delle azioni emesse a fronte del conferimento in natura che potrebbero danneggiare i creditori e gli altri soci». Sul punto v. anche STRAMPELLI, *I regimi alternativi*, cit., 215 s., che, a sostegno di tale conclusione, richiama l'art. 2343-*quater*, co. 3, lett. b), c.c. che impone agli amministratori di effettuare una dichiarazione che «presuppone il confronto del valore nominale delle azioni emesse e dell'eventuale sovrapprezzo con il valore ricavato dalla media ponderata dei prezzi di mercato, dal bilancio certificato o dalla valutazione dell'esperto indipendente, per accertare eventuali sopravvalutazioni, pregiudizievoli della corretta formazione del capitale sociale» e risulta pertanto «necessario che i valori determinati mediante le metodologie valutative *ex art.* 2343-*ter* c.c. coincidano con il valore effettivo delle entità conferite». Così anche BERTOLOTTI, *I conferimenti*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, in *Commentario* diretto da G. Cottino – G. Bonfante – O. Cagnasso – P. Montalenti, Bologna, Zanichelli, 2009, 112. Nella dottrina straniera si segnalano in questi termini WESTERMANN, *Kapitalschutz als Gestaltungsmöglichkeit*, in *ZHR*, 2008, 149; SCHÄFER, *Vereinfachung der Kapitalrichtlinie – Sacheinlage*, in *Der Konzern*, 2007, 410. Sugli interessi protetti dalla nuova disciplina v. DE STASIO, *Op. cit.*, 30.

<sup>59</sup> Sulla materia dei conferimenti in natura ha ampiamente inciso la Seconda direttiva (già citata), contenente una serie di disposizioni finalizzate a garantire l'esatta formazione e conservazione del capitale sociale nell'ottica della protezione degli azionisti e dei creditori

la maggiore problematicità a soddisfare il principio di effettività del capitale nominale che caratterizza questa tipologia di apporti, per la loro intrinseca esigenza di essere tradotti in denaro<sup>60</sup>.

Mentre il conferimento in denaro ha un valore già predeterminato, il conferimento in natura deve essere sottoposto a valutazione e presenta, conseguentemente, il rischio di sopravvalutazione e successiva riduzione o annullamento del valore ad esso attribuito<sup>61</sup>.

Tale rischio è poi acuito dalla mancanza di unanimità di vedute in dottrina circa i criteri di valutazione da seguire per la corretta individuazione del valore dei conferimenti diversi dal denaro (e in particolare sul conferimento di azienda)<sup>62</sup>. Alcuni interpreti<sup>63</sup> osservano, infatti, che non esiste un criterio unico

---

della società (in tal senso il testo del Secondo Considerando). Per un'analisi completa della Seconda direttiva sul tema dei conferimenti in natura v. MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., 17 ss.; BUTTARO-PATRONI GRIFFI, *La seconda direttiva Cee in materia societaria*, Milano, Giuffré, 1984.

<sup>60</sup> V. SPOLIDORO, *Conferimenti in natura nelle società di capitali: appunti*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, Torino, Utet, 2007, vol. I, 492, il quale osserva che «dovendosi comunque assicurare che “il valore dei conferimenti” non sia “complessivamente inferiore all’ammontare globale del capitale sociale” (art. 2346, comma 5°, c.c., cui rinvia l’ultimo comma dell’art. 2343 c.c.), resta pur sempre necessario garantire la “valoristicamente esatta” determinazione di ciascun conferimento, specie di quelli non in denaro», da cui si conferma, peraltro, la centralità del conferimento in denaro. Il che, tuttavia, non implica necessariamente che i conferimenti in natura siano funzionalmente equivalenti al denaro come osserva lo stesso Autore.

<sup>61</sup> V. ONIDA, *I «finanziamenti» iniziali d’impresa*, Milano, Giuffré, 1931, 184, il quale osserva che i conferimenti in natura, costituendo sovente «immobilizzazioni di capitale, danno luogo a particolari rischi, a differenza dei conferimenti in numerario, i quali formano, in origine, liquide disponibilità, avviabili verso gli impieghi che potranno ritenersi più opportuni».

<sup>62</sup> In particolare sul conferimento di azienda il dibattito in ordine alla individuazione dei criteri di valutazione riguarda sia aziendalisti sia giuristi. Tra essi, si segnalano: GUATRI, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, Egea, 1998; GUATRI-BINI, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, Milano, Egea, 2005; MARCHETTI P., *Spunti sulle relazioni tra valore contabile, valore economico, valore di mercato dell’azienda nelle operazioni di finanza straordinaria*, in *Giur. comm.*, 1993, I, 205 ss. Per una illustrazione dei metodi utilizzati dalla prassi aziendalistica v. VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, Giuffré, 2012, 72 ss.; CINCOTTI, *Il contratto di acquisizione d’azienda mediante conferimento nella s.p.a.*, Milano, Giuffré, 2009, 63 ss.; VITALI, *Conferimento d’azienda, valore di conferimento e clausole di «earn out»*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti: Liber discipulorum*, a cura di Ventoruzzo, Milano, Egea, 2011, 739 ss.

<sup>63</sup> ONIDA, *Op. cit.*, 362. Aderisce a tale impostazione anche PORTALE, *Capitale sociale e conferimenti*, cit., 30 ss., secondo il quale si potrebbe prescindere «del tutto dalla considerazione del loro (eventuale) futuro prezzo di cessione, sempreché, naturalmente, venga rispettato il

valido con riferimento a qualsiasi apporto in natura, in base alla considerazione che non tutti contribuiscono allo stesso modo alla produzione del reddito d'impresa. Principio cardine in tema di stima degli stessi dovrebbe, dunque, essere quello per cui i criteri di valutazione dipendono dalla natura degli elementi da stimare, dovendosi allora distinguere i conferimenti destinati a formare il "patrimonio di vendita" da quelli conferiti per costituire il "patrimonio immobilizzato". In questa seconda categoria di conferimenti in natura, occorrerebbe tenere conto anche del valore d'uso degli stessi per l'impresa che potrebbe essere talvolta superiore al loro valore di scambio, ove esistente<sup>64</sup>.

Il rischio di sopravvalutazione proprio del conferimento in natura ha evidenti riflessi sull'affidamento da parte, da un lato, dei terzi in relazione alla correttezza dell'informazione sulla copertura del capitale sociale e, dall'altro lato, degli altri soci, rispetto alla proporzionale distribuzione delle azioni, considerato il rischio di disparità di trattamento a favore del conferente il bene in natura (e, quindi, in loro danno)<sup>65</sup>.

Si comprende pertanto perché la nostra disciplina di diritto societario – e anche quelle di altri paesi europei, tra cui la Germania che al riguardo ha adottato

---

principio – desumibile dall'art. 2423, comma 2° e dallo stesso art. 2343 – che il criterio di stima applicato non deve portare all'esposizione, nel bilancio di apertura, di componenti patrimoniali aventi un valore fittizio». Anche negli ordinamenti vicini al nostro, quali quello tedesco, in dottrina si trovano opinioni conformi a questa impostazione: v. LUTTER, *Kapital, Sicherung, cit.*, 252 ss., che - fautore della tesi secondo cui il capitale sociale avrebbe funzione di garanzia dei creditori sociali - afferma che la valutazione dei beni in natura deve avvenire in funzione della *Gebrauchswert* e non della *Veräußerungsmöglichkeit*.

<sup>64</sup> In tal senso PORTALE, *Capitale sociale e conferimenti, cit.*, 31, il quale riporta come esempio emblematico quello delle rotaie di un'impresa tranviaria. Secondo questa ricostruzione, pertanto, per individuare correttamente il valore di siffatta tipologia di conferimenti, sarebbe necessaria una valutazione prospettica della redditività del bene conferito, la quale è collegata alla difficile valutazione della più ampia redditività dell'azienda e porta con sé la probabilità di stime fondate su apprezzamenti di carattere discrezionale e soggettivo.

<sup>65</sup> Tale pericolo assume maggior rilevanza nelle società di capitali, dove la previsione della responsabilità limitata - che caratterizza la partecipazione del socio, con l'eccezione del socio accomandante di s.a.p.a. - esclude che i creditori possano trovare una garanzia nel patrimonio personale dei soci quando il patrimonio della società risulti inadeguato e, soprattutto, non incentiva ad un uso prudente del potere di assumere le decisioni imprenditoriali.

una soluzione molto rigorosa<sup>66</sup> – si fonda sulla preminenza del conferimento in denaro<sup>67</sup>, prevedendo l'obbligo di effettuare il conferimento in tale forma, salvo diversa previsione statutaria<sup>68</sup>, e ciò sia in fase costitutiva, sia successivamente in sede di esecuzione di deliberazioni di aumento di capitale<sup>69</sup>.

---

<sup>66</sup> Dove la natura giuridica del conferimento in natura è ricostruita in termini di *datio in solutum* di un originario conferimento in denaro, che si fonda sul dettato del § 27 Abs. 3 dell'Aktengesetz (di seguito anche "AktG"), il quale prevede l'obbligo dell'azionista di pagare il valore nominale o il maggior prezzo di emissione delle azioni qualora il conferimento in natura sia invalido; così dietro ogni obbligo di eseguire un conferimento in natura vi sarebbe un'obbligazione sussidiaria di copertura in danaro, c.d. *Differenzhaftung*. Sull'impostazione tedesca v. PORTALE, *La mancata attuazione dei conferimenti in natura*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo – Portale, Torino, Utet, 2004, vol. 1<sup>\*\*\*</sup>, 573 ss., dove l'A. ricostruisce anche le scelte operate da altri legislatori europei, influenzate dalla dottrina tedesca. A favore dell'applicazione di tale teoria in Italia cfr. MAGLIULO, *Conferimento di beni culturali in società*, in *Riv. not.*, 2010, 371 ss., secondo il quale «anche nel sistema positivo italiano la medesima conclusione può essere affermata sulla scorta del combinato disposto degli artt. 2254, primo comma, e 2342 c.c.»; così pure SALAMONE, *Le verifiche*, cit., 47 ss. Tra la dottrina tedesca, il primo a parlare di conferimento in natura in termini di "*Hilfsgeschäft*" è MANN, *Die Sachergründung im Aktienrecht*, Bensheimer, 1932, 62 s.; successivamente LUTTER, *Kapital, Sicherung*, cit., 269. Per un ridimensionamento di tale teoria, invece v. PENTZ, in KROPFF-SEMLER (Hrsg.), *Münchener Kommentar zum Aktengesetz*, Band I, München, 2008, § 27, 669 s.

<sup>67</sup> La preferenza per il conferimento in denaro si giustifica del resto anche in considerazione del fatto che la società per azioni è principalmente una "fabbrica finanziaria", ossia una organizzazione destinata al mercato degli investimenti, nella quale il conferimento in denaro, assicurando parità di trattamento a chi sottoscrive le azioni in un contesto unitario – posto che il denaro è un bene di cui ogni individuo tendenzialmente dispone – «meglio si attaglia alla raccolta di fondi tra il pubblico»: SPOLIDORO, *I conferimenti in denaro*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo–Portale, Torino, Utet, 2004, vol. I<sup>\*\*</sup>, 491; cfr. altresì FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma: la società per azioni come organizzazione del finanziamento d'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 673 ss.

<sup>68</sup> Sulla clausola che prevede la possibilità di effettuare il conferimento in natura o di crediti cfr. PORTALE, *I conferimenti in natura «atipici» nella s.p.a.*, Milano, Giuffrè, 1974, 10 s. e nt. n. 24; ANGELICI, *Appunti sull'interpretazione degli statuti di società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1993, I, 803 s.; MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., 4, nt. n. 1; SPOLIDORO, *I conferimenti in denaro*, cit., cap. I, par. 4. In giurisprudenza, v. App. Roma, 6 giugno 1960, in *Dir. fall.*, 1960, II, 515; Cass., 6 giugno 1961, n. 1058, in *Dir. fall.*, 1961, II, 282. Sul tema anche la massima della Commissione Società del Comitato Interregionale dei consigli notarili del Triveneto H.A.5 (settembre 2006), che ammette la legittimità di limitazioni statutarie ai conferimenti in natura, come le clausole statutarie che ammettono i conferimenti in natura «a condizione che gli stessi siano sottoscritti esclusivamente da determinati soggetti (soci e/o obbligazionisti convertibili, o altri terzi individuati anche per appartenenza a categorie omogenee), ovvero che siano limitati ad una determinata percentuale del capitale sociale; (...)».

<sup>69</sup> Con particolare riferimento alla deliberazione di aumento del capitale cfr. MARCHETTI P., *Problemi in tema di aumento di capitale*, in *Aumenti e riduzione di capitale*, Milano, Giuffrè, 1984, 76 s. secondo cui la fissazione della misura e della tipologia del conferimento in natura spettano

Quando, peraltro, nel caso concreto la scelta ricada sul conferimento di beni in natura, proprio in considerazione dei rischi di cui si è detto, diventa imprescindibile adottare un procedimento di stima che garantisca quanto più possibile l'individuazione del valore effettivo dei beni e dei crediti conferiti<sup>70</sup>. Le valutazioni devono, quindi, essere condotte con «prudenza, badando soprattutto all'accertamento dei valori in atto e limitando ai casi di maggior concretezza il riconoscimento di componenti di valore potenziale»<sup>71</sup>.

Come anticipato, per le società per azioni, il legislatore disciplina il procedimento di stima c.d. "tradizionale" all'art. 2343 c.c.<sup>72</sup>, volto ad accertare –

---

inderogabilmente all'assemblea. Negli stessi termini anche MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., 6 il quale afferma che «in genere il consentire conferimenti diversi dal denaro (...) riveste carattere non gestorio ma con valenza organizzativa». *Contra* GINEVRA, *Sottoscrizione ed aumento del capitale sociale*, Milano, Giuffrè, 2001, 139 ss. il quale ritiene competenti gli amministratori, quanto meno nella valutazione tecnica di individuare gli specifici conferimenti in natura ammissibili, anche al fine di non generare un rallentamento nel procedimento di aumento del capitale.

<sup>70</sup> Così MARCHETTI P., *Spunti*, cit., 208; OLIVIERI, *I conferimenti*, cit., 180 s.; MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., 354; FERRI JR., *Valutazione*, cit., 491; STRAMPELLI, *I regimi alternativi*, cit., 213 ss.

<sup>71</sup> GUATRI-UCKMAR (a cura di), *Linee guida per le valutazioni economiche*, Milano, Egea, 2009, 89 s. A favore di "un'istanza di obiettività" anche OLIVIERI, *I conferimenti*, cit., 181, il quale afferma che «l'aver affidato ad un esperto nominato dall'A.G. la valutazione del conferimento non significa, né può essere interpretato, come semplice manifestazione dell'intento di affidare all'equo apprezzamento di un terzo la determinazione del valore della prestazione, piuttosto che all'accordo delle parti interessate, secondo quanto consente l'art. 1349 c.c. Significa, invece, qualcosa di più e di diverso: vale a dire che il fine stesso della valutazione, nella specie, cambia. Compito del perito non è, infatti, quello di accertare il valore che quel bene o quella prestazione hanno in relazione alle parti del contratto bensì, all'opposto, quello di stabilire quale sia il valore che ad essi può essere attribuito a prescindere dalla considerazione delle parti in causa e dei loro rispettivi interessi».

<sup>72</sup> Come è noto, l'art. 2343 c.c. prevede la necessità che il conferimento in natura sia accompagnato da una relazione di stima da parte di un esperto nominato dal tribunale nel cui circondario avrà (o "ha" se il conferimento da valutare è effettuato nell'ambito di un'operazione di aumento del capitale a pagamento) sede la società (così la formulazione in vigore alla luce della riforma delle società di capitali del 2003), che deve essere giurata dall'esperto medesimo e deve attestare che il valore del bene conferito è almeno pari (e quindi non inferiore) a quello per il quale esso è stato imputato al capitale sociale. Tale relazione è poi sottoposta al controllo (e alla eventuale revisione della stima) ad opera degli amministratori, da cui dipende la fissazione in via definitiva del valore del conferimento e, quindi, l'ammontare del capitale sociale. Oggetto del controllo e della revisione è l'attendibilità del valore di stima ai fini della copertura del valore nominale (e dell'eventuale sovrapprezzo) delle azioni emesse, e non l'individuazione di un diverso valore del conferimento ai fini dell'iscrizione in bilancio alla luce di un giudizio sull'effettiva destinazione attribuita al



---

conferimento stesso nell'organizzazione sociale. In quest'ottica, il controllo deve avere ad oggetto l'intera relazione di stima redatta dall'esperto, secondo quanto fissato dall'art. 2343 c.c. ed è finalizzato ad accertare la corrispondenza del valore assegnato al conferimento ai criteri di valutazione accolti dall'esperto. L'ultimo comma dell'art. 2343 c.c. prevede poi una serie di meccanismi volti ad ovviare al caso in cui risulti che il valore dei beni o dei crediti conferiti è inferiore di oltre un quinto a quello per cui è stato effettuato il conferimento.

La letteratura sulla disciplina "tradizionale" di valutazione dei conferimenti in natura e di crediti è sicuramente vasta; non essendo possibile citare tutte le opere sulla materia, si menzionano di seguito le principali:

- prima della emanazione del d.lgs. 30/1986, che ha dato attuazione alla Seconda direttiva, ASCARELLI, *In tema di conferimenti in natura*, in *Riv. soc.*, 1959, 482 ss.; SIMONETTO, *Op. cit.*; PAVONE LA ROSA, *Sulla valutazione dei conferimenti in natura*, in *Riv. soc.*, 1962, 732; ID., *Aumento di capitale mediante conferimenti in natura*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1964, I, 393 ss.; ID., *Gli interessi tutelati dalla disciplina dell'art. 2343*, in *Riv. soc.*, 1965, 765 ss.; FERRARA, *Ancora sui conferimenti in natura nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1965, 261 ss.; DI SABATO, *Capitale e responsabilità interna nelle società di persone*, Morano, Napoli, 1967; PORTALE, *I "beni" iscrivibili nel bilancio di esercizio e la tutela dei creditori nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1969, 242; ID., *Principio consensualistico e conferimento di beni in proprietà*, in *Riv. soc.*, 1970, 913; ID., *Problemi in tema di valutazione e di revisione della stima dei conferimenti in natura nella società per azioni (con postilla sul sindaco "minorenne")*, nota a App. Bologna, 15 gennaio 1971 e Cass. 5 ottobre 1973, n. 2489, in *Giur. comm.*, 1974, II, 272 ss.; ID., *I conferimenti, cit.*; PELLEGRINO, *La disciplina, cit.*, 79 ss.; ANGELICI, *La costituzione della società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, Torino, Utet, vol. 16, tomo II, 1985, 227.

- Successivamente all'attuazione della Seconda direttiva e precedentemente alla riforma del diritto societario del 2003, senza pretesa di completezza, si segnalano: ANGELICI, *Inquadramento della direttiva negli ordinamenti dei Paesi CEE*, in *Riv. dir. civ.*, 1986, 559 ss.; BORGIOI, *I conferimenti in natura e di crediti*, in *L'adeguamento della disciplina delle società per azioni alle direttive comunitarie nel D.P.R. 30/1986* (a cura di A. Predieri), Firenze, 1987, 213; SPOLIDORO, *Commento, cit.*, 13; MISEROCCHI, *Conferimenti in natura e di crediti*, in *Problemi relativi all'attuazione della seconda direttiva CEE*, Milano, Giuffrè, 1988, 9 ss.; OLIVIERI, *I conferimenti, cit.*; GANDINI, *Modificazioni dell'atto costitutivo nelle società di capitali: adempimenti pubblicitari ed aumento del capitale sociale*, in *Giur. comm.*, 1989, I, 864 ss.; SPATAZZA, *Conferimento di beni in godimento e capitale sociale*, Milano, Giuffrè, 1991; PISANI MASSAMORMILE, *Conferimenti in s.p.a. e formazione del capitale*, Napoli, Jovene, 1992; MARCHETTI P., *Spunti, cit.*, 205; SPOLIDORO, *Il capitale sociale*, in *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti* (a cura di P. Abbadessa e A. Rojo), Milano, Giuffrè, 1993, 59; PISANI MASSAMORMILE, *I conferimenti nelle società per azioni, cit.*; PORTALE, *Conferimenti in natura ed effettività del capitale nella «società per azioni in formazione»*, in *Riv. soc.*, 1994, 1; SALAFIA, *I conferimenti nelle società di capitali*, in *Soc.*, 1996, 5 ss.; FRÉ, SBISÀ, *Società per azioni*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca, Libro V, Del Lavoro* (art. 2325-2409), Bologna, Zanichelli, 1997; GIORGI, *I conferimenti in natura nelle s.p.a.*, in *La nuova giurisprudenza civile commentata*, 1997; MALSERVISI, *Contenuto e limiti del controllo omologatorio sulla relazione di stima allegata all'atto costitutivo di società di capitali*, nota a Trib. Bologna, 17 dicembre 1997, in *Giur. comm.*, 1998, II, 158 ss.; PARISI, *Il controllo della valutazione dei conferimenti in natura*, in *Riv. dott. comm.*, 1998, 805 ss.; FERRI JR., *Investimento e conferimento*, Milano, Giuffrè, 2001; GINEVRA, *Sottoscrizione, cit.*; MIOLA, *Il controllo notarile sulla relazione di stima dei conferimenti in natura*, in *Riv. soc.*, 2001, 1149 ss.

attraverso l'intervento di un terzo soggetto indipendente – il valore delle entità conferite, al fine ultimo di assicurare la copertura del capitale sociale (e eventualmente anche della riserva sovrapprezzo) e ridurre così i pericoli di annacquamento dello stesso.

Per motivi di economia espositiva, non è possibile in questa sede trattare i singoli e pur interessanti risvolti applicativi di tale disciplina, ma è importante, ai fini della presente ricerca, puntualizzare che, secondo l'orientamento oggi prevalente<sup>73</sup>, la norma tutela sia gli interessi dei soci diversi dal conferente, sia

---

- Ed, infine, per il periodo dopo la riforma del 2003, si vedano in particolare: OLIVIERI, *Capitale sociale e conferimenti nella riforma del diritto societario*, in *Riv. not.*, 2002, 309 ss.; PORTALE, *Profili dei conferimenti in natura nel nuovo diritto italiano delle società di capitali*, in *Corr. giur.*, 2003, 1663 ss.; SPOLIDORO, *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2003, 205 ss.; NOTARI, *Costituzione e conferimenti nella s.p.a.*, in *Aa.Vv.*, *Il nuovo ordinamento delle società*, Milanofiori-Assago, Ipsoa, 2003, 1 ss.; BARBA, *Commento all'art. 2342*, in *La riforma delle società*. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, Giappichelli, vol. 2/I, 2003; CARDARELLI, *Commento all'art. 2343*, *La riforma delle società*. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, Giappichelli, vol. 2/I, 2003; PORTALE, *La mancata, cit.*, 571 ss.; BERTELOTTI, *Commento all'art. 2342*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino e G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, Zanichelli, vol. 1, 2004; CASSOTTANA, *Commento all'art. 2343*, in *Società di capitali*. Commentario, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, Jovene, vol. 1, 2004; MIOLA, *I conferimenti in natura, cit.*; TASSINARI, *Commento all'art. 2343*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, Cedam, 2005; PLATANIA, *Commento all'art. 2342*, in *La riforma del diritto societario*, a cura di G. Lo Cascio, Milano, Giuffrè, vol. 3, 2° ed., 2006; SPOLIDORO, *Conferimenti, cit.*, 487 ss.; EREDE, *Commento agli artt. 2342-2343*, in *Costituzione - Conferimenti*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma del diritto societario*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, Egea, 2007, 381 ss.; FERRI JR., *Valutazione, cit.*, 483 ss.; GREZZINI- ROTA, *Relazione introduttiva in tema di valutazione e iscrizione in bilancio dei conferimenti d'azienda e di partecipazioni*, in M. Notari (a cura di), *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie*, Milano, Giuffrè, 2008, 3 ss.; FALINI, *La valutazione dei conferimenti di aziende: metodi di valutazione e profili aziendalistici*, in *Riv. dott. comm.*, 2008, 667 ss.; MAGLIULO, *Conferimento, cit.*, 371 ss.; CILLO, *Operazioni straordinarie e valutazione dei conferimenti in natura*, in *Riv. not.*, 2011, 31 ss.; RANDO, *La riduzione del capitale conseguente al procedimento di revisione dei conferimenti in natura nelle società per azioni ex art. 2343 c.c.*, in *Riv. not.*, 2011, 589; NIGRO, *La nozione di capitale, cit.*, 723 ss.

<sup>73</sup> Cfr. in tal senso MIOLA, *I conferimenti in natura, cit.*, 314 ss., il quale, tra i vari argomenti fa notare come la disciplina prevista dall'art. 2343 c.c. si applica anche al caso di s.p.a. con unico azionista, da cui si desume l'argomento che gli interessi tutelati dalla norma non sono solo quelli dei soci (316); ANGELICI, *La costituzione, cit.*, 247; PISANI MASSAMORMILLE, *I conferimenti, cit.*, 44, nt. n. 3; CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale, 2. Diritto delle società*, Torino, Utet, 1992, 180, nt. n. 2; OLIVIERI, *I conferimenti, cit.*, 172; MORRA, *Art. 2343, cit.*, 354. Nella letteratura straniera v. per tutti PENTZ – PRIESTER – SCHWANNA, *Raising Cash and Contributions in Kind when*

quelli dei creditori della società: i primi verrebbero pregiudicati qualora la misura della quota di capitale attribuita al socio conferente beni in natura non corrispondesse all'effettivo valore di questi; del pari, i creditori sociali potrebbero subire un danno ove i valori rappresentati dai conferimenti in natura si rivelassero sovrastimati, in quanto potrebbero fare affidamento su una capienza patrimoniale della società soltanto apparente.

Attraverso il procedimento regolato dall'art. 2343 c.c. – che si suppone risponda ad elevati parametri di imparzialità e di attendibilità tecnica, essendo condotto da un soggetto estraneo all'operazione, scelto da un organo superiore quale l'autorità giudiziaria<sup>74</sup> – è possibile ridurre i casi di successiva revisione della stima o, almeno, limitarne la significatività, e attribuire, con un buon grado

---

*forming a Company and for Capital Increases, in Legal Capital in Europe (Marcus Lutter Ed.), European Company and Financial Law Review, 2006, 51 s. e nella versione tedesca Bar- und Sachkapitalaufbringung bei Gründung und Kapitalerhöhung, in Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa, ZGR-Sonderheft 17 [2006] Berlin, 42 ss., secondo i quali «auditing the value of contributions in kind prevents any shareholders from making an over-valued or worthless contribution in kind. Otherwise, the shareholder making an over-valued contribution would gain an advantage at the expense of the remaining shareholders. In other words: the remaining shareholders would cross-subsidize the shareholder making the over-valued contribution. Auditing the value of contributions in kind further protects the founders and other subsequent shareholders from 'purchasing' the contribution in kind (indirectly through their participation in the Company) for too much money. Finally, the audit ensures to establish the necessary asset base of the company, in particular for the benefit of subsequent company's creditors».* Prima di giungere a tale orientamento condiviso la dottrina classica si divideva in due filoni distinti: (i) l'uno, secondo cui la disciplina *de qua* sarebbe funzionale a tutelare gli interessi dei soci che conferiscono denaro: in tal senso cfr. FERRARA, *Sulle modalità dell'aumento di capitale con conferimenti in natura nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1963, I, 1963, 78 ss.; ID, *Ancora, cit.*, 261 ss.; FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, Giuffrè, 1971, 112 s.; MEO, *Attribuzione patrimoniale e apporto di capitale nella scissione di società*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 587 s. Vicino a questa impostazione anche LUTTER, *Kapital, Sicherung, cit.*, 262 ss., che, rispetto alla disciplina prevista a livello europeo prima dell'adozione della Seconda direttiva, segnalava come solo in Italia fosse in discussione che la funzione della stima del conferimento in natura non fosse quella di tutelare i soci nei rapporti interni. (ii) Il secondo filone di pensiero riteneva, invece, che la *ratio* della norma era quella di tutelare i creditori della società e i futuri acquirenti delle azioni liberate con i beni in natura: cfr. PAVONE LA ROSA, *Sulla valutazione, cit.*, 732 ss.; ID, *Aumento, cit.*, 393 ss.; ID, *Gli interessi, cit.*, 765 ss.; ASCARELLI, *In tema, cit.*, 482 ss.

<sup>74</sup> Più precisamente sono indici di garanzia: la nomina di fonte giudiziale (a garanzia dell'imparzialità di giudizio), i requisiti di competenza e di moralità di cui deve essere dotato l'esperto (a garanzia della correttezza della valutazione espressa); nonché il deterrente della non lieve responsabilità civile e penale posta a carico dell'esperto (a garanzia della diligenza nella valutazione). Sul punto cfr. OLIVIERI, *I conferimenti, cit.*, 178 ss.

di certezza, la esatta «misura del potere interno di ciascun socio»<sup>75</sup> (salvo il caso di assegnazione di azioni non proporzionale ai conferimenti<sup>76</sup>) e garantire altresì la copertura del valore attribuito ai beni conferiti ai fini della determinazione del capitale sociale (e dell'eventuale sovrapprezzo).

Inoltre siffatto procedimento ha il pregio di rendere più rapida la fase costitutiva nel suo complesso: una stima attendibile esclude in radice, o comunque riduce al minimo, le occasioni di conflitto, agevolando quindi la conclusione del procedimento formativo dell'ente<sup>77</sup>.

Infine, come è stato osservato, «garantendo un elevato tenore della relazione di stima, si può creare un deterrente a che gli amministratori diano luogo a procedimenti di revisione fondati non su esigenze obiettive, ma soltanto su manovre di disturbo o su prevaricazioni»<sup>78</sup>. Un pericolo da scongiurare è, infatti, quello che nel controllo e nella revisione affidati agli amministratori ai sensi del co. 3 dell'art. 2343 c.c. prevalgano criteri di valutazione soggettivi, riferibili esclusivamente al punto di vista della società conferitaria<sup>79</sup>. Ciò è ipotizzabile in tutti quei casi in cui gli amministratori sono portatori d'interessi in conflitto (o comunque di "interessi" ex art. 2391 c.c.) nella valutazione, come, per esempio, avviene quando conferente sia la capogruppo in una società controllata

---

<sup>75</sup> PISANI MASSAMORMILLE, *I conferimenti*, cit., 44. Assegna una funzione organizzativa al procedimento per la determinazione del valore dei conferimenti in natura ANGELICI, *La costituzione*, cit., 247 ss., secondo il quale il procedimento previsto dall'art. 2343 c.c. sarebbe fondamentale per determinare il parametro in base al quale in una società di capitali si determinano le diverse posizioni dei soci nell'ambito dell'organizzazione societaria.

<sup>76</sup> In cui il principio generale di proporzionalità tra valore del singolo conferimento e ampiezza dei poteri attribuiti al socio conferente è derogato in favore del principio di proporzionalità tra valore complessivo dei conferimenti effettuati dai soci e poteri assegnati nel complesso ai soci, con la possibilità che, quindi, tra i soci si verifichi una distribuzione del potere non proporzionale al conferimento effettuato. Per maggiori approfondimenti sulla tecnica dell'assegnazione non proporzionale v. *infra* al capitolo III, § 5.3.1.

<sup>77</sup> Cfr. in tal senso PISANI MASSAMORMILLE, *I conferimenti*, cit., 43 e s., il quale osserva che sono «rarissime le fattispecie giurisprudenziali edite di conflitti fra società e socio in ordine alla valutazione di un conferimento in natura» (44, nt. n. 4).

<sup>78</sup> PISANI MASSAMORMILLE, *I conferimenti*, cit., 44.

<sup>79</sup> In tal senso MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., 310, nt. n. 11, il quale evidenzia che in ambito europeo, proprio sulla considerazione della ritenuta inutilità del controllo successivo sulla stima ad opera degli organi sociali si è fondata la modifica apportata all'art. 38 LSA spagnola, in cui tale controllo è stato eliminato. Sul punto più approfonditamente *infra*.

dove amministratori siano gli stessi amministratori della capogruppo; oppure quando il conferente sia anche amministratore unico della società conferitaria. In questi casi gli amministratori<sup>80</sup> si trovano a rivestire una duplice posizione: di portatori degli interessi della società conferente e di soggetti preposti al controllo della stima e non è sottovalutabile il rischio che costoro «preferendo la prima posizione alla seconda, siano indotti ad omettere la revisione ovvero a non fare risultare da essa la sopravvalutazione del conferimento in natura»<sup>81</sup>.

Il metodo di valutazione dei conferimenti in natura e di crediti prescelto dal legislatore italiano non è però l'unico modello teorico ipotizzabile. L'analisi comparatistica dimostra, infatti, che in altri Paesi sono state seguite strade alternative a quella adottata nel nostro ordinamento e disciplinata dall'art. 2343 c.c., che si differenziano quanto a tempistica e struttura del procedimento di stima<sup>82</sup>.

Vi sono stati ordinamenti che - prima dell'attuazione della Seconda direttiva comunitaria - privilegiando l'interesse dei soci, avevano riconosciuto ad essi piena autonomia nella decisione del valore definitivo da attribuire al conferimento in natura e non avevano imposto il ricorso a una valutazione esterna<sup>83</sup>. In questo senso, ad esempio, si poneva la disciplina francese previgente,

---

<sup>80</sup> Sui quali, in virtù del vigente dettato normativo dell'art. 2391 c.c., non vige più l'obbligo di astensione.

<sup>81</sup> MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., 529.

<sup>82</sup> Per un'analisi di tali soluzioni alternative v. MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., 304 ss. Rileva che l'attuazione della Seconda direttiva non ha prodotto "un'armonizzazione in senso forte" nell'Unione Europea: PORTALE, *Le nuove norme*, cit., 14 s.

<sup>83</sup> Anche il nostro codice di commercio prevedeva una disciplina simile con riferimento all'ipotesi di costituzione per pubblica sottoscrizione (v. art. 134), in cui si attribuiva anzitutto al conferente il compito di determinare il valore del conferimento, a cui seguiva l'approvazione dell'assemblea. In seconda istanza, per il caso in cui il conferente non fosse in grado di effettuare la valutazione, tale compito veniva affidato direttamente all'assemblea, con facoltà peraltro di incaricare un esperto che fornisse una valutazione da prendere in considerazione quale criterio di riferimento. Questa disciplina è stata oggetto di varie critiche in quanto, pur prevedendo una sorta di controllo e veto sul valore da attribuire al conferimento, riconosceva eccessiva fiducia alla valutazione effettuata dal conferente, spesso macchiata dal prevalere di interessi personali alla sopravvalutazione del medesimo. Per approfondimenti su tale disciplina v. MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., 304, nt. n. 1; SOPRANO, *Trattato teorico-pratico delle società commerciali*, Torino, Unione Tipografico-Editrice Torinese, 1934, 356 ss.

la quale attribuiva all'assemblea dei soci la competenza a fissare il valore dei conferimenti diversi dal denaro, prevedendo che solo in via eventuale – su precisa scelta delle parti – si facesse riferimento a stime effettuate da esperti esterni, nominati da parte dei soci medesimi<sup>84</sup>.

Con un atteggiamento ancor più permissivo e favorevole al pieno riconoscimento dell'autonomia dei soci nella determinazione del valore del proprio conferimento, si poneva poi il sistema inglese, il quale escludeva ogni forma di controllo sulla valutazione effettuata dal socio conferente, la cui correttezza veniva, tuttavia, garantita da una maggiore pubblicità e dalla previsione della responsabilità gravante sugli amministratori e sul socio conferente<sup>85</sup>.

E ancora in Spagna nell'art. 32 LSA del 1951 la valutazione del conferimento in natura si basava sulla stima effettuata dal conferente, sottoposta al controllo e alla revisione degli amministratori e all'eventuale ulteriore intervento di un esperto nominato dal conferente entro i successivi quattro mesi<sup>86</sup>.

Con l'emanazione della già citata Seconda direttiva si è introdotta nell'ordinamento europeo la regola secondo cui ogni conferimento non in denaro deve essere accompagnato da una perizia di stima effettuata da un soggetto indipendente ed esperto, nominato da un' autorità amministrativa o giudiziaria<sup>87</sup>. L'attuazione di tale Direttiva ha seguito, però, percorsi diversi nei vari Stati

---

<sup>84</sup> Così l'art. 4 della L. 24 luglio 1867. Per un'analisi più approfondita della disciplina francese in materia v. SIMON, *De la désignation du commissaire aux apports par la magistrat*, in *Rev. Soc.*, 1969, 95 ss.; nella dottrina italiana: PORTALE, *Le nuove norme*, cit., 11 ss.

<sup>85</sup> Cfr. MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., 305, nt. n. 2; e per la dottrina inglese: DAVIES (ed.), *Gower's Principles of Modern Company Law*, Sweet&Maxwell, 1997, 237 ss.; MAYSON-FRENCH-RYAN, *Company Law*, Oxford Univ. Press, 2002, 200 ss. Con il *Companies Act* del 1985, la disciplina in questo paese è mutata – anche in ottemperanza ai contenuti della Seconda direttiva citata – e si è introdotto l'obbligo, per il soggetto che voglia diventare socio di una *public company*, di munirsi di una relazione di stima redatta da un esperto indipendente nominato dal consiglio di amministrazione, che viene sottoposta alla approvazione del consiglio medesimo che ne valuta l'idoneità ai fini della copertura della quota di capitale sociale sottoscritta dal conferente. Cfr. DAVIES (ed.), *Gower's Principles*, cit., 240 e 308; MAYSON-FRENCH-RYAN, *Company Law*, cit., 201 s.

<sup>86</sup> Cfr. FERNÁNDEZ, *Aportaciones no dinerarias en la sociedad anónima*, Aranzadi, 1997, 216 ss.

<sup>87</sup> Cfr. art. 10, 1° comma, della Seconda direttiva.

membri, permanendo pertanto significative differenze tra essi, e ciò a discapito della tanto evocata armonizzazione comunitaria<sup>88</sup>.

Così, ad esempio, nel sistema tedesco, ai sensi del § 33 AktG, l'intervento dell'esperto indipendente, nominato dall'autorità giudiziaria, avviene solo in determinati casi<sup>89</sup>. In via generale, si prevede, infatti, la predisposizione da parte dei fondatori di una relazione di costituzione (*Gründungsbericht*) che illustri i dettagli della costituzione e attesti l'*Angemessenheit* dei conferimenti in natura<sup>90</sup>, seguita da una successiva relazione ad opera degli organi sociali (*Vorstand* e *Aufsichtsrat*)<sup>91</sup>; entrambe tali relazioni devono poi essere depositate al momento dell'iscrizione della società nel registro del commercio. La competenza degli organi sociali per la redazione della seconda di esse viene meno ed è, invece, attribuita a esperti esterni nominati dal Tribunale in specifici casi<sup>92</sup>, quando, ad

---

<sup>88</sup> La dottrina parla di "armonizzazione minima", nel senso dell'ammissibilità di discipline differenziate che garantiscano, tuttavia, «l'equivalenza minima della protezione degli azionisti e dei creditori della società e con ciò le finalità stesse dell'armonizzazione», anche in un'ottica di *favor* per la concorrenza tra gli ordinamenti degli Stati membri. In questo senso, MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., 25 s.

<sup>89</sup> Per una ricostruzione della disciplina "ordinaria" della valutazione dei conferimenti in natura v. PENTZ – PRIESTER – SCHWANNA, *Bar- und Sachkapitalaufbringung*, cit., 42 ss.; in termini più ampi, PENTZ, in Kropff-Semler (Hrsg.), *Münchener Kommentar*, cit., § 27, 661 ss.; KINDLER, *La s.p.a. nell'esperienza tedesca: i tratti essenziali della Aktiengesellschaft*, in *Le nuove s.p.a.*, Trattato diretto da Cagnasso-Panzani, vol. I, Torino, Zanichelli, 2013, 416 ss.

<sup>90</sup> Cfr. § 32 AktG ai sensi del quale: «Die Gründer haben einen schriftlichen Bericht über den Hergang der Gründung zu erstatten (Gründungsbericht) Im Gründungsbericht sind die wesentlichen Umstände darzulegen, von denen die Angemessenheit der Leistungen für Sacheinlagen oder Sachübernahmen abhängt. [...]».

<sup>91</sup> V. § 33 AktG, secondo cui «Die Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats haben den Hergang der Gründung zu prüfen».

<sup>92</sup> Testualmente il § 33 AktG, al n. 2 recita «Außerdem hat eine Prüfung durch einen oder mehrere Prüfer (Gründungsprüfer) stattzufinden, wenn: 1.ein Mitglied des Vorstands oder des Aufsichtsrats zu den Gründern gehört oder; 2.bei der Gründung für Rechnung eines Mitglieds des Vorstands oder des Aufsichtsrats Aktien übernommen worden sind oder; 3.ein Mitglied des Vorstands oder des Aufsichtsrats sich einen besonderen Vorteil oder für die Gründung oder ihre Vorbereitung eine Entschädigung oder Belohnung ausbedungen hat oder; 4.eine Gründung mit Sacheinlagen oder Sachübernahmen vorliegt».

E al n. 3 si prevede in eventuale parziale deroga che: «In den Fällen des Absatzes 2 Nr. 1 und 2 kann der beurkundende Notar (§ 23 Abs. 1 Satz 1) anstelle eines Gründungsprüfers die Prüfung im Auftrag der Gründer vornehmen; die Bestimmungen über die Gründungsprüfung finden sinngemäße Anwendung. Nimmt nicht der Notar die Prüfung vor, so bestellt das Gericht die Gründungsprüfer. Gegen die Entscheidung ist die Beschwerde zulässig».

esempio – per quel che qui interessa – la costituzione della società è basata su conferimenti in natura. A tale controllo esterno sulla corrispondenza del valore del conferimento rispetto al valore nominale delle azioni sottoscritte, si aggiunge in Germania un successivo controllo, svolto, ai fini della iscrizione nel registro di commercio, ad opera del giudice<sup>93</sup>. Ove tale verifica dia come esito l'avvenuta sopravvalutazione del conferimento, il soggetto conferente è responsabile per la differenza, a prescindere dal fatto che sia in buona o in mala fede<sup>94</sup>. Tra l'altro, il controllo svolto dall'autorità giudiziaria non è limitato a una verifica della mera regolarità formale del procedimento di costituzione, ma si estende anche al merito dello stesso estrinsecandosi in un accertamento del rispetto delle norme di legge; è, infatti, stabilito che il giudice può rifiutare l'omologazione in presenza di clausole che: (i) violino norme poste a tutela degli interessi dei creditori o comunque di interessi pubblici, (ii) comportino la nullità dell'atto costitutivo<sup>95</sup>.

---

<sup>93</sup> Cfr. il § 38 del AktG, che testualmente recita: «Das Gericht hat zu prüfen, ob die Gesellschaft ordnungsgemäß errichtet und angemeldet ist. 2 Ist dies nicht der Fall, so hat es die Eintragung abzulehnen. Das Gericht kann die Eintragung auch ablehnen, wenn die Gründungsprüfer erklären oder es offensichtlich ist, daß der Gründungsbericht oder der Prüfungsbericht der Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats unrichtig oder unvollständig ist oder den gesetzlichen Vorschriften nicht entspricht. 3 Gleiches gilt, wenn die Gründungsprüfer erklären oder das Gericht der Auffassung ist, daß der Wert der Sacheinlagen oder Sachübernahmen nicht unwesentlich hinter dem geringsten Ausgabebetrag der dafür zu gewährenden Aktien oder dem Wert der dafür zu gewährenden Leistungen zurückbleibt [...]».

<sup>94</sup> La previsione di una responsabilità del conferente per la *Differenzhaftung* si giustifica nell'ordinamento tedesco in virtù del "principle of genuinely raising capital" e, comporta una serie di effetti: «it avoids unequal treatment among shareholders, which might otherwise result from contributions with different value allocations. Furthermore, the company is provided with the promised but not yet delivered (working) capital, which indirectly also protects the creditors of the company»: v. PENTZ – PRIESTER – SCHWANNA, *Raising Cash*, cit., 52.

<sup>95</sup> In questo senso v. il testo vigente dell'art. 38 AktG, come modificato dall'*Handelsrechtsreformgesetz* del 1998. Il sistema dei controlli nell'ordinamento tedesco si articola, quindi, nel doppio controllo notarile e giudiziario sull'atto costitutivo e indica espressamente i casi in cui il giudice può rifiutare l'omologazione. Per approfondimenti v. per tutti HÜFFER, *Aktiengesetz*, München, 2002, 182 ss.; nella dottrina italiana: MIOLA, *Il controllo notarile*, cit., 1152, nt. n. 4, il quale commenta il sistema tedesco sottolineandone i pregi essendo un esempio di come «la velocizzazione della procedura può realizzarsi senza andare a discapito della sua funzione»; negli stessi termini anche CAMPOBASSO G.F., *Parere dei componenti del Collegio dei docenti del Dottorato di ricerca in Diritto commerciale interno ed internazionale*, Università Cattolica di Milano, in *Riv. soc.*, 2002, 1457.



Diversamente, in Spagna, è stato previsto a carico del socio conferente l'onere di presentare una stima predisposta da un esperto nominato dall'ufficio del registro di commercio che assume carattere decisivo in quanto non è previsto alcun controllo successivo da parte né degli organi sociali, né da parte del Tribunale<sup>96</sup>. Rispetto al legislatore italiano, quindi, quello spagnolo ha optato per

---

<sup>96</sup> V. art. 38 LSA, ai sensi del quale: «1. *Las aportaciones no dinerarias, cualquiera que sea su naturaleza, habrán de ser objeto de un informe elaborado por uno o varios expertos independientes con competencia profesional, designados por el Registrador mercantil del domicilio social conforme al procedimiento que reglamentariamente se determine.* 2. *El informe contendrá la descripción de la aportación, con sus datos registrales, si existieran, y la valoración de la aportación, expresando los criterios utilizados y si se corresponde con el valor nominal y, en su caso, con la prima de emisión de las acciones que se emitan como contrapartida.* 3. *El valor que se dé a la aportación en la escritura social no podrá ser superior a la valoración realizada por los expertos.* 4. *El experto responderá frente a la sociedad, frente a los accionistas y frente a los acreedores de los daños causados por la valoración, y quedará exonerado si acredita que ha aplicado la diligencia y los estándares propios de la actuación que le haya sido encomendada. La acción para exigir esta responsabilidad prescribirá a los cuatro años de la fecha del informe».*

Occorre, peraltro, dare conto che l'art. 39 LSA prevede una disciplina specifica della responsabilità del conferente al fine di garantire una più adeguata tutela del capitale, alla stregua della quale il conferimento è assimilato ad un contratto di vendita e si prevede che, rispetto al conferimento di crediti, il conferente risponda della solvenza del suo debitore. Rispetto a tale disciplina cfr.: JOSÉ MIGUEL EMBID IRUJO, *Capital Protection in Spanish Company Law*, in *European Company and Financial Law Review, Legal Capital in Europe*, a cura di Marcus Lutter, Berlin, De Gruyter Recht, 2006, 590; FERNÁNDEZ, *Op. cit.*, 216 ss.; MAMBRILLA RIVERA, in SÁNCHEZ CALERO (dir), *Comentarios a la Ley de sociedades anónimas*, I, sub art. 38. *Ed. rev. derecho privado*, 1997, 873 ss.; SÁNCHEZ MIGUEL, *La valoración de las aportaciones no dinerarias o «in natura» en la sociedad anónima*, in *Derecho Mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en Homenaje a Jose Giron Tena*, Civitas, 1991, 835 ss.; VELASCO-MENCÍA, *La sociedad anónima en el derecho español*, in *Le nuove s.p.a.*, Trattato diretto da Cagnasso-Panzani, vol. I, Torino, Zanichelli, 2013, 503 ss. Nella s.r.l. spagnola, invece, è stata eliminata la previsione dell'intervento dell'esperto, sostituito da un regime di responsabilità, sul modello della *Differenzhaftung* tedesca, a carico dei soci fondatori e dei successivi soci che effettuano un conferimento in natura; il regime di responsabilità dell'esperto ha subito nell'ultimo periodo più modifiche, anzitutto mediante la Ley 3/2009 del 3 aprile (c.d. LMESM) e, successivamente, in forza della riforma al testo della *Ley de Sociedades de Capital*, approvato con il decreto legislativo 1/2010 del 2 luglio (c.d. LSC). In dottrina, sul tema v.: LA CASA GARCÍA RAFAEL, *Notas sobre las recientes modificaciones del régimen de responsabilidad por la realidad y por la valoración de las aportaciones no dinerarias en la sociedad limitada (con algunas reflexiones adicionales sobre la responsabilidad de los fundadores por las aportaciones sociales en las sociedades de capital)*, in *Revista de Derecho de Sociedades*, 2010-2, 181 ss.; SÁNCHEZ MIGUEL, *Las aportaciones en la Sociedad de Responsabilidad Limitada. En particular la no dinerarias*, in *Revista de Derecho de Sociedades*, 1994, 91 ss.

la nomina dell'esperto da parte di un'autorità amministrativa, il Registro delle Imprese, invece che per la nomina da parte dell'autorità giudiziaria.

Alla valutazione effettuata dall'esperto è riconosciuto un ruolo centrale anche in Francia, dove il *commissaire aux apports* è nominato dal presidente del tribunale di commercio, su richiesta dei soci fondatori<sup>97</sup>. Tale valutazione, però – a differenza del sistema spagnolo – diventa definitiva solo una volta ottenuta l'approvazione da parte dell'assemblea costituente. Si esclude poi, in ogni caso, una responsabilità a carico del conferente o degli altri azionisti, rispetto agli eventuali errori contenuti nella valutazione dell'esperto<sup>98</sup>.

La succinta ricostruzione dei vari modelli normativi di valutazione dei conferimenti in natura presenti nel territorio dell'Unione europea che precede assume rilievo nell'evidenziare alcuni postulati fondamentali a cui ognuno dei sistemi analizzati tende, ossia: (i) l'esigenza di certezza sull'effettivo valore dei conferimenti da raggiungere in tempi contenuti (per velocizzare il procedimento di costituzione delle imprese); (ii) la predisposizione di meccanismi di tutela e di sanzioni per il caso di errori nella valutazione<sup>99</sup> e (iii) la prevenzione di prassi volte ad eludere la disciplina<sup>100</sup>.

---

<sup>97</sup> V. art. L. 225-14 del *Code du Commerce*, ai sensi del quale: «*Les statuts contiennent l'évaluation des apports en nature. Il y est procédé au vu d'un rapport annexé aux statuts et établi, sous sa responsabilité, par un commissaire aux apports. Si des avantages particuliers sont stipulés, la même procédure est suivie*». Diversa la disciplina prevista per la *société a responsabilité limitée* (SARL), peraltro, recentemente oggetto di modifica (ad opera della L. 15 giugno 2010 e del *Décret n° 2010-1669 du 29 décembre 2010, JO du 30*) dove l'esperto può essere nominato direttamente dai soci (all'unanimità), ma la cui valutazione può del tutto mancare quando «*aucun apport en nature n'a une valeur supérieure à 30.000 €*» oppure quando «*la valeur totale de l'ensemble des apports en nature n'excède pas la moitié du capital social*» e dove è previsto un regime di responsabilità (solidale) a carico del conferente in caso di minusvalenza del conferimento effettuato (v. L. 223-9, al. 1, c. com.).

<sup>98</sup> Per un'analisi più completa del sistema francese v. URBAIN-PARLÉANI, *Working Group on the Share Capital in Europe – French Answers to the Questionnaire*, in *Legal Capital in Europe* (Marcus Lutter Ed.), *European Company and Financial Law Review*, 2006, 480 ss. Riferimenti anche in MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., 307, e in particolare in nt. n. 5.; BALZARINI, *La società per azioni in Francia*, in *Le nuove s.p.a.*, Trattato diretto da Cagnasso-Panzani, vol. I, Torino, Zanichelli, 2013, 469 ss.

<sup>99</sup> V. in tal senso MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., 308 s.

<sup>100</sup> Per assicurare il valore reale del conferimento in natura, la disciplina deve quindi comprendere una serie di meccanismi. Il primo attiene alla delimitazione dell'oggetto del conferimento in natura nei diversi tipi di società al fine di evitare l'apporto in società di beni

I suddetti postulati costituiscono, dunque, i principi cardine a cui ogni sistema di valutazione dei conferimenti in natura deve tendere, a prescindere dal modello di stima e dalla struttura del procedimento applicato.

Questa premessa, come si capirà, assume rilevanza centrale rispetto all'analisi che ci si accinge ad effettuare del c.d. "sistema speciale" di valutazione, poiché si ritiene siano proprio tali postulati che devono guidare l'interprete nell'attività ermeneutica del dettato normativo, onde consentirgli di individuare soluzioni quanto più coerenti con essi.

---

non utilizzabili o incerti. In secondo luogo, si rende necessaria una valutazione del conferimento che garantisca che il valore del conferimento possa effettivamente coprire il valore delle azioni date in contropartita. Tale fase deve essere completata da regole che determinino il momento in cui il conferimento, così valutato, deve essere trasferito a favore della società, cosicché solo quest'ultima ne possa disporre. Successivamente, occorre che sia data informazione ai terzi e agli altri soci delle caratteristiche e del valore dei conferimenti conseguiti o da conseguire da parte della società con cui si rapportano o di cui fanno parte, al fine di garantire una decisione consapevole rispetto al futuro dei loro rapporti con essa. Il sistema dovrebbe poi essere completato da forme di controllo sul rispetto dei meccanismi precedenti e dalla previsione di sanzioni civili (ed eventualmente anche penali) per il caso di loro violazione. Infine, occorrono norme a prevenzione di forme di abuso della disciplina dei conferimenti in natura, quali la fattispecie dei cd. conferimenti nascosti, che si verifica quando il socio effettua apparentemente un conferimento in denaro ma che ha l'effetto economico di un conferimento in natura. Ciò si determina nel caso in cui accanto al contratto di sottoscrizione con previsione dell'impegno ad effettuare il versamento di denaro, il socio stipula un contratto con la società con cui questa si impegna ad acquistare un bene dal sottoscrittore. L'effetto economico è quello di un conferimento in natura. In realtà, il socio non ha fornito un apporto in denaro, ma un conferimento in natura. In questi casi, quando vi è prova di una stretta connessione tra il conferimento in denaro e il successivo contratto di compravendita, è possibile presumere la sussistenza di un accordo volto ad eludere le disposizioni in materia di conferimenti in natura. L'ordinamento che presenta un sistema completo in tutte le fasi ora descritte è, per esempio, quello tedesco per le società per azioni contenuto nell'Aktengesetz che: al § 27 definisce quali beni sono conferibili; ai §§ 32 e ss. prevede i criteri per la valutazione dei conferimenti; ai §§ 27, 37, 37a e 40 le norme sulla disclosure; ai §§ 34 e 38 i meccanismi di controllo (da parte degli amministratori e del tribunale); ai §§ 46, 48, 49, 50, 116, 147, 148 la responsabilità civile per il mancato rispetto della disciplina, nonché il § 399 prevede una responsabilità penale per dichiarazioni false in relazione (tra l'altro) alla disciplina dei conferimenti in natura; e infine il § 27 prevede specifiche sanzioni per il caso di conferimenti nascosti. Sul problema dei conferimenti in natura nascosti v.: PENTZ – PRIESTER – SCHWANNA, *Raising Cash*, cit., 60, e nella versione originale in lingua tedesca *Bar- und Sachkapitalaufbringung*, cit., 42 ss.; PENTZ, in *Münchener Kommentar zum dAktG*, München, 2012, § 27, Rz 98; HEIDINGER, in SPINDLER/STILZ, *AktG*, § 27, Rz 147; LUTTER-BAYER, in LUTTER/HOMMELHOFF, *GmbHG*, § 5, Rz 48; KERSTING, *Hidden Contributions in Kind (Verdeckte Sacheinlagen)*, disponibile al link: <http://ssrn.com/abstract=1314983> (consultato il giorno 3 settembre 2012).

#### **4. - La nuova disciplina introdotta con il d.lgs. 142 del 2008: ambito di applicazione.**

Sulla scorta delle precedenti considerazioni introduttive, è ora possibile affrontare l'analisi della nuova disciplina di valutazione dei conferimenti in natura.

La Direttiva sopra descritta contemplava le misure di semplificazione della procedura di valutazione dei conferimenti in natura in termini di facoltà per gli Stati membri, facoltà di cui il legislatore italiano si è avvalso integralmente<sup>101</sup> emanando il d.lgs. 142 nel 2008, con cui sono stati introdotti alcuni nuovi articoli nel codice civile, ossia gli artt. 2343-*ter* e 2343-*quater* c.c.; è stato aggiunto il quarto comma all'art. 2443 c.c.; modificato il testo dell'art. 2440 e il sesto comma dell'art. 2441 c.c. e integrato quanto previsto dall'art. 111-*bis* delle disposizioni di attuazione al codice civile<sup>102</sup>.

La nuova disciplina si applica ai conferimenti di beni diversi dal denaro<sup>103</sup> effettuati in favore di tutte le società di capitali azionarie (dunque s.p.a. e s.a.p.a.;

---

<sup>101</sup> Occorre considerare, infatti, che l'art. 23 della Legge Comunitaria 2007, nel delegare il governo al recepimento della Direttiva di riforma, ha scelto di consentire il ricorso, sia in sede di costituzione della società, sia in sede di aumento di capitale, a ciascuna delle tre fattispecie di esenzione dalla disciplina ordinaria di stima dei conferimenti di beni in natura e di crediti previste dal nuovo art. 10-*bis* Seconda direttiva.

<sup>102</sup> Inizialmente il d.lgs. 142/2008 aveva altresì introdotto, in tema di aumenti di capitale delegati, l'art. 2440-*bis* c.c., norma che è stata successivamente abrogata dal già citato d.lgs. 224/2010, correttivo del primo provvedimento, tuttavia il suo contenuto si ritrova oggi nell'art. 2440 c.c. Oltre alle menzionate novità, si precisa che in seguito ai provvedimenti normativi citati si è proceduto alla modifica degli artt. 2357 e 2358 cod. civ. per quanto riguarda le diverse materie dell'acquisto di azioni proprie e dell'assistenza finanziaria oggetto della Direttiva.

<sup>103</sup> Ovviamente nei limiti delle entità conferibili ai sensi dell'art. 2342 c.c., quindi fermo restando il divieto di conferire opere e servizi nella s.p.a. Si ritiene che per i valori mobiliari e gli strumenti del mercato monetario si debba in prima battuta valutare la presenza dei requisiti per l'applicabilità del criterio del prezzo medio ponderato (art. 2343-*ter* co. 1 c.c.) e, solo in caso di esito negativo di tale verifica, si possono utilizzare i due criteri alternativi previsti al comma 2 dell'art. 2343-*ter* c.c., che, quindi assumono valenza generale risultando applicabili a qualsiasi tipo di conferimento in natura (seppur sempre previa verifica degli specifici requisiti previsti dalla norma citata per l'applicabilità di ognuno di essi). V. per tutti, in tal senso OLIVIERI, *I sistemi, cit.*, 229 ss. Afferma l'applicabilità dei criteri alternativi della valutazione dell'esperto nominato dalla parte e del valore contabile di bilancio ai valori mobiliari e agli strumenti del mercato monetario, a prescindere dalla mancanza dei requisiti

aperte e chiuse; con azioni diffuse tra il pubblico in maniera rilevante e non; quotate e non); sia in sede di costituzione che in sede di aumento del capitale, sia esso deliberato dall'assemblea o dall'organo amministrativo che abbia ricevuto apposita delega.

Oltre a tali casi di sicura applicazione, sono state individuate<sup>104</sup> ulteriori situazioni in cui la disciplina in commento risulta compatibile, ossia alcune ipotesi di fusione e di trasformazione, nonostante il mancato richiamo nelle rispettive discipline degli artt. 2343-ter e quater c.c. Invero, le disposizioni dettate in tema di operazioni straordinarie non sono state modificate dal d.lgs. n. 142 del 2008 (né dal decreto correttivo 224/2010) e, di conseguenza, continuano a fare riferimento all'obbligo di richiedere la relazione di stima redatta a norma dell'art. 2343 c.c., senza fare cenno alla possibilità di sostituire detta relazione con i nuovi sistemi di valutazione di cui all'art. 2343-ter. Ciò nonostante, non v'è ragione per escludere dall'ambito di applicazione del nuovo sistema di valutazione fattispecie in cui vi può essere la stessa esigenza di semplificazione che sta alla base della novella

---

per l'utilizzo del criterio del prezzo medio ponderato NOTARI, *Il regime, cit.*, 68, il quale sostiene che detti criteri siano applicabili «anche in via facoltativa, sulla base di una scelta delle parti, e non solo quale “ripiego” per la mancanza delle condizioni legali richieste per l'utilizzo del metodo del prezzo medio ponderato dell'ultimo semestre». Per una interpretazione restrittiva dell'ambito di applicazione della disciplina in esame v., invece, FERRI JR, *La nuova disciplina, cit.*, 257, a parere del quale ognuno dei criteri alternativi «deve ritenersi applicabile unicamente alla rispettiva fattispecie».

<sup>104</sup> Così ATLANTE – RUOTOLO, *La nuova, cit.*, 80 secondo i quali «il mancato coordinamento tra la norma in tema di fusione e la disciplina “alternativa” di valutazione dei conferimenti in natura introdotta dal d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142, non sembra ostacolare l'applicazione perché la lettura sistematica delle norme in tema di valutazione di conferimenti inequivocabilmente induce a ritenere che il rinvio all'art. 2343 c.c. debba essere inteso come rinvio alla norma “capo-fila” in materia». Secondo tali Autori, pertanto, si potrebbe ritenere che il mancato richiamo sia dovuto a un difetto di coordinamento, da ascrivere probabilmente all'esigenza di rispettare formalmente i limiti e le condizioni imposti dalla Direttiva comunitaria e dalla legge delega. Alle stesse conclusioni sembra giungere anche ABRIANI, *Il nuovo regime, cit.*, 315. *Contra*, invece, parrebbe MALTONI, *Brevi considerazioni, cit.*, 392, ove precisa che «è elevata la possibilità che il nuovo regime di valutazione finisca per soppiantare sul piano pratico il procedimento di stima di cui all'art. 2343 primo comma, che resterà vivo solo per l'espresso richiamo che altre norme (art. 2500-ter c.c.; 2501-sexies ultimo comma c.c.) ne facciano». In senso contrario anche CILLO, *Operazioni straordinarie, cit.*, § 3.

normativa e rientrano comunque nel suo perimetro applicativo, essendo riferibili in concreto anche a società azionarie<sup>105</sup>.

Per espressa previsione del legislatore italiano, la normativa in commento non si applica, invece, ai conferimenti in natura effettuati in favore di s.r.l., per i quali la disciplina di riferimento continua ad essere quella dettata dagli artt. 2464, 2465 e 2481-*bis* c.c. Tale esclusione sembrerebbe giustificarsi in conseguenza del fatto che, come noto, la Seconda direttiva non si applica a questo tipo sociale. Peraltro, l'effetto che con essa si raggiunge potrebbe non essere stato attentamente valutato e voluto dal legislatore italiano: a fronte dell'introduzione degli artt. 2343-*ter* e 2343-*quater* c.c. per la società per azioni, infatti, il tipo sociale della società a responsabilità limitata presenta una disciplina della valutazione del conferimento in natura più stringente di quello dell'altra società capitalistica, nonostante sia un tipo per tutto il resto più flessibile<sup>106</sup>. Tra l'altro, l'estraneità

---

<sup>105</sup> Tra queste ipotesi, rientrerebbero, secondo la ricostruzione di ATLANTE – RUOTOLO, *La nuova disciplina, cit.*: (i) la fusione omogenea di società di capitali con imputazione a capitale di una somma superiore al netto contabile delle società fuse, alla quale, peraltro non sarebbe applicabile il criterio previsto dalla lett. a) del co. 2 dell'art. 2343-*ter* c.c., in quanto «al fine di colmare il disavanzo da concambio si devono pur sempre operare delle rivalutazioni rispetto a quanto risulta nel bilancio della società cui i cespiti appartengono e invece per definizione nel caso di cui alla lettera a) del secondo comma dell'art. 2343-*ter* c.c. il valore equo è proprio quello che risulta dal bilancio, onde non residuerebbero margini per ulteriori rivalutazioni»; (ii) la fusione eterogenea, a cui però sarebbero inapplicabili sia il primo comma dell'art. 2343-*ter*, c.c. sia la previsione di cui alla lett. a) del secondo comma. Con riferimento a quest'ultimo criterio, in particolare, perché «se pure dal bilancio della società di persone è possibile riscontrare un "valore equo", detto bilancio non sarà comunque sottoposto a revisione legale»; (iii) la trasformazione, sia eterogenea che progressiva, alla quale però non sarebbe applicabile la previsione di cui alla lett. a) del secondo comma «perché il bilancio dell'ente trasformando non è comunque soggetto a revisione legale».

<sup>106</sup> V. BOGGIALI – PAOLINI – RUOTOLO, *Modifiche al codice civile: il d.lgs. 142/2008 di attuazione della direttiva 2006/68/CE sulle società per azioni*, Segnalazione Novità, in *CNN Notizie* del 17 settembre 2008; ATLANTE – RUOTOLO, *La nuova disciplina, cit.* In dottrina a più voci sono state espresse perplessità circa il risultato ottenuto dal legislatore con l'adozione di tale sistema, in considerazione del fatto che - invocando finalità di semplificazione e di riduzione dei costi - introduce in concreto un trattamento più rigido di valutazione del conferimento in natura per una piccola s.r.l. rispetto a una grande s.p.a. quotata: così, ad esempio, IBBA, *Osservazioni, cit.*, 930; DE STASIO, *Op. cit.*, 33. A fronte di tale incoerenza è stato segnalato il rischio dell'emersione di pratiche elusive che - utilizzando il regime di trasformazione all'interno delle società di capitali - superino di fatto tale limite di applicazione della nuova disciplina: basti, ad esempio, pensare al caso della costituzione di società in forma di s.p.a. (per risparmiare sui costi di perizia) che si trasformi poi in s.r.l. (per beneficiare della maggior

della società a responsabilità limitata dall'ambito applicativo della Seconda direttiva non è stata considerata un fattore determinante dagli altri legislatori europei, che hanno invece esteso il sistema alternativo di valutazione dei conferimenti diversi dal denaro anche al modello capitalistico in questione (come si vedrà più precisamente nel secondo capitolo)<sup>107</sup>.

I primi commentatori della novella normativa si sono chiesti se si sia inteso disegnare un nuovo sistema di valutazione dei conferimenti in natura in favore delle società azionarie, parallelo ed alternativo al regime ordinario previsto dall'art. 2343 c.c., o se, invece, si volesse introdurre un insieme di deroghe eccezionali al sistema ordinario. Il dubbio è stato superato da ampia parte della dottrina<sup>108</sup> nel senso della piena alternatività dei procedimenti di valutazione disciplinati dall'art. 2343-ter c.c. rispetto al procedimento "tradizionale", principalmente in considerazione dell'identità del perimetro applicativo tra le norme citate<sup>109</sup> e della previsione espressa del ritorno al regime ordinario<sup>110</sup> (ogni qual volta la valutazione effettuata in base al nuovo sistema non sia ritenuta attendibile dagli amministratori o dai soci), interpretata come indice della possibilità di integrare le lacune del sistema alternativo con la disciplina prevista dall'art. 2343 c.c.

---

flessibilità a livello organizzativo): così ABRIANI, *Il nuovo regime, cit.*, 312. Critica anche NIGRO, *La nozione di capitale, cit.*, 737, nt. n. 106.

<sup>107</sup> Tra essi (su cui *infra*, II capitolo): Belgio e Spagna.

<sup>108</sup> Tra i molti: ABRIANI, *Il nuovo regime, cit.*, 295 ss.; SPOLIDORO, *Attuazione, cit.*, 64 ss.; NOTARI, *Il regime, cit.*, 57 ss., secondo il quale «le "deroghe" alla disciplina dell'art. 2343 c.c. [...] non costituiscono in realtà deroghe eccezionali e circoscritte rispetto alle regole stabilite dalla disciplina ordinaria, bensì rappresentano più propriamente un regime alternativo dell'intera disciplina dei conferimenti diversi dal denaro, tendenzialmente completo e autosufficiente rispetto al regime ordinario dell'art. 2343 c.c.», comprensivo anche delle «tutele successive e [de]i controlli cui la valutazione viene assoggettata dopo essere stata effettuata ed utilizzata ai fini del conferimento». Nello stesso senso anche OLIVIERI, *I sistemi, cit.*, 228; STRAMPELLI, *I regimi alternativi, cit.*, 211 ss.; BUSANI, *I "nuovi" conferimenti, cit.*, 1035.

<sup>109</sup> Si osserva che l'art. 2343 c.c. si applica a «beni in natura o crediti» e, del pari, l'art. 2343-ter c.c. si riferisce – eccetto per il primo comma, dedicato esclusivamente ai valori mobiliari e agli strumenti del mercato monetario – a «beni in natura e crediti». In questi termini NOTARI, *Il regime, cit.*, 57; BUSANI, *I "nuovi" conferimenti, cit.*, 1035 e 1042; nonché MALTONI, *Questioni, cit.*, § 2.5.

<sup>110</sup> Disposta dall'art. 2343-*quater*, comma 2, c.c. e dell'art. 2440, comma 6, c.c.

In realtà, proprio la necessità di fare ritorno al regime ordinario e applicare *in toto* il dettato dell'art. 2343 c.c. pare, a chi scrive, una conferma dell'eccezionalità del regime di valutazione introdotto dal legislatore nel 2008, che – come sostenuto da autorevole dottrina<sup>111</sup> – sembrerebbe, invece, presentarsi come un «sottosistema» rispetto a quello tradizionale a cui si deve necessariamente fare riferimento ogni qualvolta non sussistano i requisiti specifici previsti per l'applicazione degli speciali criteri alternativi previsti dall'art. 2343-ter c.c. Tale ricostruzione trova conferma, tra l'altro, nel diritto societario comparato, dal momento che nei paesi dell'Unione europea che hanno introdotto il sistema di valutazione in adempimento della direttiva 2006/68/CE, lo stesso è stato qualificato in termini di eccezione<sup>112</sup>. Del resto la possibilità di procedere ad una integrazione delle lacune poste dal sistema eccezionale tramite la disciplina prevista dall'art. 2343 c.c. non è comunque esclusa dalla specialità del regime, alla luce di quell'orientamento dottrinale che ammette il ricorso all'analogia e alla tecnica dell'applicazione estensiva anche per le norme eccezionali<sup>113</sup>. Da quest'ultima considerazione discende, peraltro, che la qualificazione del nuovo regime di valutazione in termini di sottosistema speciale o di sistema alternativo riveste solo rilievo marginale.

---

<sup>111</sup> In questi termini: PORTALE, *Le nuove norme*, cit., 21 s. secondo cui «la nuova disciplina costituisca un "sottosistema" rispetto a quello *ex art.* 2343 c.c. (*propendo*, dunque, *per la specialità*)»; FERRI JR, *La nuova disciplina*, cit., § 2.2., secondo cui «analizzando la *struttura formale* delle regole contenute nell'art. 2343-ter c.c., appare evidente che esse, disponendo che, in determinati casi, 'non è richiesta la relazione di cui all'art. 2343, primo comma', assumono il significato, per ciò solo derogatorio ed eccezionale, di *esonero*: e di *esonero*, si noti, non già dall'applicazione dell'intera disciplina dettata dall'art. 2343 c.c., ma da uno *specifico adempimento*, quello appunto di "presentare la relazione giurata di un esperto designato dal tribunale", che grava su "chi conferisce beni in natura o crediti". Così anche SALAMONE, *Le verifiche*, cit., § 1, il quale parla di «regime speciale di deroga al regime comune», come tale soggetto al canone interpretativo dell'art. 14 delle disposizioni sulla legge in generale; e CORSI, *Conferimenti in natura*, cit., 12.

<sup>112</sup> Così ad esempio in Germania: v. ARNOLD, in *Kölner Komm. AktG*, Bd. 1, Köln, 2010, § 33a, Rdn 3, 635; BAYER U. SCHMIDT, *Die Reform der Kapitalaufbringung bei der Aktiengesellschaft durch das ARUG*, in *ZGR*, 2009, 811 e ss. In Spagna, afferma la natura eccezionale del sistema: PEÑAS, in A. Rojo-E. Beltrán, *Comentario de la Ley de sociedades de capital*, I, Cizur Menor (Navarra), 2011, sub art. 69, 648.

<sup>113</sup> In tal senso PORTALE, *Le nuove norme*, cit., 21, dove più ampi riferimenti bibliografici (nota n. 33).



Come anticipato, la scelta di adottare uno dei tre procedimenti eccezionali oppure la procedura di valutazione tradizionale (o uno specifico regime, diverso per ogni singolo conferimento)<sup>114</sup> è rimessa agli operatori. Ciò implica che, relativamente al conferimento di beni in natura in fase di costituzione della società, la scelta spetterà ai soci, posto che in tale momento tutte le vicende attinenti alla costituenda società sono prese all'unanimità. Successivamente, invece, in fase di aumento del capitale, sono gli amministratori<sup>115</sup> - sulla base di una apposita deliberazione portata a conoscenza dei soci nella relazione predisposta dall'organo amministrativo ai sensi dell'art. 2441, comma 6, c.c. per la convocazione dell'assemblea chiamata a decidere dell'aumento di capitale - a determinare la modalità di valutazione del conferimento<sup>116</sup>. Inoltre, dopo le modificazioni apportate dal d.lgs. 224/2010, è stato chiarito che il regime speciale di valutazione va esteso anche ai conferimenti eseguiti in sede di aumento di capitale delegato all'organo amministrativo, ai sensi dell'art. 2443 c.c.<sup>117</sup>.

---

<sup>114</sup> In questi casi in dottrina si è suggerito di strutturare la delibera di aumento procedendo con distinti aumenti di capitale: in tal senso NOTARI, *Il regime, cit.*, 59 e s., nt. n. 5, seppure lo stesso A. riconosce che la «differenza tra la soluzione [suggerita] e quella di un unico aumento, soggetto a regole negoziali e legali diverse, finisce per essere essenzialmente definitoria e nominalistica».

<sup>115</sup> Chiaro è in tal senso il dettato dell'attuale art. 2440 co. 2 c.c., ove espressamente si prevede che «l'aumento di capitale mediante conferimento di beni in natura o di crediti può essere sottoposto, su decisione degli amministratori, alla disciplina di cui agli articoli 2343-ter e 2343-quater».

<sup>116</sup> V. sul punto BUSANI, *I "nuovi" conferimenti, cit.*, 1036, in nt. n. 8, il quale osserva che l'attribuzione della scelta in capo agli amministratori in caso di conferimento in natura in fase di aumento del capitale è «in linea con la considerazione che le nuove norme spostano i profili di responsabilità dal previgente sistema "di controllo preventivo" (e cioè quello fondato sulla perizia giurata dell'esperto di nomina giudiziale) all'attuale sistema di "controllo successivo", che ha appunto come "protagonisti" gli amministratori stessi».

<sup>117</sup> In particolare, secondo la Commissione massime societarie del Consiglio Notarile di Milano, la scelta per il nuovo regime di valutazione può essere fatta dall'organo amministrativo in caso di aumenti di capitale delegati con conferimenti in natura «pur in mancanza di un'espressa previsione in tal senso» (nella delega): così la Massima n. 121 (sostitutiva della massima n. 107 del 27 gennaio 2009, in seguito al d.lgs. 224/2010). La massima precisa poi che «qualora l'organo amministrativo decida di applicare tale disciplina, l'efficacia della sottoscrizione e del conferimento deve essere subordinata alla mancata richiesta, da parte di soci titolari di almeno il 5 per cento del capitale sociale, di procedere alla valutazione secondo il regime ordinario di cui all'art. 2343 c.c., entro il termine di 30 giorni dall'iscrizione della delibera consiliare di aumento del capitale sociale (salvo che consti il consenso di tutti i soci, espresso in qualsiasi forma). Ne consegue che la sottoscrizione e il

Anche in questa fase, peraltro, la scelta potrebbe tornare in capo ai soci, ove una minoranza qualificata (pari almeno al ventesimo del capitale sociale, nell'ammontare precedente all'aumento deliberando) richieda che si proceda ad una nuova valutazione secondo il metodo tradizionale di stima dell'esperto di nomina giudiziale, ai sensi dell'art. 2440, ultimo comma, c.c.<sup>118</sup>. Tale facoltà per i soci è stata introdotta con il decreto correttivo n. 224/2010, con cui il legislatore ha colmato una lacuna della precedente disciplina che riconosceva alla minoranza il diritto in esame solo in caso di aumento delegato del capitale<sup>119</sup> ed è riconosciuta ai soci fino al termine di trenta giorni dall'esecuzione del conferimento, ovvero, se

---

conferimento possono essere perfezionati prima del decorso di tale termine, purché siano subordinati alla condizione sospensiva anzidetta. Qualora invece siano perfezionati dopo tale termine, essi possono avere efficacia immediata, fermo restando che, in entrambi i casi, le azioni emesse a fronte del conferimento rimangono inalienabili sino all'iscrizione nel registro delle imprese dell'attestazione ai sensi dell'art. 2444 c.c., unitamente alla dichiarazione di cui all'art. 2343-*quater* c.c.». Il Consiglio Notarile non motiva diffusamente la massima in esame, limitandosi a sottolineare che il nuovo dettato dell'art. 2443 c.c. sancisce in generale l'utilizzabilità del sistema speciale anche in caso di aumento del capitale delegato. Sembrerebbe, quindi, che per i notai milanesi tale generica previsione sia sufficiente a colmare l'eventuale mancata espressa previsione nella delega della possibilità di ricorrere al sistema dell'art. 2343-*ter* c.c. Tale conclusione è del resto coerente anche con l'art. 2440 co. 2 c.c., che, come già anticipato, attribuisce agli amministratori la decisione di sottoporre l'aumento di capitale mediante conferimento di beni in natura o di crediti alla disciplina di cui agli articoli 2343-*ter* e 2343-*quater* c.c., con ciò dimostrando che in fase di aumento del capitale la competenza dell'organo amministrativo nella scelta del regime di valutazione dei conferimenti è la regola, mitigata, peraltro, dalla possibilità sempre riconosciuta ai soci di richiedere che si segua il procedimento tradizionale.

<sup>118</sup> Critica la scelta della soglia del 5% PORTALE, *Le nuove norme, cit.*, 20, il quale ne evidenzia lo «scoordinamento con la soglia stabilita dall'art. 2377 c.c. in tema di impugnative delle deliberazioni delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio».

<sup>119</sup> In modo conforme all'art. 10-*bis*, par. 2, ultimo comma, della Seconda direttiva secondo cui «uno o più azionisti che detengano una quota complessivamente pari ad almeno il 5% del capitale sottoscritto della società alla data in cui è stata adottata la decisione relativa all'aumento del capitale possono chiedere una valutazione da parte di un esperto indipendente, nel qual caso si applica l'articolo 10, § 1, 2 e 3. L'azionista o gli azionisti possono chiedere tale valutazione fino alla data effettiva del conferimento, a condizione che, dalla data della richiesta, l'azionista o gli azionisti in questione detengano ancora una quota complessiva pari ad almeno il 5% del capitale sottoscritto della società, come esistente alla data in cui è stata adottata la decisione relativa all'aumento di capitale». Al riguardo, come rilevato da attenta dottrina (NOTARI, *Il regime, cit.*, 112, nt. n. 78), occorre precisare che la disposizione comunitaria – facendo riferimento alla valutazione di cui ai § 2 e 3 – prevede il sopradescritto diritto solo rispetto alla valutazione effettuata ai sensi dell'art. 2343-*ter* co. 2 (lett. a e b), mentre non lo estende, come fa invece il legislatore italiano, al criterio del prezzo medio ponderato.

successiva, dalla data di iscrizione nel registro delle imprese della deliberazione di aumento del capitale (v. art. 2440 co. 5 e 6 c.c.)<sup>120</sup>. Nel vigore della disciplina precedente all'intervento normativo sopra citato, tuttavia, la dottrina<sup>121</sup> aveva già proposto di estendere il diritto di richiedere il ritorno alla valutazione ai sensi dell'art. 2343 c.c. ad ogni fattispecie di aumento di capitale<sup>122</sup>, in virtù della natura imperativa del precetto comunitario e alla luce del principio di diretta applicabilità delle direttive europee, in caso di mancanza di un espresso recepimento da parte del legislatore nazionale.

#### **5. - La valutazione ai sensi dell'art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c.**

Chiarito l'ambito applicativo della disciplina speciale, l'analisi si può concentrare sul criterio alternativo specificamente oggetto di questa indagine, ossia il criterio del valore contabile di bilancio.

Nella sua prima formulazione – introdotta con il d.lgs. 142/2008 – il secondo comma dell'art. 2343-ter c.c. disponeva che «fuori dai casi in cui è applicabile il primo comma, non è altresì richiesta la relazione di cui all'articolo 2343, primo comma, qualora il valore attribuito, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, ai beni in natura o crediti conferiti

---

<sup>120</sup> Rispetto alla previsione comunitaria di riferimento, il legislatore italiano del 2010 ha tenuto conto dei suggerimenti di quella parte di dottrina che aveva sottolineato la necessità di ampliare tale termine di decadenza (l'art. 10-bis § 2, ultimo comma, citato della Seconda direttiva prevede tale diritto «fino alla data effettiva del conferimento») al fine di garantire un esercizio efficace di tale diritto: sul punto v. NOTARI, *Il regime, cit.*, 115 e s.

<sup>121</sup> In tal senso: NOTARI, *Il regime, cit.*, 113 e ss., che sottolinea come l'art. 10-bis della Seconda direttiva (in cui è contenuta la previsione in esame) in virtù della sua completezza e autosufficienza, poteva comunque (anche prima dell'intervento correttivo del 2010) «essere traslato tale e quale nella disciplina del codice civile, salvi i rinvii interni alle norme di riferimento, senza che vi sia bisogno d'altro al fine della sua effettiva applicazione».

<sup>122</sup> Quanto alla fase costitutiva, non se ne è mai sentita la necessità, posto che «con la sottoscrizione dell'atto costitutivo la totalità dei soci ha convenuto necessariamente sulla adozione del nuovo regime e non vi sarebbe motivo per concedere ai soci di minoranza uno *ius poenitendi* del tutto eccentrico nell'ambito della disciplina societaria»: NOTARI, *Il regime, cit.*, 113, il quale fa, altresì, notare che nemmeno la normativa di riferimento comunitaria prevede il riconoscimento di tale diritto in capo ai soci in sede di costituzione della società.

corrisponda al a) *valore equo* ricavato da un bilancio approvato da non oltre un anno, purché sottoposto a revisione legale e a condizione che la relazione del revisore non esprima rilievi in ordine alla valutazione dei beni oggetto del conferimento».

Il decreto correttivo del 2010 ha successivamente apportato alla norma alcune modifiche, volte a superare le perplessità interpretative evidenziate dalla dottrina rispetto al testo originario.

Anzitutto è stato precisato che il valore di conferimento deve essere «pari o inferiore» al valore in tal modo determinato e non più necessariamente «corrispondente» ad esso, con ciò chiarendo che le parti potrebbero comunque attribuire al bene un valore diverso (ma mai maggiore) da quello iscritto in bilancio. Del resto, come è stato osservato, il valore attribuito al bene ai fini del conferimento è quello che deriva dalla negoziazione delle parti, anche considerato che «lo scopo del procedimento di valutazione delle entità non monetarie è solo quello di verificare che il valore attribuito dalle parti non sia superiore al valore del capitale emesso e dell'eventuale sovrapprezzo»<sup>123</sup>. Pertanto si deve ritenere che il valore iscritto in bilancio debba essere preso a riferimento solo come limite massimo di valore, rispetto al quale è possibile derogare per un valore inferiore al bene conferito.

In secondo luogo – come già anticipato – al posto del concetto di “valore equo”, è stato introdotto il riferimento più specifico al criterio del «*fair value* iscritto nel bilancio dell’esercizio precedente quello nel quale è effettuato il conferimento a condizione che il bilancio sia sottoposto a revisione legale e la relazione del revisore non esprima rilievi in ordine alla valutazione dei beni oggetto del conferimento».

Invece di procedere ad una apposita perizia di stima del valore del conferimento in natura è, dunque, possibile utilizzare il valore contabile presente in bilancio, quando questo rappresenti il “*fair value*” del bene oggetto di conferimento.

---

<sup>123</sup> Così ASSONIME, Circolare n. 19/2011, citata, § 3.2.

Il significato tecnico di tale concetto è definito oggi (a seguito del decreto correttivo 224/2010) – per espresso richiamo normativo (v. ultimo comma dell’art. 2343-ter c.c.) – dai principi contabili internazionali IAS-IFRS<sup>124</sup>, come il corrispettivo al quale un’attività può essere scambiata, o una passività estinta, tra parti consapevoli e disponibili, in una transazione tra terzi indipendenti. Più precisamente, secondo il recente IFRS13<sup>125</sup>, il concetto in esame è definito come «il prezzo che dovrebbe essere ricevuto per vendere un’attività o che dovrebbe essere corrisposto per estinguere una passività in una transazione normale tra partecipanti al mercato alla data della valutazione»<sup>126</sup>.

Il relazione a tale concetto, prima della modifica apportata alla norma dal d.lgs. 224/2010 (ma le conclusioni raggiunte al riguardo, come vedremo, possono essere tenute in considerazione anche rispetto alla norma vigente) è sorta la questione se con esso si sia inteso limitare l’ambito applicativo di tale previsione ai soli bilanci redatti secondo i principi contabili internazionali, o se, invece, tale formula vada letta in un’accezione più ampia in grado di garantire alla norma una più estesa operatività. Tra gli interpreti<sup>127</sup> è stata subito percepita l’opportunità di

---

<sup>124</sup> Come noto, l’acronimo IAS indica i principi contabili emanati prima del 2001; mentre l’acronimo IFRS designa i principi emanati o revisionati dal 2001 dallo IASB (*International Accounting Standards Board*).

<sup>125</sup> L’IFRS13 (“*Fair Value Measurement*”) è stato omologato a livello europeo in data 11 dicembre 2012 con il Regolamento (UE) n. 1255/2012 della Commissione (che modifica il Regolamento (UE) n. 1126/2008), pubblicato in G.U.U.E. n. L 360 del 29 dicembre 2012 ed è entrato in vigore dal 1° gennaio 2013. Per maggiori dettagli al riguardo si rinvia al capitolo II, § 2.

<sup>126</sup> Cfr. un primo commento allo *Staff Draft “Fair Value Measurement” for information purpose only* di BINI, *Verso una più precisa definizione di fair value*, in *Soc.*, 2011, 320 ss. al quale si rinvia per una disamina delle modalità di calcolo del *fair value*. Per uno studio approfondito del criterio del *fair value*, fin dalle sue prime applicazioni CAIRNS (2006): *The Use of Fair Value in IFRS*, in *Accounting in Europe*, 5 ss. Per ulteriori approfondimenti sul principio del *fair value*, come descritto dall’IFRS 13, si rinvia al capitolo III, § 4.

<sup>127</sup> Così NOTARI, *Il regime*, cit., 74; SPOLIDORO, *Attuazione*, cit., 68 s.; ABRIANI, *Il nuovo regime*, cit., 304 e ss.; MALTONI, *Brevi considerazioni*, cit., 397; BIASI E DE LUCA, *op. cit.*, 432 s.; Circolare n. 11/IR del 29 giugno 2009 del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, già citata. Analoga posizione era stata espressa anche dalla Commissione massime societarie del Consiglio notarile di Milano (massima n. 101 - marzo 2009) che aveva proposto un’interpretazione estensiva della norma, definendo il concetto di «valore equo ricavato da un bilancio approvato da non oltre un anno» di cui all’art. 2343-ter, comma 2, lett. a), c.c., come il «valore correttamente iscritto in un bilancio approvato — nei tempi e con i requisiti richiesti dalla norma stessa — a prescindere da fatto che: (i) il bilancio sia redatto secondo i principi

interpretare il concetto in esame nel senso di “valore corretto”, ammettendo quindi che si facesse riferimento anche a bilanci redatti secondo i principi contabili nazionali.

A prima lettura, sembrerebbe invece che, con la modifica testuale della norma operata nel 2010, si sia inteso superare il dibattito, limitando il ricorso a tale criterio alternativo solo quando il bene da conferire sia iscritto in un bilancio IAS-compliant<sup>128</sup>. Il dato letterale sembrerebbe eloquente in tal senso, considerato inoltre che è stato modificato con l'intento di risolvere la questione sorta nella vigenza della precedente versione che, più tecnicamente, faceva riferimento al concetto di valore equo e non forniva alcuna indicazione per spiegare il significato dello stesso. Vedremo, tuttavia, nei successivi capitoli<sup>129</sup>, che l'interpretazione più immediata non è però quella corretta e ciò sia perché sussistono argomentazioni letterali altrettanto forti a sostegno dell'interpretazione opposta, sia perché è ben possibile che il bene venga iscritto in un bilancio redatto secondo i principi contabili nazionali per un valore corrispondente al *fair value* (si pensi, ad esempio, ad un bene acquistato in prossimità della data di chiusura dell'esercizio, rispetto al quale il costo sia, quindi, rappresentativo anche del *fair value*<sup>130</sup>).

---

contabili IAS/IFRS o secondo le norme e i principi contabili emanati da ogni Stato membro in ossequio alla quarta direttiva comunitaria (Direttiva 78/660/CEE); (ii) il bene o i beni da conferire siano iscritti in bilancio con il criterio del “valore equo” o con altro criterio, purché siano iscritti in conformità ai criteri stabiliti dalle norme e ai principi applicabili nel caso concreto».

<sup>128</sup> In questo senso, già prima della modifica apportata dal d.lgs. 224/2010, si erano espressi in dottrina: MALTONI, *Questioni, cit.*, § 3.4; più diffusamente ID., *Brevi considerazioni, cit.*, 396 ss.; FERRI jr, *La nuova disciplina, cit.*, § 4.4; CORSI, *Conferimenti in natura, cit.*, 13, nt. n. 3; TEDESCHINI-SACCO GINEVRI, *La nuova disciplina, cit.*, 62. Successivamente ad essa v. DE LUCA, *Conferimenti in natura, cit.*, 357 s., il quale precisa che tale conclusione vale solo per i conferimenti effettuati successivamente all'entrata in vigore del d.lgs. 224/2010, essendo esso un intervento innovativo e non meramente interpretativo; v. altresì BUSANI, *I “nuovi” conferimenti, cit.*, 1045; LAZZARATO-MANCIN, *Op. cit.*, 174 s.; NIGRO, *La nozione di capitale sociale, cit.*, 741, nt. n. 114; ASSONIME, Circolare n. 19/2011, secondo cui «il criterio di valutazione in esame potrà essere utilizzato solo nel caso di un bene iscritto in un bilancio d'esercizio redatto in base ai principi contabili internazionali IAS/IFRS e solo quando il bene sia valutato, nel bilancio, secondo il metodo del *fair value*». Analogamente la Commissione massime societarie del Consiglio notarile di Milano (v. massima n. 120 del 5 aprile 2011, che sostituisce la precedente massima n. 104 citata).

<sup>129</sup> In particolare nel capitolo III, §§ 2 e 3.

<sup>130</sup> L'esempio è tratto dalla Circolare n. 11 del 2009 del CNDCEC, citata, 8.

Inoltre, come si vedrà, dal punto di vista sistematico, l'introduzione di una valutazione del conferimento secondo i principi contabili internazionali, se non accompagnata da opportune cautele, potrebbe avere pericolosi risvolti sull'istituto del capitale sociale, probabilmente non attentamente considerati dal legislatore del 2010.

Nel rinviare ai successivi capitoli le considerazioni inerenti alla corretta interpretazione da attribuire al criterio in esame onde conseguire un risultato più accettabile (anche sotto il profilo sistematico) e, a prescindere, quindi, (per ora) dai principi utilizzati per redigere le scritture contabili, occorre precisare che ai sensi dell'art. 2343-ter co. 2, lett. a)<sup>131</sup>, c.c. l'unico bilancio utilizzabile è quello riferito all'esercizio che precede quello in pendenza del quale il conferimento è effettuato. Il bilancio deve inoltre essere stato sottoposto a revisione legale e non oggetto di rilievi da parte del revisore in ordine alla valutazione dei beni oggetto di conferimento<sup>132</sup>.

Con tale nuova formulazione risultano, pertanto, superate le principali questioni interpretative sorte nel vigore della formulazione originaria della norma, alimentate dal precedente riferimento alla data di approvazione del bilancio, tra cui la possibilità di avvalersi di bilanci straordinari e la questione relativa al computo del periodo antecedente alla data del conferimento. E', infatti,

---

<sup>131</sup> Nella sua formulazione in vigore, posto che precedentemente al d.lgs. 224/2010, la norma prevedeva il riferimento a «un bilancio approvato da non oltre un anno» e la genericità della formulazione era stata criticata in dottrina. Il riferimento al bilancio è stato interpretato in senso «ampio», ammettendosi anche il riferimento a valutazioni contenute in documenti che di esso fanno parte, quali la nota integrativa e i prospetti quantitativi di bilancio: in questi termini il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, nel documento «*La determinazione dei valori di conferimento di beni in natura o crediti senza relazione di stima (artt. 2343-ter e 2343-quater, c.c.)*», del 21 aprile 2010, 20, dove si afferma che il *fair value* «può essere desunto, come precedentemente affermato, sia dai prospetti quantitativi del bilancio, sia dalla nota integrativa che del bilancio rappresenta una parte integrante. Si deve ritenere che i dati contenuti nella nota integrativa possano essere utilizzati solo laddove esplicitivi dei valori oggetto di conferimento». Così anche l'Assonime nella Circolare 19/2011.

<sup>132</sup> Quanto a tale secondo requisito, occorre osservare che pur nel silenzio della norma, non vi sono dubbi sul fatto che esso comprende anche le ipotesi di giudizio negativo oppure di dichiarazione dell'impossibilità di esprimere un giudizio, a fronte dei quali deve essere esclusa la possibilità di fare «cieco» affidamento sui dati di bilancio. Al riguardo v. Circolare Assonime n. 19/2011 citata, nonché in dottrina NOTARI, *Il regime, cit.*, 82 s.; MALTONI, *Questioni, cit.*, § 3.5.

definitivamente chiarito che il bilancio da prendere a riferimento è il bilancio dell'esercizio precedente a quello nel quale è effettuato il conferimento.

Il testo originario della norma, invece, facendo riferimento alla più generica espressione di bilancio «approvato da non oltre un anno», veniva interpretato dalla dottrina prevalente<sup>133</sup> come idoneità ai fini della valutazione del conferimento di ogni bilancio<sup>134</sup> (anche infra-annuale purché redatto secondo le

---

<sup>133</sup> Tra cui: NOTARI, *Il regime*, cit., 80; SPOLIDORO, *Attuazione*, cit., § 7. *Contra* ABRIANI, *Il nuovo regime*, cit., 307 e BIASI E DE LUCA, *Op. cit.*, 423 nt. n. 16 in base alla considerazione che «i bilanci infra-annuali, seppure redatti secondo i criteri del bilancio di esercizio, non vengono necessariamente approvati come tali dall'assemblea o dal consiglio di sorveglianza, né sono sottoposti a "revisione legale"».

<sup>134</sup> Per quanto riguarda, invece, il bilancio consolidato, si osservava che si tratta «di un documento formulato secondo gli stessi principi e criteri di valutazione che governano la redazione del bilancio d'esercizio (salvo quanto previsto da disposizioni speciali), soggetto al controllo contabile nonché alla pubblicazione nel registro delle imprese» tuttavia - considerato «il dato letterale della norma, che si riferisce espressamente ad un bilancio "approvato", unitamente al fatto che il bilancio consolidato ha una funzione indubbiamente diversa rispetto a quello d'esercizio» - si escludeva la possibilità di farvi riferimento ai fini della valutazione *ex art. 2343-ter*, co. 2, lett. a), c.c., ammettendo, peraltro una eccezione nell'ipotesi in cui «la società conferente, che redige il proprio bilancio d'esercizio secondo i criteri civilistici, faccia parte di un gruppo di società il cui bilancio consolidato sia redatto secondo gli IAS» e «la società capogruppo abbia adottato il sistema dualistico di *governance*: in tal caso, infatti, al pari del bilancio d'esercizio anche il consolidato deve essere approvato dal consiglio di sorveglianza»: così la Circolare CNDCEC citata, 10. In questi termini anche DI PASQUALE, *Conferimenti in natura di beni e crediti senza relazione di stima*, in *Dir. prat. soc.*, 2009, 11 s. Dopo le modifiche apportate dal d.lgs. 224/2010 si è espresso ancora a favore dell'utilizzabilità di bilanci consolidati PECORARO, *Formazione*, cit., 345, nt. nn. 175 e 176, il quale osserva che considerato che «la legittimazione che deriva dal diritto comunitario ad utilizzare i principi contabili IAS/IFRS non può che riferirsi "principalmente" al "consolidato", sarà giocoforza ritenere che la direttiva 2006/68, e segnatamente l'art. 10-*bis*, comma terzo, nel dare rilevanza al valore che risulta dall'iscrizione a *fair value* (v. infatti par. 5.1.), non avrebbe potuto non dare spessore anche alle rilevazioni contabili contenute nel "bilancio consolidato" delle società quotate: la direttiva, del resto, costituisce atto normativo destinato a tutti gli Stati della Comunità Europea, compresi quelli che non avessero inteso sfruttare le opzioni previste dal menzionato art. 5, per i quali in definitiva l'unico documento capace di registrare le poste del patrimonio a *fair value* sarebbe stato il bilancio consolidato». In questi termini in ambito europeo anche WYMEERSCH, *The Directive*, cit., 342. Come si avrà modo di evidenziare in seguito, tale osservazione, unita alla considerazione (esposta a breve nel testo) che per effetto delle modifiche apportate all'art. 2343-*ter*, co. 2, lett. a), c.c. si deve escludere il riferimento al bilancio consolidato, costituisce ulteriore argomento a favore dell'interpretazione che si intende proporre con il presente lavoro volta ad estendere l'applicazione del regime previsto dalla norma citata anche ai bilanci redatti secondo i principi contabili nazionali (v. *infra*, capitolo III, §§ 2 e 3).



norme e i principi del bilancio d'esercizio) approvato tempestivamente, da meno di un anno e purché nel frattempo non fosse già stato approvato il bilancio dell'esercizio successivo.

La modifica della norma nel senso sopra indicato ha reso la nostra disciplina più aderente al dettato della Direttiva che parla di conti obbligatori dell'esercizio precedente e preclude, dunque, l'utilizzo di bilanci che, seppur non approvati da oltre dodici mesi, si riferiscono a una data anteriore alla chiusura dell'ultimo esercizio per il quale è scaduto il termine di approvazione del bilancio.

Tale limitazione temporale si giustifica nell'esigenza di evitare una valutazione non più aggiornata ed attendibile in quanto basata su un documento eccessivamente lontano nel tempo<sup>135</sup>: è la stessa Relazione al decreto correttivo a precisare, infatti, che scopo della modifica è proprio quello di evitare che «il valore di riferimento sia eccessivamente obsoleto».

Tale intento, tuttavia, non pare essere stato raggiunto appieno, ove si consideri che, anche alla luce del testo novellato della norma, è, comunque, possibile prendere in considerazione un valore determinato molti mesi prima dell'atto di conferimento e che, perciò, potrebbe rilevarsi non più attuale<sup>136</sup> (anche a prescindere dall'ulteriore rischio di volatilità connaturato all'utilizzo dei principi IAS/IFRS per la valutazione, su cui si tornerà più approfonditamente *infra*, capitolo III).

Inoltre, è definitivamente spiegato che il bilancio da prendere come riferimento al fine di valutare il bene è solo quello d'esercizio e pertanto, non possono essere considerati i bilanci infra-annuali o le situazioni patrimoniali

---

<sup>135</sup> Dal che consegue una restrizione dell'ambito applicativo del metodo di valutazione in esame, che, per esempio, non potrà essere utilizzato nel caso di un conferimento da eseguire nel mese di febbraio, quando non è ancora disponibile il bilancio d'esercizio riferito all'esercizio precedente chiuso al 31 dicembre. L'esempio è tratto dalla Circolare n. 19/2011, già citata.

<sup>136</sup> Così STRAMPELLI, *I regimi alternativi*, cit., 238, il quale richiama come esempio il caso di un conferimento attuato nel mese di dicembre rispetto al quale si potrà utilizzare il valore risultante dal bilancio dell'esercizio precedente «determinato quasi 12 mesi prima». Come si avrà modo di spiegare nel II capitolo del presente lavoro (§ 3), tale pericolo è una delle ragioni principali alla luce della quale la dottrina tedesca giustifica la mancata adozione del criterio del valore contabile in quell'ordinamento.

redatte in sede di fusione o di scissione, anche se predisposti con i medesimi criteri previsti per il bilancio d'esercizio<sup>137</sup>.

Irrisolta resta, invece, la questione circa la possibilità di avvalersi del solo bilancio della conferente o anche dei bilanci di altre società. Il legislatore, pur consapevole dell'esistenza della questione, pare aver intenzionalmente evitato di risolvere il problema in base alla considerazione che la Direttiva non dice nulla in proposito<sup>138</sup>. Al riguardo, le soluzioni prospettate in dottrina differiscono tra chi<sup>139</sup> ritiene che si potrebbe prendere in considerazione anche il bilancio della conferitaria nel caso oggetto di conferimento fossero beni fungibili o standardizzati, mentre per altro tipo di conferimenti non sarebbe possibile prendere in considerazione un qualsiasi bilancio di un'altra società che sia titolare di beni della stessa natura; e chi<sup>140</sup>, proponendo un'interpretazione restrittiva della norma, nega l'utilizzabilità ai fini della valutazione del conferimento di bilanci di società diverse dalla conferente<sup>141</sup>. Pare più coerente la prima di tali soluzioni, che

---

<sup>137</sup> Così anche STRAMPELLI, *I regimi alternativi*, cit., 237; nonché DE LUCA, *Conferimenti in natura*, cit., 358; MALTONI, *Questioni*, cit., § 3.6. Si segnala, tuttavia, in dottrina l'opinione contraria, anche alla luce del nuovo testo della norma, di PELLEGRINO, *Brevi riflessioni*, cit., 666, secondo cui la *ratio* della norma sarebbe pur sempre «quella di tener conto del bilancio più recente in ragione della maggior attualità possibile del valore utilizzato ai fini della determinazione valoristica dei beni in natura o dei crediti conferiti», pertanto, secondo l'A., non vi sarebbe «alcuna preclusione all'interpretazione più estensiva se mediante l'utilizzo di un bilancio infra-annuale, redatto secondo le modalità innanzi indicate, si viene più efficacemente a soddisfare il requisito dell'attualità del valore attribuito al bene o al credito». Come già precisato sopra ed evidenziato dalla dottrina, peraltro, l'utilizzabilità di bilanci infra-annuali sembra preclusa anche dalla considerazione che si tratta di documenti contabili che non sono sempre sottoposti all'approvazione assembleare, né al controllo del revisore legale, requisiti questi richiesti espressamente dalla normativa in commento. Per tale conclusione v. BIASI E DE LUCA, *Op. cit.*, 423 nt. n. 16.

<sup>138</sup> Cfr. Relazione al decreto legislativo n. 224/2010.

<sup>139</sup> NOTARI, *Il regime*, cit., 81 sulla base della considerazione che diversamente si lascerebbe al conferente una eccessiva discrezionalità nella scelta del bilancio che espone il bene a valori ritenuti per il medesimo più convenienti e quindi a discapito di una valutazione oggettiva e reale del conferimento.

<sup>140</sup> In tal senso MALTONI, *Questioni*, cit., § 3.7, seppur in termini dubitativi.

<sup>141</sup> Sono state proposte anche altre due ulteriori ricostruzioni: (i) una, più permissiva che ammette in linea generale il riferimento a bilanci anche di altre società: così ABRIANI, *I conferimenti*, cit., 188; (ii) la seconda, proposta dall'Assonime nella Circolare n. 19/2011, secondo cui «la possibilità di ricorrere ai bilanci di altre società deve essere considerato un fatto eccezionale. In particolare, è da ritenere che la possibilità di ricorrere ad un bilancio diverso da quello della società conferente potrebbe trovare una sua giustificazione solo nel

assume validità non solo nel caso citato, prospettato dalla dottrina che la sostiene, ma anche nel caso in cui il bene iscritto nel bilancio di una società diversa dalla conferente sia proprio il bene da conferire. Si può pensare, infatti, al caso in cui una società Alfa abbia in bilancio un immobile che vende alla società Beta, la quale, immediatamente concluso l'acquisto, lo conferisce nella società Gamma. In questo caso non vi sono ragioni per dubitare della possibilità di utilizzare il bilancio della società Alfa quale fonte di riferimento per individuare il valore dell'immobile da conferire.

Ulteriore requisito, come anticipato, è che si tratti di un bilancio soggetto a revisione legale. Con siffatta espressione deve intendersi ogni caso in cui vi sia un vero e proprio obbligo di legge alla revisione legale dei bilanci d'esercizio, ossia nei casi disciplinati dagli articoli 2409-*bis* c.c. (per le società per azioni) e 2477 c.c. (per le società a responsabilità limitata).

Il riferimento al concetto di revisione legale, piuttosto che a quello di controllo contabile tiene conto della recente modifica all'articolo 2409-*bis*, operata con il d.lgs. 39/2010 ed è interpretato dalla dottrina prevalente<sup>142</sup> nel senso di

---

caso in cui il soggetto conferente non disponga di un proprio bilancio da cui poter trarre le indicazioni del *fair value* del bene oggetto del conferimento. Nel caso in cui, invece, il bene oggetto di conferimento sia oggetto di valutazione nel bilancio del conferente, questo è il dato da prendere in considerazione». La Circolare citata conclude dunque precisando che «deve essere sempre rispettato il principio della corrispondenza tra il bene conferito e il bilancio che ne contiene la valutazione. Una diversa soluzione aprirebbe la strada ad arbitraggi tra le diverse valutazioni e non risponderebbe alla *ratio* di mera semplificazione della disciplina».

<sup>142</sup> Così: OLIVIERI, *I sistemi*, cit., 229; NOTARI, *Il regime*, cit., 81 e s.; SPOLIDORO, *Attuazione*, cit., § 7. *Contra*, peraltro, FERRI JR, *La nuova disciplina*, cit., 273, secondo il quale per revisione legale si dovrebbe intendere la revisione esercitata da un revisore esterno alla società o da una società di revisione, con la conseguenza di limitare l'ambito applicativo della norma all'ipotesi di conferimento di beni iscritti nei bilanci di società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio. L'Autore argomenta tale conclusione, partendo dal presupposto, qui non condiviso, che la norma si applichi solo ai bilanci redatti secondo i principi IAS/IFRS. Muovendo da tale considerazione, l'Autore osserva che l'obbligo di redigere il bilancio di esercizio in base a tali principi è disposto (oltre che per le società operanti nei mercati finanziari e assicurativi) esclusivamente per le società con azioni quotate in borsa o diffuse tra il pubblico in misura rilevante, e cioè per quelle che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (art. 2325-*bis*, comma 1, c.c.). Si precisa che per questa categoria di società, il controllo contabile è «legalmente affidato ad un revisore "esterno", e segnatamente ad "una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili" (art. 2409-*bis*, comma 2, c.c.)». In base a tali considerazioni FERRI JR. conclude nel senso di interpretare restrittivamente l'espressione

comprendere tutte le forme di controllo o revisione a cui sono soggetti i bilanci d'esercizio delle società per azioni, perciò sia a quelle previste dagli artt. 2409-*bis* e ss. c.c. sia a quelle disciplinate dagli artt. 155 e ss. T.U.F.

La proposta interpretativa ora suggerita ha importanti corollari, in quanto consente di attingere anche al valore contabile risultante da bilanci di società a responsabilità limitata tenute al controllo legale dei conti, indipendentemente dalla circostanza che tale funzione sia esercitata dal collegio sindacale (come prevede in via suppletiva, con regola opposta rispetto alle società azionarie, l'art. 2477 c.c.) ovvero da una società di revisione o da un revisore esterno<sup>143</sup>.

## **6. - Il successivo controllo da parte degli amministratori e il ritorno al regime ordinario.**

La nuova disciplina prevede, infine, una serie di adempimenti a carico degli amministratori della società conferitaria, che assumono il compito di verificare, a conferimento avvenuto, che non siano, nel frattempo<sup>144</sup>, intervenute variazioni rilevanti dei valori di riferimento dei beni conferiti (v. art. 2343-*quater* c.c.)<sup>145</sup>.

---

“revisione legale” nel senso di «controllo esterno obbligatorio, o, meglio, obbligatoriamente esterno», riducendo così in maniera notevole il campo di applicazione della norma. Non si può concordare con l'Autore che fonda il suo ragionamento su una premessa che qui si contesta (la rilevanza dei soli bilanci IAS-*compliant*) e anche considerato che: (i) la norma si riferisce genericamente alla “revisione legale” senza null'altro specificare; (ii) l'interpretazione restrittiva proposta dall'Autore pare in contrasto con l'obiettivo del legislatore di semplificare in generale il sistema di valutazione dei conferimenti in natura, e ciò a prescindere dal ricorso o meno al mercato del capitale di rischio delle società destinatarie della disciplina.

<sup>143</sup> In tal senso MALTONI, *Questioni, cit.*, § 3.5.

<sup>144</sup> E più precisamente, dopo le modifiche apportate all'art. 2343-*quater* c.c. dal d.lgs. 224/2010, alla «data di iscrizione della società nel registro delle imprese»; nella versione originaria della norma, invece, si faceva riferimento alla data effettiva del conferimento. Per un commento di tale modifica v. PORTALE, *Le nuove norme, cit.*, 23 ss., che si esprime al riguardo in termini critici.

<sup>145</sup> In caso di conferimento assistito da perizia di un esperto, la verifica deve altresì avere ad oggetto i requisiti di professionalità ed indipendenza dello stesso.

Tale controllo deve essere effettuato nei trenta giorni successivi all'iscrizione della società nel registro delle imprese ovvero, in caso di aumento di capitale, nei trenta giorni successivi la sottoscrizione delle azioni di nuova emissione.

Ove da essa risultino variazioni rilevanti rispetto ai valori di riferimento, su istanza degli amministratori, occorre procedere a nuova valutazione effettuata ai sensi dell'art. 2343 c.c. e torna, pertanto, ad essere obbligatoria, come per il passato, la relazione di un esperto di nomina giudiziale.

Il rinvio all'art. 2343 c.c. è generico: ne discende, quindi, l'integrale applicazione di tale norma e così anche del successivo controllo da parte degli amministratori nel termine di centottanta giorni dall'iscrizione della società<sup>146</sup>.

---

<sup>146</sup> In tal senso NOTARI, *Il regime, cit.*, 110, il quale osserva che «il sistema prevede una sorta di “uscita di sicurezza” dal regime speciale e di ritorno al regime ordinario, la cui disciplina deve pertanto trovare integrale applicazione. Siamo fuori, infatti, in tali circostanze, dal nuovo regime di valutazione e la funzione di assicurare la copertura del capitale sociale di nuova formazione viene quindi rimessa al regime ordinario, col quale si “riparte da capo”». *Contra CORSI, Conferimenti, cit.*, 17, secondo cui il rinvio non investe l'intero art. 2343 c.c. ma solo il terzo comma, e quindi la valutazione in oggetto corrisponderebbe alla revisione della stima; così anche SPOLIDORO, *Attuazione, cit.*, § 10. Propone un'interpretazione peculiare FERRI JR., *La nuova disciplina, cit.*, § 6, il quale ritiene applicabile la verifica di cui all'art. 2343, co. 3, c.c. a prescindere dalla valutazione di attendibilità effettuata dagli amministratori ai sensi dell'art. 2343-*quater* c.c., e, quindi, in aggiunta alla stessa, sulla base del rilievo per cui «l'esonero previsto dall'art. 2343-*ter* c.c. (...), sembra riferirsi *unicamente* alla presentazione della “relazione di cui all'art. 2343, primo comma”, non anche al controllo disciplinato dal terzo comma del medesimo articolo, che allora gli amministratori saranno tenuti ad effettuare anche in ordine ai beni conferiti ai sensi dell'art. 2343-*ter* c.c.». Secondo l'A. «siffatta conclusione, oltre che coerente alla lettera della legge, e rispettosa del principio di delega in forza del quale sono state introdotte le nuove disposizioni, non risulta del resto contraddetta dalla previsione della specifica verifica di cui all'art. 2343-*quater* c.c.», che avrebbe una funzione diversa rispetto a quella prevista dall'art. 2343, co. 3, c.c. La prima sarebbe «diretta ad accertare l'attuale utilizzabilità dei parametri di cui è detto», mentre la seconda avrebbe lo scopo di «determinare il valore d'uso, e non di scambio, del bene conferito». Sebbene questa ricostruzione conduca all'effetto positivo di integrare il sistema di controlli successivo, rendendolo così più efficace e maggiormente rigoroso (e quindi permetterebbe di superare – almeno in parte – le critiche poste al criterio del valore contabile che, diversamente, non pare fornire una tutela equivalente alla perizia di stima del sistema tradizionale, come si dirà meglio *infra* e ancora al capitolo III), la stessa non pare accoglibile. L'art. 2343-*quater* c.c. subordina, infatti, l'operare dell'art. 2343 al fatto che gli amministratori «ritengano che siano intervenuti i fatti di cui al primo comma», che determinano l'inattendibilità del criterio del valore contabile di bilancio e implicano, quindi, il ritorno al regime tradizionale a cui si dovrà fare ricorso integralmente (non solo per la fase della revisione di stima). In altre parole, si ritiene non sufficiente integrare la fase successiva

Se, invece, l'esito delle verifiche effettuate ai sensi dell'art. 2343-*quater* c.c. conferma la correttezza della valutazione individuata attraverso l'applicazione di uno dei tre criteri previsti dall'art. 2343-*ter* c.c., gli amministratori devono depositare, per l'iscrizione nel registro delle imprese, una loro dichiarazione contenente una serie di attestazioni, tra cui quella per cui il valore attribuito al conferimento è almeno pari a quello ad esso attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo e quella circa il mancato intervento di fatti eccezionali o rilevanti che abbiano inciso sulla valutazione.

Considerati gli scopi del presente lavoro, non è possibile soffermarsi ad analizzare le numerose questioni sorte in relazione al controllo dell'organo amministrativo sulla valutazione<sup>147</sup>, mentre è rilevante valutare se in concreto la sua previsione possa, in qualche modo, controbilanciare il rilassamento di disciplina e il minor rigore che il nuovo regime di valutazione dei conferimenti in esame sembra aver introdotto.

Infatti - sebbene non si dubiti che i dichiarati intenti di semplificazione e competitività posti alla base delle norme esaminate siano lodevoli obiettivi - non si può non rilevare come esse comportino una maggiore incertezza nel procedimento di formazione del capitale sociale delle società per azioni, attribuendo agli operatori un più elevato grado di discrezionalità nella determinazione del valore dei conferimenti (con quel che ne consegue dal punto di vista della minore tutela degli altri azionisti, dei creditori sociali e, più in generale, dei terzi)<sup>148</sup>.

---

del controllo degli amministratori, ma è necessaria una nuova valutazione che fa retrocedere il procedimento sin alla sua fase iniziale.

<sup>147</sup> Per una completa analisi di tali aspetti si rinvia a OLIVIERI, *I sistemi*, cit., 240 ss.; NOTARI, *Il regime*, cit., 100 ss.; SALAMONE, *Le verifiche*, cit., 47 ss.; IBBA, *Op. cit.*, 929 ss.

<sup>148</sup> Cfr. OLIVIERI, *I sistemi*, cit., 229 il quale conclude che «fondato appare dunque il sospetto, avanzato dai primi commentatori, che la rinuncia alla relazione giurata di stima in favore di metodi alternativi di valutazione possa tradursi in un (ulteriore) abbassamento del livello di tutela offerto dal capitale sociale in favore dei soci e dei terzi». Perplexità sul nuovo sistema sono state espresse anche da CORSI, *Conferimenti*, cit.; ABRIANI, *Il nuovo regime*, cit., 310, NOTARI, *The Appraisal*, cit., 75 ss.; SALAMONE, *Le verifiche*, cit., 2 ss. il quale in particolare afferma che con l'introduzione di tale sistema «si è aperta una falla nella disciplina dell'art. 2343 c.c. perché il sistema così congegnato è oggi ancora più "addomesticato" che nella s.r.l.».

Al riguardo è stato osservato che l'accentuazione dei compiti degli amministratori – che si affianca alla responsabilità che grava sul revisore nel caso di accertata incongruità del valore risultante dall'ultimo bilancio (e sull'esperto, ai sensi del richiamato art. 2343-ter, ult. comma, c.c., in ipotesi di valutazione non giurata<sup>149</sup>) – discende da un *trend* orientato nel senso del passaggio da sistemi di tutela preventiva e reali a sistemi di tutela successiva ed eminentemente risarcitori, con un progressivo spostamento del baricentro sulla responsabilità degli amministratori<sup>150</sup>.

A prescindere, per ora, da considerazioni in merito all'opportunità di tale passaggio a forme di tutela obbligatoria, è, anzitutto, agevole osservare che la previsione del ritorno al sistema ordinario previsto in seguito all'esito del controllo svolto dagli amministratori, o su richiesta di una minoranza qualificata, rappresenta una spia della necessità di completare il regime di valutazione speciale e, quindi, dell'inidoneità del criterio del *fair value* (così come degli altri due criteri ad esso alternativi) a rappresentare, da solo, il criterio di riferimento per la valutazione del bene conferito<sup>151</sup>.

Particolarmente importante risulta, dunque, la verifica dell'inesistenza di fatti eccezionali o (rispetto ai beni conferiti ai sensi del secondo comma dell'art. 2343-ter c.c.) nuovi e rilevanti capaci di modificare sensibilmente il valore attribuito al conferimento applicando i criteri previsti dalla nuova disciplina,

---

<sup>149</sup> Seppur in misura meno aggravata, stante la mancata applicazione dell'art. 64 c.p.c.: sul punto v. SPOLIDORO, *Attuazione, cit.*, 70.

<sup>150</sup> In tal senso SALAMONE, *Le verifiche, cit.*, 50, il quale, più precisamente, parla di «slittamento della tutela dell'integrità del capitale nell'area della responsabilità di amministratori e socio conferente»; cfr. altresì: OLIVIERI, *I sistemi, cit.*, 240; ABRIANI, *Il nuovo regime, cit.*, 313; STRAMPELLI, *I regimi alternativi, cit.*, 235.

<sup>151</sup> Del resto basti considerare che – a prescindere dalle considerazioni che verranno effettuate infra al capitolo III (e in particolare al § 4) circa la possibilità che le iscrizioni effettuate al *fair value* comprendano valori solo stimati e potenziali – tale parametro potrebbe comportare l'individuazione di un valore inattuale - a differenza del risultato raggiungibile attraverso la relazione dell'esperto designato dal tribunale di cui al primo comma dell'art. 2343 c.c. - in quanto relativo ad un momento, o a un periodo di tempo, anteriore a quello del conferimento. E' dunque evidente che se l'inattualità, anche solo potenziale, del valore così determinato rappresenta il presupposto della verifica operata dagli amministratori ai sensi dell'art. 2343-*quater* c.c., la stessa assume particolare rilevanza ai fini dell'accertamento dell'attendibilità della valutazione raggiunta per il tramite del valore contabile di bilancio.

effettuata da parte dell'organo amministrativo, con la quale viene fornita ai soci una dichiarazione circa la copertura del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo.

In assenza di un'adeguata verifica da parte degli amministratori, infatti, il criterio del valore di bilancio potrebbe risolversi, come è stato osservato<sup>152</sup>, addirittura in una sorta di "autocertificazione" del socio conferente, con il rischio di indebite sopravvalutazioni del bene da conferire, soprattutto ove la valutazione del conferimento non derivi da una meccanica trasposizione del valore di bilancio<sup>153</sup>, ma sia effetto di una rielaborazione e integrazione dello stesso da parte del conferente volta a individuare il valore attuale del medesimo.

Forti sono i dubbi sul fatto che tale sistema<sup>154</sup> sia efficace considerato che, anzitutto, contrariamente a quanto prescritto dalla Seconda direttiva (e più

---

<sup>152</sup> In tal senso OLIVIERI, *I sistemi, cit.*, 232, il quale afferma che tale rischio «potrà essere evitato, in quanto il socio si limiti ad attribuire al conferimento lo stesso valore per il quale esso è iscritto in bilancio, a prescindere dal criterio di valutazione a tal fine utilizzato dai redattori del bilancio», poiché così operando il socio non effettuerà alcuna valutazione discrezionale circa il valore del bene conferito, ma effettuerà una «mera trasposizione di dati dal bilancio della società conferente a quello della società conferitaria». Peraltro, se si segue la tesi che verrà proposta nelle seguenti pagine, secondo cui il criterio a cui fa riferimento l'art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c. è il valore attuale, di mercato, a prescindere dai criteri utilizzati per la sua elaborazione (siano essi i principi contabili nazionali o internazionali), potrebbe profilarsi il caso in cui un bene (ad esempio un immobile) sia iscritto in un bilancio non IAS *compliant* al costo storico: in tale ipotesi, se si ritiene applicabile comunque la disciplina in esame, bisognerebbe riflettere sulla possibilità di riconoscere al socio – che intenda conferire tale bene – il compito di individuare il valore attuale di esso, alla stregua di un'operazione di valutazione la cui correttezza necessiterebbe poi di essere verificata alla luce di un adeguato sistema di controlli (sul punto si tornerà nel capitolo III, dove si evidenziano perplessità e critiche a tale soluzione). Esclude l'applicabilità di tale criterio di valutazione in siffatta ipotesi OLIVIERI, *I sistemi, cit.*, 233, secondo cui si dovrebbe tornare al regime ordinario previsto dall'art. 2343 c.c. o, al più, al criterio previsto dalla lettera b) dell'art. 2343-ter c.c., con l'unica eccezione del caso in cui «il socio per non sobbarcarsi i tempi e i costi della procedura aggravata prevista dall'art. 2343 c.c., preferisca attribuire al conferimento il (minor) valore al quale il cespite è appostato in bilancio, rinunciando in tal modo a far emergere in quella sede il valore "pieno" (o attuale) del bene» (nt. n. 17).

<sup>153</sup> Come avverrebbe, invece, adottando la ricostruzione del criterio alla luce del principio di continuità dei bilanci suggerita da NOTARI, *Il regime, cit.*, 77.

<sup>154</sup> Con la sola eccezione (forse) del criterio del prezzo medio ponderato che, rispetto agli altri due modelli alternativi, pare più oggettivo e meno manipolabile dalle parti (eccetto nel caso di mercato irrazionale): così anche ABRIANI, *Il nuovo regime, cit.*, 303; NOTARI, *Il regime, cit.*, 63; ID., *The Appraisal, cit.*, 80; OLIVIERI, *I sistemi, cit.*, 234; STRAMPELLI, *I regimi alternativi, cit.*, 230 s., dove si fa notare che anche altrove il legislatore ha ritenuto il prezzo medio ponderato criterio



precisamente dell'art. 10, che richiede che la verifica del valore sia effettuata «prima della costituzione della società o prima che essa ottenga l'atto autorizzante l'inizio della propria attività»<sup>155</sup>), il vero controllo non precede la costituzione della società, ma è ad essa successiva (per effetto delle verifiche effettuate dall'organo amministrativo ai sensi dell'art. 2343-*quater* c.c. o, addirittura, successivamente, una volta accertata la responsabilità degli amministratori<sup>156</sup>), con il rischio di veder nascere società in violazione dei requisiti richiesti dalla normativa comunitaria (e dalla disciplina nazionale) per la formazione del capitale sociale<sup>157</sup>. Come noto, infatti, quando si costituisce una società per azioni, le caratteristiche principali del regime giuridico imposte dalla Direttiva citata (e accolte dal legislatore italiano) sono la *disclosure* e il controllo preventivo. Mentre il primo dei due obiettivi sembra essere tenuto in considerazione anche dalla disciplina in esame<sup>158</sup>, il controllo sulla formazione del capitale sociale rischia di essere

---

attendibile: così in caso di recesso (art. 2437-*ter* c.c.) e ai fini della fissazione del prezzo di emissione delle azioni ai sensi dell'art. 2441 c.c. L'A., poi, si spinge ad affermare che tale criterio previsto all'art. 2343-*ter*, co. 1, c.c. «garantisce (...) un grado di attualità della stima che non è, di regola, assicurato neppure dal regime ordinario» ove si consideri che «usualmente la stima dell'esperto nominato dal tribunale, dati i tempi "tecnici" necessari alla sua predisposizione non può riferirsi, a differenza della valutazione *ex art.* 2343-*ter*, comma 1°, c.c. al giorno precedente il conferimento». In senso critico, invece, anche nei confronti del criterio del prezzo medio ponderato si sono espressi: SANDRELLI, *La Direttiva sul capitale sociale dopo l'aggiornamento del 2006: dibattito e riforme*, in *Riv. dott. comm.*, 2008, § 11.2; FERRI JR., *La nuova disciplina*, *cit.*, § 3.6, il quale afferma che «tanto il "prezzo medio ponderato" di cui al primo comma dell'art. 2343-*ter* c.c., quanto, almeno in via di principio, il "valore equo" di cui al secondo comma della medesima disposizione, esprimono, ed ancora una volta eccezionalmente, valori *inattuali*».

<sup>155</sup> Formula ripetuta anche nell'art. 10 della direttiva 2012/30/UE, già citata.

<sup>156</sup> Anche tramite il ruolo dell'organo di controllo che, sebbene non citato dalla disposizione in commento, deve sicuramente accertare, quanto meno, che gli amministratori abbiano proceduto alle verifiche di loro competenza. Così anche SPOLIDORO, *Attuazione*, *cit.*, 72.

<sup>157</sup> In questo senso anche STRAMPELLI, *I regimi alternativi*, *cit.*, 234, il quale conclude che «la corretta formazione del capitale sociale è, di fatto, garantita principalmente dal controllo esercitato dall'organo amministrativo anziché dal procedimento (preventivo) di stima dei beni conferiti». Peraltro, in dottrina, è stato altresì osservato che la circostanza per cui la valutazione del bene conferito viene fatta in un momento precedente il conferimento potrebbe non essere sempre positivo, in considerazione della eventuale "scopertura" del capitale che potrebbe presentarsi qualora via sia una successiva svalutazione del bene: in questo senso WYMEERSCH, *Reforming*, *cit.*, 10.

<sup>158</sup> Quando al terzo comma dell'art. 2343-*ter* c.c. si prevede che «chi conferisce beni o crediti ai sensi del primo e secondo comma presenta la documentazione dalla quale risulta il valore

posticipato a un momento successivo, peraltro caratterizzato da ampia discrezionalità e circoscritto al caso in cui ricorrano alcune condizioni, genericamente indicate (il sopraggiungere di fatti “nuovi” e “rilevanti” in grado di modificare “sensibilmente” il valore dei beni o crediti conferiti: così l’art. 2343-*quater*, comma 1, c.c.)<sup>159</sup>.

E’ invece fondamentale che, prima che la società entri a far parte del mondo giuridico come società per azioni, attraverso l’iscrizione nel registro delle imprese, sia verificata l’effettiva formazione del capitale sociale minimo, a garanzia della serietà e affidabilità del progetto imprenditoriale (e, quindi, anche nell’ottica della già citata «funzione fiduciaria - produttivistica»<sup>160</sup>) sia nei confronti degli azionisti che dei creditori e dei terzi.

Proprio in considerazione degli interessi tutelati dalla disciplina in esame è evidente che tale verifica non può essere posticipata a un momento successivo<sup>161</sup>,

---

attribuito ai conferimenti e la sussistenza, per i conferimenti di cui al secondo comma, delle condizioni ivi indicate. La documentazione è allegata all’atto costitutivo». Per quanto concerne i conferimenti effettuati ai sensi del primo comma, la documentazione dalla quale risulta il valore ad essi attribuito consiste essenzialmente nel calcolo della media ponderata effettuato dai soggetti a ciò preposti. Mentre, per i beni e i crediti conferiti ai sensi del secondo comma, dalla documentazione deve risultare non solo il valore ad essi attribuito, ma anche la sussistenza delle condizioni richieste dalla norma. Ciò significa che, rispetto al conferimento effettuato ai sensi della lettera a) del secondo comma dell’art. 2343-*ter* c.c., all’atto costitutivo dovrà essere allegato il bilancio insieme alla relativa delibera di approvazione, nonché la relazione del revisore senza rilievi in ordine ai beni oggetto del conferimento; rispetto, invece, al conferimento valutato con perizia *ex* lett. b) della disposizione citata, all’atto costitutivo dovrà essere allegata la relazione, nonché la documentazione comprovante il possesso dei requisiti richiesti per l’esperto. Sul ruolo del notaio rispetto al controllo della documentazione citata v. SPOLIDORO, *Attuazione, cit.*, 65 s.

<sup>159</sup> Sul punto v. SALAMONE, *Op. cit.*, § 3, il quale osserva che «certamente genera insoddisfazione la scelta del legislatore italiano di non chiarire quando il divario debba considerarsi “sensibile” e quando non»; cfr., altresì, NIGRO, *La nozione di capitale, cit.*, 743, nt. n. 119, in cui l’Autrice – evidenziata la mancanza di una norma che specifichi una soglia di rilevanza oltre la quale scatta l’obbligo di controllo a carico degli amministratori – propone di applicare, anche in questo caso, la differenza di valore di oltre un quinto, previsto per la revisione della stima secondo il procedimento tradizionale (soluzione scartata, invece, da SALAMONE, che nega la possibilità di ricorrere all’applicazione analogica).

<sup>160</sup> GINEVRA, *Il senso, cit.*

<sup>161</sup> Negli stessi termini con riferimento al sistema tedesco, PENTZ – PRIESTER – SCHWANNA, *Raising Cash, cit.*, 54, che evidenziano come «*a preventive control is crucial for creditors in order to have an accurate understanding of the company’s initial assets at the formation of the company. If there*

consentendo la nascita di un soggetto solo apparentemente affidabile che inizi ad operare nel mondo giuridico senza le idonee garanzie né i mezzi necessari per lo svolgimento dell'attività imprenditoriale, in contrasto con norme inderogabili (quale quello della previsione di un capitale minimo effettivo e quella derivante dalla fonte comunitaria).

In secondo luogo, poi, è noto che un sistema incentrato integralmente (o quanto meno principalmente) sulla diligenza e la correttezza dell'operato degli amministratori si presenta debole<sup>162</sup> (basti pensare ai risultati degli studi sul c.d. "overconfidence bias", che caratterizzerebbe sovente le valutazioni di tali soggetti<sup>163</sup>), e in questo contesto – come già accennato – ad aggravare i rischi di inefficienza, vi è il fatto che il controllo previsto dall'art. 2343-*quater* c.c. a carico degli amministratori si discosta quanto ad ampiezza e ad efficacia rispetto a quello tradizionalmente prescritto dall'art. 2343 c.c.<sup>164</sup>.

Mentre, infatti, ai sensi del terzo comma dell'art. 2343 c.c. gli amministratori devono procedere in ogni caso alla verifica delle valutazioni

---

*is no recoverability check, creditors would be required to seek for additional information and suffer additional transaction costs» (60).*

<sup>162</sup> In tal senso v. NOTARI, *The Appraisal, cit.*, 75, il quale precisa come «without a prior decision made by directors and without any opposition from minority shareholders (when incorporating a company the members agree by definition) all the protection of general interests provided by the second Directive would be based on the diligence and lawfulness of directors in their subsequent verification as per art. 10b(1)», soprattutto considerato che «above-all in closed companies controlled by a single party or a small number of members, directors are often the direct expression of the member's will, or even the same as the members».

<sup>163</sup> Il tema del c.d. *overconfidence bias* degli amministratori è stato studiato soprattutto da LANGEVOORT, *The Human Nature of Corporate Boards: Law, Norms, and the Unintended Consequences of Independence and Accountability*, in 89 *Geo. L.J.*, 2001, 797 ss., in part. 807 s. e, con specifico riferimento alle situazioni di crisi, da DICKERSON, *A Behavioral Approach To Analyzing Corporate Failures*, in 38 *Wake Forest L. Rev.*, 2003, 1 ss. Nella dottrina italiana si segnala MIOLA, *Capitale sociale e tecniche, cit.*, 397, che evidenzia come «il fenomeno delle valutazioni ottimistiche contenute nei *business plans* redatti dagli amministratori (*earning management*), finalizzate a pilotare l'andamento delle quotazioni ed a mantenerlo coerente, in una spirale perversa, con le aspettative del mercato e con gli obiettivi di redditività richiesti da analisti finanziari ed agenzie di *rating* è stato alla base di molti crack registrati negli Stati Uniti negli anni scorsi, a partire dal caso *Enron*, ed una delle maggiori cause della bolla della *new economy*». E ancora DENOZZA, *Il capitale sociale tra efficienza economica ed equità distributiva, in La società per azioni oggi, cit.*, 571.

<sup>164</sup> Così anche OLIVIERI, *I sistemi, cit.*, 241 ss.

contenute nella relazione dell'esperto nominato dal tribunale, il nuovo regime di valutazione speciale impone tale verifica solo in presenza di «fatti eccezionali che hanno inciso sul prezzo» dei beni conferiti (nel caso di valori mobiliari conferiti ai sensi del primo comma dell'art. 2343-ter c.c.) o - nel caso di beni conferiti ai sensi del secondo comma dell'art. 2343-ter c.c. - di «fatti nuovi rilevanti, tali da modificare *sensibilmente* il valore dei beni o dei crediti conferiti»<sup>165</sup> [n.d.r.: corsivi aggiunti].

E' evidente, dunque, che i margini di discrezionalità, che già di norma caratterizzano la verifica sulla valutazione del valore dei conferimenti in natura, risultano qui ampliati dalla pluralità di elementi non oggettivamente determinati a cui agganciare e parametrare il giudizio degli amministratori, il che implica, di riflesso, maggiori difficoltà nella ricostruzione poi del percorso seguito dai medesimi e, quindi, nella fase del suo controllo.

In questo contesto, che evidenzia «uno slittamento della tutela dell'integrità del capitale verso l'area della responsabilità degli amministratori»<sup>166</sup>, è necessario verificare se gli effetti derivanti dall'applicazione del criterio del valore contabile di bilancio alla valutazione dei conferimenti in natura siano da considerarsi desiderabili o meno – come si è già osservato – non solo nell'ottica di quella parte della dottrina che difende l'istituto del capitale sociale, ma altresì rispetto all'opposta corrente di pensiero che ne evidenzia i limiti e ne propugna l'abolizione. Anche rispetto alle conclusioni raggiunte da questa parte della dottrina, infatti, dovrebbe risultare l'incoerenza della scelta di introdurre delle regole che, a fronte del mantenimento dell'istituto del capitale sociale, ne determinano la perdita di certezza.

---

<sup>165</sup> In tal senso v. per tutti OLIVIERI, *I sistemi*, cit., 240. Diversamente si concluderebbe aderendo alla tesi di FERRI JR., *La nuova disciplina*, cit., 255 ss., il quale ritiene applicabile la verifica di cui all'art. 2343, co. 3, c.c. a prescindere dalla valutazione di attendibilità effettuata dagli amministratori ai sensi dell'art. 2343-*quater* c.c., e, quindi, in aggiunta alla stessa. Si è già avuto modo di evidenziare perplessità rispetto a tale ricostruzione, la quale, seppur condivisibile per il risultato che consente di raggiungere, non pare conforme alla lettera della norma, che subordina l'obbligo per gli amministratori di procedere al controllo solo al verificarsi di determinati requisiti, indicati nel testo.

<sup>166</sup> OLIVIERI, *I sistemi*, cit., 243. Nello stesso senso ABRIANI, *Il nuovo regime*, cit., 313; SALAMONE, *Le verifiche*, cit., 50; STRAMPPELLI, *I regimi alternativi*, cit., 234 s.

Tra l'altro, si potrebbe riflettere sull'opportunità di proseguire con interventi normativi che confermano un *trend* verso la *deregulation* che potrebbe rivelarsi non più auspicabile dopo la recente crisi finanziaria, in conseguenza della quale si stanno diffondendo ripensamenti e critiche che riguardano in gran parte le regole contabili e, in particolar modo il *fair value*, considerato da molti studiosi uno dei più rilevanti fattori della crisi stessa<sup>167</sup>.

Al problema citato della discrezionalità degli amministratori nella valutazione - che dovrebbe completare e bilanciare il sistema speciale previsto dall'art. 2343-ter c.c. - si aggiungono, quindi, anche le perplessità che riguardano le funzioni e la destinazione dell'informazione contabile nell'era del *fair value*.

Il concorso di questi elementi pone, soprattutto in chiave di deterrenza, tra l'altro, il problema dell'adeguatezza della sanzione a carico degli amministratori

---

<sup>167</sup> Più in generale sono messi in dubbio alcuni dei "postulati" fondamentali del sistema degli IAS/IFRS, tra cui l'assunto che i prezzi di mercato costituiscano un'informazione sempre rilevante e attendibile per la valutazione delle attività (soprattutto degli strumenti finanziari). V. al riguardo STRAMPELLI, *Gli IAS/IFRS dopo la crisi: alla ricerca dell'equilibrio tra regole contabili non prudenziali e tutela della stabilità patrimoniale della società*, in *Riv. soc.*, 2010, 395 ss.; BIANCHI, *Riflessioni su fair value e dintorni*, in *Bilanci, operazioni straordinarie e governo dell'impresa*, di L.A. Bianchi, Milano, Egea, 2013, 181 ss., il quale osserva che «in condizioni di illiquidità e di elevata volatilità dei mercati, i corsi azionari non rappresentano infatti un adeguato parametro valutativo» e da ciò ne consegue che «in simili condizioni di mercato, il *fair value* non costituisce un adeguato criterio di valutazione soprattutto per le attività finanziarie che la società intende mantenere durevolmente nel proprio patrimonio». L'A. spiega, inoltre, che le "colpe" attribuite al *fair value* rispetto alla recente crisi dei mercati finanziari discendono dal fatto che «imponendo l'iscrizione in bilancio delle attività – e in particolare degli strumenti e dei derivati finanziari – ai valori di mercato, detto criterio riflette direttamente – assai più di quanto si verifica con il criterio del costo, dato che l'obbligo di svalutazione di un'attività iscritta in base a tale criterio sussiste solo in caso di perdite di valore durevoli ex art. 2426, comma 1, n. 3, c.c. – perdite di valore delle attività, anche se non permanenti o non durevoli». In particolare, l'A. osserva che «poiché, d'altro canto, gli intangibili e l'avviamento – ossia poste che hanno assunto grandissima rilevanza nei bilanci degli ultimi anni – devono passare per il vaglio dell'*impairment test* e venire svalutati nel caso di perdite di valore (si veda lo IAS 36), la crisi dei mercati si è abbattuta (rovinosamente) sulla valorizzazione delle imprese, dato che il valore di questa tipologia di asset aziendali si fonda sulla loro capacità prospettica di generazione di flussi positivi di reddito e di cassa, i quali si sono drasticamente ridotti a seguito della crisi». E' stato, altresì rilevato che l'utilizzo del criterio del *fair value* può incidere negativamente sull'applicazione degli artt. 2446-2447 c.c. determinando il superamento del limite di un terzo delle perdite che fa scattare i meccanismi previsti dalle norme citate per effetto della registrazione di minusvalenze soltanto stimate e non certe, potendo, per tale via, determinare persino lo scioglimento di società: in questo senso v. per tutti: SACCHI, *Capitale sociale, cit.*, 941 ss.

chiamati a operare il controllo sulla valutazione previsto nel nuovo sistema. Un'interpretazione letterale della norma potrebbe, infatti, condurre a risultati inefficienti e impone di ricercare soluzioni ermeneutiche in grado di arginare il rischio di inadeguatezza insito nel sistema - così come delineato dal legislatore - e di fornire idonee garanzie circa l'integrità del capitale sociale.

Si potrebbe, inoltre, ritenere imprescindibile un'interpretazione costituzionalmente orientata della disciplina in esame secondo cui, ai sensi dell'art. 3 Cost., ogni sistema di valutazione dei conferimenti in natura (considerata l'identità di fattispecie e di interessi protetti) deve fornire una tutela equivalente<sup>168</sup>.

Il fatto che il criterio alternativo del valore contabile di bilancio sia adottabile su scelta dei soci (o degli amministratori se in fase di aumento di capitale) non incide, infatti, su tale conclusione, poiché la funzione della valutazione del conferimento in natura - come si è visto nella prima parte di questo capitolo - non è limitata alla tutela degli interessi del socio conferente (o comunque dei soci in generale<sup>169</sup>), ma si estende anche (e soprattutto) a quelli dei creditori e dei terzi, rispetto ai quali deve essere garantita una tutela equivalente a prescindere dal sistema di valutazione del conferimento prescelto dalle parti del negozio<sup>170</sup>.

---

<sup>168</sup> In termini analoghi OLIVIERI, *I sistemi, cit.*, 238, secondo cui «al pari della stima prevista dall'art. 2343 c.c., anche i sistemi alternativi di cui si discute dovrebbero consentire una valoristicamente esatta formazione del capitale sociale, evitando sopravvalutazioni delle azioni emesse a fronte del conferimento in natura che potrebbero danneggiare i creditori e gli altri soci».

<sup>169</sup> Ai quali, tra l'altro, è riservato il diritto di richiedere che si proceda ai sensi dell'art. 2343 c.c.

<sup>170</sup> Così anche OLIVIERI, *I sistemi, cit.*, 238, il quale afferma che «le diverse metodologie di calcolo [del valore del conferimento in natura] sono tra loro fungibili ed applicabili, in principio a tutti i beni conferibili diversi dal denaro» ne consegue che «non sarebbe coerente ammettere che il valore da attribuire ad un determinato apporto in natura (si pensi, ad esempio, alle azioni di una società quotata in borsa) possa mutare in funzione del diverso sistema di valutazione prescelto dal socio». Analogamente STRAMPELLI, *I regimi alternativi, cit.*, 215 che evidenzia come « il fine e la funzione del procedimento di stima dei conferimenti in natura non possono variare a seconda della modalità valutativa prescelta: non può perciò dubitarsi che il valore effettivo del conferimento debba “emergere” anche là dove si faccia ricorso ai regimi di cui all'art. 2343 ter c.c.».

Se, dunque, il sistema ordinario disciplinato dall'art. 2343 c.c. si fonda sulla previsione di una tutela *ex ante* generalmente efficace (attraverso la valutazione effettuata dall'esperto nominato dal tribunale, terzo ed indipendente) completata, in ogni caso, da una tutela *ex post* (attraverso il controllo sulla valutazione da parte degli amministratori ai sensi del comma terzo della disposizione citata, che opera sempre, a prescindere dal ricorrere di requisiti opinabili, come quelli, invece, previsti dall'art. 2343-*quater* c.c. e può condurre anche alla revisione della stima), in base all'interpretazione proposta, ne consegue che anche il sistema speciale disciplinato dagli artt. 2343-*ter* e 2343-*quater* c.c. deve in linea di principio garantire il medesimo risultato.

Esso, peraltro, come già evidenziato, presenta un criterio (quello del valore contabile di bilancio) che non garantisce una tutela *ex ante* equivalente a quella fornita dall'art. 2343 c.c., soprattutto ove applicato con riferimento a valutazioni effettuate alla stregua dei principi contabili internazionali (e magari incorporanti una riserva da *fair value*, su cui *infra* capitolo III), e dovrebbe, pertanto, necessariamente presentare (almeno) un sistema di tutele *ex post* in grado di colmare tale discrepanza, mostrandosi, quindi, più stringente di quello previsto dal comma terzo dell'art. 2343 c.c.

In considerazioni di tali preoccupazioni, la dottrina ha già individuato delle soluzioni alternative che suggeriscono un rafforzamento dei controlli successivi: (i) insistendo sul generale obbligo dell'organo amministrativo di garantire l'integrità del capitale sociale e di fornire una rappresentazione veritiera e corretta del valore dei beni che lo compongono nel bilancio di esercizio, dal quale conseguirebbe il dovere per lo stesso di evidenziare eventuali minusvalenze del bene conferito, eventualmente anche riducendo corrispondentemente il capitale sociale<sup>171</sup>; (ii) valorizzando il contenuto e gli effetti della dichiarazione

---

<sup>171</sup> In questo senso SALAMONE, *Le verifiche*, cit., §§ 2.1 e 3.3, il quale afferma altresì che «attraverso il vittorioso esercizio dell'azione sociale di responsabilità (ex art. 2392, comma 2, c.c.) è ribaltata sugli amministratori, a titolo di obbligazione di risarcimento del danno, qualora ne ricorrano i presupposti, la *Differenzhaftung* per il valore mancante nel caso di sopravvalutazione del conferimento secondo i criteri dell'art. 2343-*ter* c.c.». L'A. precisa, inoltre, che quando l'organo amministrativo, nell'espletamento della verifica prevista dall'art. 2343-*quater* c.c., ritenga sussistente un disallineamento "non sensibile" (e, quindi, inidoneo a far

resa dagli amministratori ai sensi dell'art. 2343-*quater*, co. 3, c.c. e la loro facoltà di rifiutarsi di effettuare la dichiarazione (con cui attestano – sotto loro responsabilità – che il valore assegnato al conferimento è almeno pari a quello ad esso attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo) quando non la ritengano corretta e conforme a legge<sup>172</sup>; o, infine, (iii) suggerendo una applicazione del co. 3 dell'art. 2343 c.c. in tema di revisione della stima ad integrazione del sistema alternativo delineato dagli artt. 2343-*ter* e *quater* c.c., a prescindere dal ricorrere dei requisiti previsti dalla seconda di tali norme e, quindi, in aggiunta alla verifica operata dagli amministratori in forza di essa<sup>173</sup>.

Evidenziata, dunque, la necessità di adottare l'una o l'altra soluzione proposta al fine di rendere più efficace i controlli *ex post* su cui si sono già espressi autorevoli Autori, in questa sede (nei prossimi capitoli), ci si concentrerà, invece, sul tentativo di individuare una ricostruzione del criterio del valore contabile di bilancio in grado di attenuare i pericoli di inattendibilità insiti nello stesso, anche

---

scattare la procedura ordinaria), l'eventuale minusvalenza riscontrata andrebbe trattata ai sensi degli artt. 2446-2447 c.c. Per una critica a tale ricostruzione v. OLIVIERI, *I sistemi*, cit., 242 s., il quale osserva che siffatta soluzione, anzitutto, in linea generale, «comporrebbe – come ammette la citata dottrina – uno slittamento della tutela dell'integrità del capitale verso l'area della responsabilità degli amministratori»; in secondo luogo, «l'eventuale riduzione del capitale causata dalla minusvalenza del conferimento in natura, a differenza di quella prevista dall'art. 2343, comma 3°, c.c., non riguarderebbe soltanto le azioni del socio conferente ma graverebbe indistintamente anche su quelle degli altri soci» e, infine, potendo comportare una riduzione del capitale sociale solo al ricorrere delle condizioni previste dall'art. 2446 c.c. «resterebbero pertanto prive di rimedi tutte le ipotesi in cui la differenza accertata, pur grave, non dovesse eccedere il terzo del capitale sociale».

<sup>172</sup> In tal senso NOTARI, *Il regime*, cit., 100 ss. Per un apprezzamento di tale ricostruzione v. OLIVIERI, *I sistemi*, cit., 245.

<sup>173</sup> Così FERRI JR., *La nuova disciplina*, cit., 255 ss., la cui interpretazione – come si è già avuto modo di evidenziare – pare ostacolata dal tenore letterale dell'art. 2343-*quater* c.c., che subordina l'obbligo per gli amministratori di procedere al controllo *ex art.* 2343 c.c. solo al verificarsi di determinati requisiti, imponendone in tal caso un richiamo generale. Per una più ampia ed attenta critica a tale ricostruzione v. OLIVIERI, *I sistemi*, cit., 243 s., che, oltre a rilevare la sua difficile compatibilità con il diritto positivo, ne attribuisce «dubbia utilità sul piano pratico» in quanto «sarebbe piuttosto singolare (e certamente poco coerente con un principio di economicità dei mezzi giuridici) se questi ultimi, dopo aver affermato, fra l'altro, che il valore del conferimento “è almeno pari a quello loro attribuito ai fini della determinazione del capitale” e che nel frattempo “non sono intervenuti fatti eccezionali o rilevanti che incidono sulla valutazione” dei beni conferiti, procedessero subito dopo ad una revisione di tale valore ai sensi dell'art. 2343, commi 3° e 4°, c.c.».



alla luce delle soluzioni individuate da altri legislatori (e dalla dottrina straniera)  
nel contesto dell'Unione europea in recepimento della direttiva 2006/68/CE.



## CAPITOLO II

### LE SOLUZIONI ADOTTATE IN ALTRI PAESI EUROPEI

**SOMMARIO:** 1. - Premessa: le ragioni di un'analisi comparativa delle scelte operate dai singoli legislatori nazionali in ambito europeo. 2. - L'evoluzione del diritto contabile e l'adozione dei principi contabili internazionali negli Stati membri. 3. - L'adozione parziale della direttiva 2006/68/CE. 3.1. - La Germania. 3.1.1. - Il contesto in cui si sviluppa il provvedimento di adozione della Direttiva. 3.1.2 - La disciplina tedesca di adozione della direttiva 2006/68/CE. 3.1.3. - La mancata introduzione del criterio del valore contabile di bilancio. 3.2. - La Spagna. 3.2.1. - Il contesto in cui si innesta la trasposizione della Direttiva e le linee guida adottate. 3.2.2. - La disciplina spagnola di attuazione della Direttiva. 3.2.3. - Le ragioni dell'esclusione del criterio del valore contabile di bilancio. 4. - L'adozione integrale della direttiva 2006/68/CE. 4.1. - Il Belgio e la scelta del concetto atecnico di valore di mercato ("*in het Waarde Economisch verkeer*"). 4.2. - Il Lussemburgo e l'applicazione del criterio del valore contabile di bilancio secondo la prassi notarile. 5. - Altri Paesi che hanno adottato il criterio del valore contabile di bilancio: Grecia, Polonia e Lituania. 6. - Risultato dell'analisi e riflessi sulla soluzione adottata dal legislatore italiano.

#### **1. – Premessa: le ragioni di un'analisi comparativa delle scelte operate dai singoli legislatori nazionali in ambito europeo.**

Dopo aver succintamente analizzato l'attuale quadro normativo in punto di criteri di valutazione dei conferimenti diversi dal denaro del nostro Paese e aver approfondito il contesto, anche storicamente definito, nel quale esso si innesta, appare opportuno proporre una comparazione con la trasposizione che della direttiva 2006/68/CE è stata data in ambito europeo.

In generale, è noto che questo tipo di provvedimento normativo non sempre agisce allo stesso modo, pur nella sua funzione di armonizzazione delle legislazioni nazionali all'interno dell'Unione europea.

In alcuni casi, fornisce uno stretto quadro di riferimento per i legislatori nazionali e finisce per funzionare, in pratica, come se fosse un regolamento, nell'obiettivo di conseguire, in tal modo, una maggiore uniformità nell'applicazione del diritto europeo.

Altre volte, essa stabilisce, invece, solo un livello minimo di armonizzazione, oltre il quale i legislatori nazionali sono liberi di fissare le proprie discipline e politiche interne.

La Seconda direttiva (fin dalle sue origini) è strutturata secondo quest'ultimo modello; essa, infatti, stabilisce solo le norme minime sulle quali è consentito ai legislatori nazionali di impostare la propria rispettiva disciplina nel modo da essi ritenuto più opportuno. Questa medesima impostazione caratterizza anche la sua riforma del 2006, che lascia ampi margini di discrezionalità agli Stati membri nella sua adozione, offrendo persino percorsi alternativi che possono essere seguiti.

Nonostante questa fu una opzione presa negli anni '70 - quando fu emanata la Seconda direttiva - si tratta di una soluzione che attualmente può essere considerata moderna, accompagnata anche dalla evoluzione della giurisprudenza della Corte di Giustizia, che, partendo dal caso Centros del 1999, ha consacrato la possibilità di scegliere la disciplina societaria dello Stato Membro più favorevole, a prescindere dall'ordinamento giuridico in cui la società poi concretamente opera<sup>174</sup>.

---

<sup>174</sup> Sentenza della Corte del 9 marzo 1999 - Centros Led contro Erhvervs- og Selskabsstyrelsen - Domanda di pronuncia pregiudiziale: Højesteret -Danimarca. - Libertà di stabilimento - Stabilimento di una succursale di una società senza un'attività effettiva - Elusione del diritto nazionale - Rifiuto di registrazione - Causa C-212/97, in cui la Corte afferma: «*It is hence within the exclusive domain of national laws of Member State to establish and determine prerequisites, conditions and procedures upon which companies or firms are considered to have been formed and to validly continue to exist. (...) Thus, the Treaty provisions on the right of establishment require EC Member States to recognize as mere faits accomplis both the rules on company formation of other Member States and the entities resulting thereof*». Con la pronuncia in esame, la Corte di Giustizia europea ha negato la facoltà agli Stati Membri di rifiutare la registrazione di una succursale di una società costituita in conformità alla legislazione di un altro Stato Membro nel quale essa ha la sede senza svolgere attività commerciali, quando la succursale ha lo scopo di consentire alla società di cui si tratta di svolgere l'intera sua attività nello Stato Membro nel quale la stessa succursale è istituita (cd. stabilimento secondario). Con ciò si permette di evitare la costituzione di una nuova società nello Stato di destinazione, con il rischio però di elusione di norme, relative alla costituzione delle società, più severe in materia, ad esempio, di capitale sociale minimo. In altre parole, con tale pronuncia è stato riconosciuto alle società il diritto di separare il regime della sede legale da quello della sede effettiva e di stabilire quest'ultima anche in Stati Membri la cui legislazione societaria riconosce la sede effettiva come un requisito essenziale della costituzione in quel paese, con la conseguenza che ogni società può scegliere il regime legale che ritiene più confacente alla propria organizzazione interna e

Ciò peraltro non è un meccanismo privo di ripercussioni negative, ponendosi, infatti, in conflitto con l'obiettivo dell'armonizzazione delle legislazioni degli Stati membri e la creazione di un diritto societario europeo<sup>175</sup>, che garantisca in tutta l'Unione europea una tutela equivalente agli azionisti, ai creditori e alle altre parti interessate su cui ricadono gli effetti dell'attività della società<sup>176</sup>.

---

costituirsi nello Stato Membro prescelto, anche quando svolge interamente la propria attività in un altro Stato Membro, senza che quest'ultimo possa imporre l'applicazione della propria disciplina interna di diritto societario. Le conclusioni della sentenza *Centros* sono state confermate dalla Corte anche in successive pronunce: (i) nella sentenza *Überseering* del 2002 (Caso C-208/00 *Überseering BV vs Nordic Construction Company Baumanagement GmbH*), nella quale la Corte ha sanzionato il mancato riconoscimento da parte della Germania di una società incorporata secondo il diritto dei Paesi Bassi ed avente la propria sede reale in Germania; (ii) nella sentenza *Inspire Art* (Corte 30 settembre 2003, in causa C-167/01, *Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam c. Inspire Art Ltd*) e (iii) nella sentenza *Cartesio* (Sentenza della Corte del 16 dicembre 2008, in causa C-210/06, *Cartesio Oktató és Szolgáltató bt*). In dottrina su tali pronunce e sui loro effetti nella materia del diritto societario v., tra gli altri, in ordine cronologico: DELLA CHÁ, *Companies, right of establishment and the Centros judgement of the European Court of Justice*, in *Dir. comm. int.*, 2000, 925 ss.; MUCCIARELLI, *Libertà di stabilimento societaria e concorrenza tra ordinamenti societari*, in *Giur. comm.*, 2000, II, 559 ss.; PERRONE, *Dalla libertà di stabilimento alla competizione tra ordinamenti? Riflessioni sul «caso Centros»*, in *Riv. soc.*, 2001, 1295 ss.; BALLARINO, *Sulla mobilità delle società nella Comunità Europea. Da Daily Mail a Überseering: norme imperative, norme di conflitto e libertà comunitarie*, in *Riv. soc.*, 2003, 670 ss.; LOMBARDO, *La libertà comunitaria di stabilimento delle società dopo il «caso Überseering»: tra armonizzazione e concorrenza fra ordinamenti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, 464 ss.; VENTORUZZO, *Experiments in Comparative Corporate Law: the Recent Italian Reform and the Dubious Virtues of a Market for Rules in the Absence of Effective Regulatory Competition*, in *Nuovo diritto societario e analisi economica del diritto*, a cura di Ventoruzzo, Milano, Egea, 2005, 165 ss. (in particolare, 169 e 206 ss.); ENRIQUES-GARGANTINI, *Op. cit.*, 326 ss. (in particolare, 339 ss.); PORTALE, *Il diritto societario tra diritto comparato e diritto straniero*, in *Riv. soc.*, 2013, 325 ss.

<sup>175</sup> L'armonizzazione e il coordinamento del diritto societario dei diversi Stati membri sono perseguiti attraverso la legislazione secondaria dell'Unione Europea e si fondano sul contenuto dell'art. 50, lett. g) del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, il quale stabilisce che allo scopo di realizzare piena libertà di stabilimento con riguardo ad una particolare attività, il Consiglio (...) agirà mediante l'adozione di direttive (...) «coordinando, nella necessaria misura e al fine di renderle equivalenti, le garanzie che sono richieste, negli Stati membri, alle società a mente dell'articolo 54, secondo comma, per proteggere gli interessi tanto dei soci come dei terzi».

<sup>176</sup> Per effetto dell'attività di "forum shopping" che si viene a creare anche nella materia societaria, in dottrina si è parlato di "armonizzazione negativa", intesa come il fenomeno «di disapplicazione del diritto societario nazionale nei confronti di soggetti che esercitino la propria libertà di stabilimento, in contrapposizione all'armonizzazione "positiva", la quale consiste nel ravvicinamento delle legislazioni su particolari aspetti del diritto societario,

Pur riconoscendo che tale discrezionalità permette di contemperare le diverse tradizioni dei paesi europei, può rappresentare, però, un ostacolo rispetto agli obiettivi della confrontabilità e dell'armonizzazione delle discipline nella materia in esame. La scelta di strutturare la Direttiva come opzionale accresce, infatti, come è stato osservato, «la «disarmonizzazione» delle legislazioni nazionali nel settore dei conferimenti in natura<sup>177</sup>.

Tale timore è confermato dal fatto che in alcuni dei paesi dell'Unione europea<sup>178</sup> ad oggi non si è ancora provveduto alla adozione del regime speciale di valutazione dei conferimenti non in denaro e, pure i Paesi che, invece, hanno optato per l'introduzione di tale disciplina<sup>179</sup> - facendo utilizzo degli ampi margini di libertà offerti dalla riforma della Seconda direttiva - hanno effettuato tra loro scelte differenti, a volte dando integrale attuazione alla stessa (tra cui, ad esempio, oltre all'Italia, anche il Belgio e il Lussemburgo), altre volte riconoscendo all'interno del proprio ordinamento solo parte delle disposizioni previste nella Direttiva (come avvenuto in Germania e in Spagna).

---

mediante direttiva o regolamento»: così ENRIQUES-GARGANTINI, *Op. cit.*, 347, dove ulteriori riferimenti.

<sup>177</sup> PORTALE, *Le nuove norme, cit.*, 18.

<sup>178</sup> Tra cui Francia, Austria, Portogallo e Inghilterra (Paese, quest'ultimo dove, con il *Companies (Share Capital and Acquisition by Company of its Own Shares) Regulations 2009*, pubblicato su *Her Majesty's Stationery Office (HMSO)*, Numero: 2009/2022 ed entrato in vigore il 1° ottobre 2009, è stata data attuazione in quest'ultimo paese solo alla parte della direttiva 2006/68/CE relativa alle materie diverse da quella dei conferimenti in natura. E' stato eliminato il limite massimo previsto per l'acquisto di azioni proprie e prolungato la durata dell'autorizzazione all'acquisto).

<sup>179</sup> Risulta introdotta, come vedremo più approfonditamente *infra*, oltre che in Italia, in Germania, Spagna, Belgio, Lussemburgo, Grecia, Polonia, Lituania ed Estonia (in quest'ultimo Paese, peraltro, l'unico criterio introdotto è quello relativo al conferimento di valori mobiliari e strumenti del mercato del prezzo medio ponderato degli ultimi tre mesi di quotazione: v. la modifica al Codice del Commercio, con l'introduzione accanto ai §§ 143 e 249 dei §§ 143 (1) – norma successivamente modificata con il provvedimento RT I 2010, 77, 589 – entrato in vigore il 01.01.2011 – e 249 (1) avvenuta con il provvedimento *Äriseadustiku ja Euroopa Liidu Nõukogu Määruse (EÜ) nr 2157/2001 «Euroopa Äriühingu (SE) Põhikirja Kohta» Rakendamise Seaduse Muutmise Seadus* entrato in vigore il 21 aprile 2008. Per un commento della disciplina in lingua inglese cfr. VUTT, *Transformation of Legal Capital Rules in Estonia — Inevitability or Permanent Misunderstanding?*, consultato in data 25 agosto 2013 dal link <http://www.juridicainternational.eu/?id=12646>).

In questo capitolo si analizzeranno, quindi, le discipline di adozione dei principali Paesi europei e di quelli che, pur minori, hanno trasposto in legge nazionale anche il criterio del valore contabile di bilancio – oggetto della presente ricerca – al fine di verificare, da un lato, la diffusione di tale tecnica di valutazione alternativa nel territorio europeo e, dall'altro lato, le scelte operate dagli altri legislatori e dalla dottrina in tali ordinamenti, concentrando l'attenzione soprattutto sulla traduzione dell'espressione "valore equo" di cui al testo della direttiva 2006/68/CE.

Indagare le ragioni di tali scelte e lo stato del dibattito in altri ordinamenti rispetto alla previsione oggetto di disamina può, infatti, risultare un valido strumento d'interpretazione delle norme di diritto nazionale, nel momento in cui si presentino dubbi o lacune, oppure quando occorre sostenere una soluzione alla quale si era giunti precedentemente grazie all'utilizzo dei mezzi interpretativi tradizionali<sup>180</sup>. Come si vedrà, infatti, il dato comparatistico risulterà fondamentale per evidenziare l'erroneità di una interpretazione quando questa possa trovare applicazione solo in alcuni ordinamenti giuridici e non nella maggior parte, in conseguenza di scelte legislative, tra l'altro persino criticate, quale quella di estendere l'applicazione dei principi contabili internazionali al bilancio di esercizio (su cui *infra*)<sup>181</sup>.

E', al riguardo, opportuno considerare che «l'interprete nazionale deve prestare attenzione a come le direttive sono state attuate nei vari stati, in modo da assicurare il ravvicinamento delle legislazioni»<sup>182</sup>.

---

<sup>180</sup> Cfr. PORTALE, *Il diritto societario, cit.*, § 2.1, il quale riconosce nell'analisi comparatistica uno «strumento per l'interpretazione e la ricostruzione del diritto interno, specialmente, in relazione agli istituti trapiantati da altri sistemi, ma anche per colmare lacune». L'A. ricorda che è diffusa l'opinione secondo cui «il ricorso all'interpretazione analogica – a differenza di quanto accade per il criterio residuale del ricorso ai principi generali dell'ordinamento giuridico – non è vincolato alle sole norme che compongono l'ordinamento giuridico dello Stato» e può, quindi, riguardare anche norme elaborate da legislatori stranieri. Ritiene, inoltre, superato il sistema delle fonti elencate nell'art. 1 delle Preleggi, per effetto del sopraggiungere di nuove fonti, tra cui occorre far rientrare anche il "diritto transnazionale".

<sup>181</sup> Sul punto si rinvia al successivo punto 2 del presente capitolo.

<sup>182</sup> PORTALE, *Le nuove norme, cit.*, 22. Nello stesso senso anche WEIGMANN, *L'interpretazione del diritto societario armonizzato nella Unione Europea*, in *Contr. e impr.*, 1996, 499; LUMINOSO, *Fonti comunitarie, fonti internazionali, fonti nazionali e regole di interpretazione*, in *Contr. e impr.*, 2009,

Nel periodo storico in cui viviamo, infatti, è imprescindibile superare la visione territoriale e locale del diritto per abbracciare quella comparatistica<sup>183</sup>, che arricchisce la quantità di soluzioni possibili, offrendo allo studioso l'opportunità di trovare conclusioni migliori e più ponderate, al fine dell'unificazione e armonizzazione degli ordini giuridici in un ordinamento più ampio quale quello europeo.

In quest'ottica, dunque, l'analisi comparativa non funge solo da strumento per lo studioso, ma i suoi risultati devono essere presi in considerazione anche dal legislatore, al fine di raffinare la qualità della legislazione. Infatti, quando tale analisi indica come un determinato problema sia stato risolto all'estero, è importante valutare la possibilità di recepire tale soluzione anche se si tratta di una regola di elaborazione straniera (non per questo non accettabile anche in altro ordinamento), considerato che le finalità di una determinata disciplina possono essere meglio perseguite adottando le scelte effettuate nel modello straniero.

Ancora, un tale studio può costituire un interessante osservatorio per valutare se l'impostazione prescelta dal legislatore europeo negli anni '70 - e confermata anche nel 2006 - corrisponde ad una opzione adeguata di politica del diritto, considerato che così si rischia di creare spazio per forme di concorrenza

---

674, nt. 54 e secondo il quale (660) «l'innesto del tessuto dell'ordinamento nazionale di normative di derivazione comunitaria impone di rivedere la teoria delle fonti e le tecniche di interpretazione e di applicazione anche delle norme "interne"».

<sup>183</sup> Uno dei Paesi dove il diritto comparato riceve grande rilevanza è la Germania, in cui già dalla metà del XIX secolo il legislatore si avvale di lavori preparatori comparatistici per l'elaborazione di un diritto commerciale unitario (nonché per l'unificazione di altri settori del diritto, tra cui anche il diritto fallimentare e il diritto civile). In tale occasione, infatti, il legislatore tedesco non si limitò a considerare solo il diritto interno particolare, ma tenne conto anche del diritto olandese, svizzero e austriaco e da tale momento storico, considerazioni e studi comparatistici hanno sempre trovato grande spazio nella ricerca giuridica e anche nella giurisprudenza tedesca. Più in generale, sull'importanza del ruolo dell'analisi comparatistica nel diritto societario in dottrina, tra gli altri, v. PORTALE, *Lezioni di diritto privato comparato*, seconda edizione, Torino, 2007, 1 ss.; ID., «Armonizzazione», *cit.*, XIV s.; ID., *Società a responsabilità, cit.*, 1237; MIOLA, *Legal Capital and Limited Liability Company: The European Perspective*, in *ECFR*, 2005, 413 ss.; ENRIQUES-MACEY, *Creditors versus, cit.*, 1165. Per la dottrina straniera: LUTTER, *Kapital, Sicherung, cit.*, 251 ss. (sulla materia dei conferimenti in natura in particolare); ANDENAS-WOOLDRIDGE, *European Comparative Corporate Law*, Cambridge University Press, 2009; PISTOR (et al), *The Evaluation of Corporate Law: a Cross Country Perspective*, 23 U. Pa. J. Int'l Econ L. 791, 2002, 791 ss.



“disuguale” all’interno del territorio europeo, che, come è stato affermato, rischia di generare una sorta di “effetto Delaware” alla europea<sup>184</sup>.

L’indagine comparatistica che segue si dimostra, infine, particolarmente importante quando è rivolta all’ambito europeo, alla luce del principio del primato del diritto dell’Unione europea<sup>185</sup> affermato dalla Corte di Giustizia europea e recepito ormai anche dalla nostra Corte Costituzionale<sup>186</sup>.

## **2. – L’evoluzione del diritto contabile e l’adozione dei principi contabili internazionali negli Stati membri.**

Nell’effettuare l’analisi comparatistica occorre valutare non solo come i singoli Paesi – tra quelli che hanno dato attuazione alla direttiva 2006/68/CE – hanno tradotto in legge i dettami del legislatore europeo, ma anche il contesto in cui essi si sviluppano e le opzioni che in tali ordinamenti possono profilarsi in

---

<sup>184</sup> In questi termini VELASCO SAN PEDRO, *La adaptación del Derecho Español a la reforma de 2006 de la Segunda Directiva sobre la constitución y el capital de la sociedad anónima*, in *Revista de Derecho de Sociedades*, 2008, 123, nt. n. 38, secondo cui «*El problema fundamental es que la competencia entre legislaciones acabe generando, para atraer sociedades al propio ordenamiento, una especie de subasta a la baja en cuanto a garantías y derechos de socios y terceros, en una suerte de efecto Delaware a la europea*». Cfr. Al riguardo anche ENRIQUES-GARGANTINI, *Op. cit.*, 351 s., i quali ritengono, invece, sia «remoto per le s.p.a., il rischio di un “effetto Delaware” anche nell’Unione europea» poichè secondo gli Autori si potrebbe al più sviluppare «una sorta di specializzazione tra gli ordinamenti in un contesto nel quale, ad esempio, alcuni paesi divengono più attraenti per società che intendano assegnare ai lavoratori dipendenti un ruolo nel governo societario e altri siano destinati ad essere preferiti da società più *shareholder-oriented*».

<sup>185</sup> Il principio del primato, che – pur non essendo contemplato nei trattati ed essendo stato, invece, introdotto dalla Corte di giustizia dell’Unione europea con la sentenza Costa contro Enel del 15 luglio 1964 (CGUE, 15.7.1964, causa C- 6/64, Costa) – è ormai ritenuto uno dei principi cardini del diritto europeo, determina la superiorità del diritto europeo rispetto ai diritti nazionali, garantendo così la protezione uniforme dei cittadini da parte del diritto europeo su tutto il territorio dell’UE. Per effetto di tale principio, se una norma nazionale risulta contraria a una disposizione europea, le autorità degli Stati membri sono tenute ad applicare la disposizione europea.

<sup>186</sup> Con la sentenza Frontini (Corte Cost., 27.12.1973, n. 183), la Corte inizia ad accogliere il principio del primato, confermando l’attitudine delle norme comunitarie a derogare alle norme nazionali con esse incompatibili, alla luce del disposto dell’art. 11 Cost. Successivamente, con la sentenza Granital (Corte Cost., 8.6.1984, n. 170), ribadito il primato del diritto dell’UE su quello interno, è stato, però, circoscritto alle materie di competenza comunitaria in base al Trattato.

punto di adozione delle previsioni contenute nel provvedimento normativo comunitario da trasporre.

E', infatti, necessario non solo accertare se la soluzione straniera considerata abbia dato buoni risultati nell'ordinamento originario, ma soprattutto se essa sia compatibile rispetto alla struttura e alle caratteristiche dell'ordinamento nazionale che vi si ispira.

Rispetto alla materia oggetto della presente ricerca – e, in particolare, rispetto al problema di definire a cosa abbia voluto riferirsi il legislatore europeo della Direttiva con il termine “valore equo” – rileva l'evoluzione del diritto contabile europeo e, più precisamente, la possibilità di utilizzare come criteri di riferimento per la redazione dei bilanci d'esercizio i principi contabili internazionali IAS/IFRS (alla stregua dei quali il concetto in esame assume una valenza tecnica precisa).

E', invero, opportuno anticipare sin d'ora che solo in quegli ordinamenti in cui si conoscono ed applicano tali principi l'interpretazione dell'espressione citata può risultare controversa, sussistendo l'alternativa tra una interpretazione condotta alla stregua degli *standard* internazionali oppure secondo i principi derivanti dalla IV Direttiva (e generalmente accettati e applicati nel singolo Stato membro).

Come noto, dal 1° gennaio 2005 tutte le società dell'Unione europea quotate hanno l'obbligo di redigere i propri bilanci consolidati in conformità agli *International Financial Reporting Standards* (IFRS) inclusi i Principi contabili internazionali (IAS)<sup>187</sup>, in forza del disposto del Regolamento CE n. 1606/02

---

<sup>187</sup> Il Principio contabile internazionale n. 1, infatti, definisce gli *International Financial Reporting Standard* (IFRS) come «i Principi e le Interpretazioni adottati dall'*International Accounting Standards Board* (IASB). Essi comprendono:

(a) gli *International Financial Reporting Standard*;

(b) gli *International Accounting Standard*; e

(c) le Interpretazioni emanate dall'*International Financial Reporting Interpretations Committee* (IFRIC) o dal precedente *Standing Interpretations Committee* (SIC)». L'articolo 3 del Regolamento n. 1606/02 prevede che l'adozione dei principi contabili internazionali sia subordinata in ogni caso alle decisioni della Commissione europea, contenuta nel successivo Regolamento n. 1725/03 che completa il contenuto del precedente Regolamento n. 1606/02 identificando i principi contabili internazionali (e le relative interpretazioni) che devono essere osservati nella redazione dei bilanci d'esercizio e consolidati.

(all'art. 4), d'immediata applicazione negli Stati membri. Tale provvedimento normativo si inquadra tra quelli sviluppati al fine di dar vita a un mercato comune fondato su un sistema contabile uniforme che sia il risultato del riavvicinamento delle legislazioni contabili nazionali<sup>188</sup>.

A norma dell'art. 5 dello stesso Regolamento, gli Stati membri possono prescrivere o autorizzare l'adozione degli IAS/IFRS da parte delle società quotate, anche con riguardo al bilancio d'esercizio. Inoltre, è riconosciuta ai legislatori nazionali la stessa facoltà con riferimento alle società non quotate, sia per il bilancio d'esercizio che per il bilancio consolidato<sup>189</sup>.

Il legislatore europeo, quindi, non ha imposto l'applicazione degli IAS/IFRS a tutti i bilanci e a tutte le società e ha lasciato che ciascuno degli Stati membri decida se applicare uniformemente tali principi a tutte (o ad alcune soltanto) le società non contemplate dall'art. 4.

Alcuni degli Stati membri hanno effettivamente sfruttato tali opzioni<sup>190</sup>: così l'Italia, dove, con il d.lgs. 28 febbraio 2005, n. 38 (in attuazione della delega conferita dal Governo per mezzo della legge comunitaria 31 ottobre 2003, n. 306), è stato reso obbligatorio l'utilizzo degli IAS: (i) per le società quotate, non solo in relazione al bilancio consolidato, ma anche a quello d'esercizio; (ii) per le società aventi strumenti finanziari diffusi presso il pubblico, in relazione al bilancio

---

<sup>188</sup> Considerato che ciò favorisce la comparabilità e la trasparenza delle informazioni economiche fornite dalle imprese e, quindi, migliora la qualità e l'utilità di tali informazioni per gli utilizzatori esterni. In questo senso v. il quarto e il quinto Considerando del Regolamento. V. al riguardo, tra gli altri, AMELIO-GAVANA-GAZZOLA (a cura di), *IAS/IFRS: gli schemi di bilancio. Stato Patrimoniale e Conto Economico secondo i principi contabili internazionali*, Padova, Cedam, 2014, 1 ss.

<sup>189</sup> L'art. 5 del regolamento 1606/2002 dispone infatti che «gli Stati membri possono consentire o prescrivere: a) alle società di cui all'articolo 4, di redigere i loro conti annuali; b) alle società diverse da quelle di cui all'articolo 4, di redigere i loro conti consolidati e/o i loro conti annuali, conformemente ai principi contabili internazionali adottati secondo la procedura di cui all'articolo 6, paragrafo 2».

<sup>190</sup> Alcuni dei Paesi dell'Unione Europea avevano già previsto per le imprese l'uso degli IFRS ancor prima dell'approvazione del Regolamento: in Austria, ad esempio, l'uso degli IFRS era già consentito per la redazione dei bilanci consolidati dal 1998; a Malta, dal 1995; in Lituania, dal 1997. E, benché fuori dall'Unione, anche in Svizzera dal 2005 la Borsa locale ha imposto che tutte le quotate, ad eccezione di banche e società estere, adottino o gli IFRS o i principi contabili statunitensi (US GAAP): cfr. al riguardo *l'Indagine PWC sulla diversa applicazione degli IAS/IFRS in Italia e nel Mondo*, pubblicata su *IAS/IFRS*, anno III (2007), 1.

d'esercizio e al consolidato; (iii) per le banche e gli intermediari finanziari sottoposti a vigilanza da parte della Banca d'Italia, per il bilancio d'esercizio e per il consolidato; (iv) per le imprese di assicurazione, in relazione al bilancio consolidato, mentre per quello d'esercizio nei soli casi in cui siano quotate e non siano tenute alla redazione del bilancio consolidato.

Il legislatore italiano ha, poi, previsto la facoltà di utilizzare gli IAS per le società non quotate, mentre l'ha esclusa - in conformità al Regolamento citato - per le società che possono redigere il bilancio in forma abbreviata secondo le indicazioni dell'art. 2435-*bis* c.c.<sup>191</sup>.

Tale quadro normativo, invece di rendere possibile l'obiettivo di uniformare l'informazione contabile delle società italiane con quelle di altri Paesi, ha di fatto aumentato le disarmonie e le difficoltà nel confronto dei bilanci, poiché - come è stato evidenziato - a seguito dell'entrata in vigore d.lgs. 28 febbraio 2005, n. 38 «qualche migliaio di società costituite in Italia redige i bilanci in base agli IAS, mentre qualche centinaio di migliaia continua - e continuerà - a redigerli secondo le norme del codice civile»<sup>192</sup>.

---

<sup>191</sup> La scelta di estendere l'ambito applicativo anche al bilancio di esercizio è stata commentata in dottrina secondo opinioni contrastanti. Una parte l'ha interpretata positivamente in base alla considerazione che un sistema biunivoco comporta oneri e disagi sia alle società che agli *stakeholder*; mentre secondo un altro orientamento, invece, ha criticato la scelta del legislatore italiano, ritenendo che non vi fosse necessità di estendere l'ambito applicativo degli IAS/IFRS oltre quanto imposto dal Regolamento 1606/2002, evidenziando le diverse finalità del bilancio d'esercizio rispetto a quello consolidato e i pericoli che una tale scelta crea sul piano della stabilità patrimoniale. Nel primo senso v., tra gli altri, SABATINI, *Il recepimento degli IAS in Italia*, in *IAS/IFRS. La modernizzazione del diritto contabile in Italia, Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, Giuffrè, 2007, 77; VERNA, *Il bilancio tra riforma delle società e introduzione dei principi contabili internazionali*, in *Riv. dott. comm.*, 2003, 513. Nel secondo senso, invece, cfr. SACCHI, *Capitale sociale*, cit., 1139 s.; STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori. L'effetto degli IAS/IFRS*, Torino, Giappichelli, 2009; ID., *Le riserve da fair value: profili di disciplina e riflessi sulla configurazione e la natura del patrimonio netto*, in *Riv. soc.*, 2006, 252 s.; GIUSSANI, *La compatibilità fra i principi contabili internazionali IAS/IFRS e quelli nazionali*, in *Riv. dott. comm.*, 2003, 540 ss.; TESSITORE, *Il bilancio di esercizio verso un sistema duale*, in *Riv. dott. comm.*, 2006, 225 ss. (e in particolare 245, 246, 249).

<sup>192</sup> COLOMBO, *I principi generali di redazione del bilancio*, in *Le modifiche della disciplina codicistica del bilancio di esercizio: il progetto OIC di attuazione delle direttive n. 51/2003 e 65/2001*, Atti del Convegno Roma, 21 giugno 2007, a cura di PROVASOLI - VERMIGLIO, Milano, Giuffrè, 2008, 32, il quale evidenzia come ne risulta pregiudicata la comparabilità dei bilanci se si considerano i «diversi valori patrimoniali - e i diversi risultati d'esercizio - che emergeranno dal bilancio di

Inoltre, come si vedrà meglio nel successivo capitolo, anche per le società che abbiano adottato i principi contabili internazionali, va considerato che ci sono diversi casi<sup>193</sup> in cui il principio del *fair value* costituisce solo un'alternativa facoltativa alla contabilità al costo storico, il che accresce ulteriormente il rischio di incomparabilità dei bilanci<sup>194</sup>.

La scelta del nostro legislatore non è stata, però, condivisa dai legislatori dei maggiori paesi dell'Unione europea<sup>195</sup>.

Le scelte di implementazione dei principi contabili internazionali sono state influenzate anzitutto dalle tradizioni contabili di ciascuno Stato membro. È noto, infatti, che gli IAS/IFRS sono norme orientate all'investitore e basate su principi simili a quelli dei sistemi contabili anglosassoni. Per questo i paesi anglosassoni hanno optato per consentire alle società non quotate di scegliere tra IFRS e GAAP locali, essendo le differenze tra i due standard relativamente limitate. Diversamente, i paesi caratterizzati da una disciplina contabile

---

un'impresa industriale che applica il *fair value* e da quello di un'impresa dello stesso settore che rimane vincolata al criterio del costo».

<sup>193</sup> A titolo esemplificativo, si possono indicare lo IAS 16, relativo a immobili, impianti e macchinari (ai sensi del quale, successivamente a quella iniziale da effettuarsi al costo, le rilevazioni successive possono essere effettuate sia al costo, al netto degli ammortamenti accumulati e delle eventuali perdite di valore accumulate, sia al *fair value*, al netto dei successivi ammortamenti accumulati e delle eventuali perdite di valore accumulate: v. §§ 15-31); lo IAS 38, relativo alle attività immateriali (secondo cui si può scegliere o il modello del costo o il modello della rivalutazione per ogni classe di attività: v. §§ 72 ss.); e lo IAS 40, relativo agli investimenti immobiliari (il quale lascia la scelta tra il principio del costo e quello del *fair value*: v. §§ 30 ss.).

<sup>194</sup> V. in questo senso GUGGIOLA, *IFRS Adoption In The E.U., Accounting Harmonization and Markets Efficiency: a Review*, in *International Business & Economics Research Journal* – December 2010, 101 ss.; ENRIQUES-GATTI, *EC Reforms of Corporate Governance and Capital Markets Law: Do They Tackle Insiders' Opportunism?*, in *Northwestern University School of Law Northwestern Journal of International Law & Business*, Fall., 2007, 3, i quali osservano che «with the fair value principle, companies are ultimately provided with a good degree of freedom in arbitraging between two valuation methodologies that may lead to different outcomes. This opportunity for creative accounting may increase agency problems, due to the possibly greater scope for earnings management».

<sup>195</sup> Le informazioni che seguono sono tratte dallo studio *Implementation of the IAS Regulation (1606/2002) in the EU and EEA*, pubblicato in data 7 febbraio 2012 e consultabile al link [http://ec.europa.eu/internal\\_market/accounting/docs/ias/ias-use-of-options\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/ias/ias-use-of-options_en.pdf), da cui è possibile avere un quadro completo dello stato di implementazione degli IAS/IFRS in ambito europeo. Per un'analisi della diffusione dei principi contabili internazionali all'interno dell'Unione europea v. anche GUGGIOLA, *Op. cit.*, 99 ss.

maggiormente sensibile alla protezione dei creditori, hanno preferito un approccio più cauto, spesso mantenendo i principi contabili locali almeno per il bilancio di esercizio. Nei paesi, invece, dotati di sistemi meno sofisticati e in cui è forte la necessità di migliorare la qualità dei dati finanziari (tra cui Bulgaria, Repubblica Ceca, Estonia, Lettonia e Lituania) l'implementazione degli IFRS è stata considerata un'occasione ed è, quindi, stata prevista anche oltre i bilanci contabili delle società quotate<sup>196</sup>.

Più analiticamente, tra gli Stati membri che hanno ritenuto di fare un uso in modo esteso delle opzioni attribuite dall'art. 5 del Regolamento 1606/2002 – analogamente all'Italia – prevedendo, quindi, l'obbligo per le società quotate di adottare gli IAS non solo al bilancio consolidato ma anche a quello di esercizio figurano soltanto: il Belgio (ma solo limitatamente alle società di investimenti immobiliari: "SICAFI/BEVAK"), la Bulgaria, Cipro, la Danimarca<sup>197</sup>, l'Estonia, la Grecia, la Lettonia, la Lituania, Malta, il Portogallo<sup>198</sup>, la Repubblica Ceca, la Romania<sup>199</sup> e la Slovacchia<sup>200</sup>.

Consentono, invece, alle società quotate, ma in termini di mera facoltà, di applicare alla redazione di entrambi i tipi di bilancio i principi contabili internazionali: la Danimarca, la Finlandia<sup>201</sup>, l'Irlanda, il Lussemburgo, i Paesi Bassi, la Polonia, il Portogallo, il Regno Unito, la Slovacchia<sup>202</sup> e la Slovenia. Per la Germania e l'Ungheria, in particolare, l'uso degli IAS per i bilanci di esercizio delle società quotate può avvenire solo in aggiunta ai principi contabili locali (cd. *local GAAP*).

Per quanto riguarda le società non quotate, hanno optato, analogamente all'Italia, per lasciare la facoltà di scelta circa l'adozione dei principi in discorso

---

<sup>196</sup> In questi termini anche GUGGIOLA, *Op. cit.*, 100.

<sup>197</sup> Ma solo alle società quotate che non redigono il bilancio consolidato.

<sup>198</sup> Solo quando il bilancio civilistico è l'unico bilancio pubblicato per il mercato. Inoltre le banche, gli altri istituti finanziari e le imprese di assicurazione che applicano i principi contabili locali (che sono coerenti con gli IAS/IFRS), devono fornire informazioni aggiuntive sui cambiamenti e gli impatti che deriverebbero dall'applicazione dei principi IAS/IFRS.

<sup>199</sup> Solo per gli istituti di credito.

<sup>200</sup> Solo per le società di pubblico interesse (tra cui banche, assicurazioni ecc.).

<sup>201</sup> Eccetto per le compagnie di assicurazione.

<sup>202</sup> Per le società non di pubblico interesse di cui *supra*.

anche in relazione ai bilanci d'esercizio: la Bulgaria<sup>203</sup>, la Danimarca, l'Estonia, la Finlandia<sup>204</sup>, la Grecia<sup>205</sup>, l'Irlanda<sup>206</sup>, la Lituania<sup>207</sup>, il Lussemburgo, Malta, i Paesi Bassi, la Polonia<sup>208</sup>, il Portogallo<sup>209</sup>, il Regno Unito<sup>210</sup>, la Slovacchia e la Slovenia<sup>211</sup>. Per la Germania e l'Ungheria, invece, l'uso degli IAS per i bilanci di esercizio può avvenire solo in aggiunta ai principi contabili locali.

Infine, è interessante osservare che – con un atteggiamento ancor più favorevole di quello dimostrato dal legislatore italiano all'implementazione di tali principi contabili – alcuni Paesi “minori” si sono spinti fino ad imporre l'obbligo di adottare gli IAS per la redazione dei bilanci annuali anche alle società non quotate (peraltro, nella maggior parte di essi, come si vedrà, solo in relazione a specifiche categorie di enti). Questi sono in particolare Cipro, la Bulgaria<sup>212</sup>, l'Estonia<sup>213</sup>, la Grecia<sup>214</sup>, la Lettonia<sup>215</sup>, la Lituania<sup>216</sup>, Malta<sup>217</sup>, la Romania<sup>218</sup>, la Slovacchia<sup>219</sup> e la Slovenia<sup>220</sup>.

---

<sup>203</sup> Solo per le piccole e medie imprese.

<sup>204</sup> Ma solo per le società i cui bilanci sono controllati da revisori certificati ed eccetto per le compagnie di assicurazione.

<sup>205</sup> Ma solo per le società i cui bilanci sono controllati da revisori certificati.

<sup>206</sup> Ma solo per le società senza scopo di lucro.

<sup>207</sup> Eccetto per le banche, gli altri istituti di credito e le compagnie di assicurazione.

<sup>208</sup> Per le società che hanno chiesto l'ammissione alla negoziazione pubblica e per le società la cui società madre redige il bilancio consolidato secondo gli IAS.

<sup>209</sup> Solo per le società all'interno del perimetro di consolidamento di un soggetto che applica gli IAS/IFRS e alle imprese di assicurazione non all'interno del perimetro di consolidamento. Gli enti creditizi e gli altri istituti finanziari sono esclusi.

<sup>210</sup> Eccetto per le società nel settore della beneficenza.

<sup>211</sup> Se deciso dall'assemblea dei soci e per un periodo minimo di 5 anni, ad eccezione delle banche e delle compagnie d'assicurazione.

<sup>212</sup> Solo per le società diverse dalle piccole e medie imprese e dalle società in liquidazione o in stato di insolvenza.

<sup>213</sup> Solo per le banche, gli altri istituti di credito e le compagnie di assicurazione.

<sup>214</sup> Solo per le banche e gli altri istituti di credito.

<sup>215</sup> Solo per le banche, gli altri istituti di credito e le compagnie di assicurazione.

<sup>216</sup> Solo per le banche e gli altri istituti di credito.

<sup>217</sup> Solo per le banche, altri istituti di credito, le compagnie di assicurazione e le società più grandi che rivestono un ruolo significativo nell'economia locale.

<sup>218</sup> Solo per gli istituti di credito.

<sup>219</sup> Solo per le società di pubblico interesse.

<sup>220</sup> Solo per le banche e le compagnie di assicurazione.

Tutto ciò testimonia l'esigenza di adottare un sistema di regole comuni che permetta l'armonizzazione dell'informazione economico-finanziaria nell'ambito del territorio europeo ma conferma, altresì, che a livello europeo i Paesi che non ci sono certamente secondi (quale, ad esempio, la Germania<sup>221</sup>) hanno adottato scelte più prudenti in punto di adozione dei principi contabili internazionali, a differenza del legislatore italiano.

Tale analisi permette, inoltre, di comprendere che solo in una parte degli Stati membri il criterio di valutazione del *fair value* iscritto nell'ultimo bilancio d'esercizio potrebbe essere ricostruito con la valenza tecnica che esso assume all'interno dei principi contabili internazionali e ciò dovrebbe essere, invece, escluso in tutti gli ordinamenti che non ammettono (o comunque non impongono) l'applicazione degli IAS/IFRS al bilancio individuale d'esercizio.

### **3. – L'adozione parziale della direttiva 2006/68/CE.**

Come si è già avuto modo di precisare, la direttiva 2006/68/CE ha lasciato liberi i legislatori nazionali nell'adozione delle previsioni nella stessa contenute con riferimento al sistema speciale di valutazione dei conferimenti in natura e tale libertà ha comportato che alcuni dei Paesi in cui la disciplina ha trovato il proprio riconoscimento interno sia stata adottata solo parzialmente, attraverso l'introduzione di alcune soltanto delle deroghe previste ai paragrafi 1, 2 e 3 dell'art. 10-*bis* della Seconda direttiva, come modificata<sup>222</sup>.

---

<sup>221</sup> Dove l'applicabilità di questi principi al bilancio di esercizio è stata criticata rispetto all'obiettivo della protezione dei creditori: v. DEUTSCHER BUNDESTAG: GESETZENTWURF DER BUNDESREGIERUNG-ENTWURF EINES GESETZES ZUR MODERNISIERUNG DES BILANZRECHTS (Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz—Bilmog) [BT] 16/12407; HAAKER, *The Future of European Creditor Protection and Capital Maintenance from a German Perspective*, consultabile al link seguente: [http://www.germanlawjournal.com/pdfs/Vol13-No6/PDF\\_Vol\\_13\\_No\\_06\\_637-658\\_Haaker%20FINAL.pdf](http://www.germanlawjournal.com/pdfs/Vol13-No6/PDF_Vol_13_No_06_637-658_Haaker%20FINAL.pdf).

<sup>222</sup> Oltre alla Germania e alla Spagna di cui si analizzerà *infra* la disciplina, hanno optato per una adozione parziale anche l'Estonia (che, come si è già indicato, ha introdotto solo il criterio del prezzo medio ponderato di quotazione per i valori mobiliari e gli strumenti del mercato) e la Lituania (che, come vedremo al § 5 - con la Legge n. XI-564, del 15 dicembre 2009, entrata in vigore il 3 gennaio 2010, consultabile sul sito ufficiale della Repubblica della Lituania al



Tra i Paesi più significativi per la materia in esame che hanno scelto di seguire tale modalità di recepimento si possono citare la Germania e la Spagna, dove il legislatore ha preferito adottare i criteri disciplinati ai paragrafi 1 e 2 dell'art. 10-*bis* della Seconda direttiva modificata e non, invece, quello di cui al § 3 relativo al criterio del valore contabile di bilancio.

Nei successivi paragrafi si procederà a un'analisi della disciplina introdotta in questi due ordinamenti e delle ragioni dell'esclusione del terzo criterio alternativo, da cui sarà possibile trarre alcune conclusioni utili per l'interpretazione (e la valutazione) delle scelte operate dal nostro legislatore rispetto al medesimo.

### **3.1. – La Germania.**

#### **3.1.1. – Il contesto in cui si sviluppa il provvedimento di adozione della direttiva 2006/68/CE.**

L'indagine comparativa delle scelte operate dai legislatori nazionali in merito alla disciplina della valutazione dei conferimenti in natura – strettamente correlata con la problematica dell'effettività e tutela del capitale sociale – non può non prendere le mosse dal sistema tedesco, sia per ragioni di carattere storico (si tratta del modello normativo in cui la difesa del capitale sociale ha da sempre assunto importanza centrale) sia perché gli insegnamenti della dottrina di questo Paese hanno, in un modo o in un altro, influenzato l'intero *corpus* giuridico degli altri ordinamenti su questa fattispecie.

La valutazione dei conferimenti in natura – come già analizzato nel primo capitolo del presente lavoro – è disciplinata nella legge sulle società per azioni ("AktG"), al § 33, il quale prevede un controllo preventivo del valore dell'apporto, richiedendo una doppia dichiarazione circa la sua adeguatezza nella relazione di

---

seguente link: <http://www3.lrs.lt> (Žin., 2009, Nr. 154-6945) - ha introdotto solo il criterio del valore contabile iscritto in bilancio).

costituzione (*Gründungsbericht*) predisposta dai fondatori<sup>223</sup>, seguita da una successiva relazione ad opera di un esperto nominato dal Tribunale o da un notaio<sup>224</sup> e coronato dalla verifica sulla corrispondenza del valore dei conferimenti al valore nominale delle azioni sottoscritte, ad opera del giudice<sup>225</sup>.

Tale sistema di controllo preventivo è stato ritenuto “cruciale” per i creditori, poiché permette loro di avere un’adeguata conoscenza del patrimonio iniziale della società, evitando, così, deficit d’informazione e superflui costi di

---

<sup>223</sup> La quale, come già visto nel primo capitolo, illustra i dettagli della costituzione e attesta l’adeguatezza dei conferimenti in natura. Cfr. § 32 AktG ai sensi del quale: «(1) Die Gründer haben einen schriftlichen Bericht über den Hergang der Gründung zu erstatten (Gründungsbericht).

(2) Im Gründungsbericht sind die wesentlichen Umstände darzulegen, von denen die Angemessenheit der Leistungen für Sacheinlagen oder Sachübernahmen abhängt. Dabei sind anzugeben

1. die vorausgegangenen Rechtsgeschäfte, die auf den Erwerb durch die Gesellschaft hingeeht haben;
2. die Anschaffungs- und Herstellungskosten aus den letzten beiden Jahren;
3. beim Übergang eines Unternehmens auf die Gesellschaft die Betriebserträge aus den letzten beiden Geschäftsjahren. [...]».

<sup>224</sup> Che sostituisce in alcuni casi – tra cui quello del conferimento in natura – la relazione redatta dagli organi sociali (*Vorstand* e *Aufsichtsrat*). Cfr. il § 33 AktG, n. 2: «(2) Außerdem hat eine Prüfung durch einen oder mehrere Prüfer (Gründungsprüfer) stattzufinden, wenn

1. ein Mitglied des Vorstands oder des Aufsichtsrats zu den Gründern gehört oder
2. bei der Gründung für Rechnung eines Mitglieds des Vorstands oder des Aufsichtsrats Aktien übernommen worden sind oder
3. ein Mitglied des Vorstands oder des Aufsichtsrats sich einen besonderen Vorteil oder für die Gründung oder ihre Vorbereitung eine Entschädigung oder Belohnung ausbedungen hat oder
4. eine Gründung mit Sacheinlagen oder Sachübernahmen vorliegt».

E al n. 3 si prevede in eventuale parziale deroga che: «(3) In den Fällen des Absatzes 2 Nr. 1 und 2 kann der beurkundende Notar (§ 23 Abs. 1 Satz 1) anstelle eines Gründungsprüfers die Prüfung im Auftrag der Gründer vornehmen; die Bestimmungen über die Gründungsprüfung finden sinnngemäße Anwendung. Nimmt nicht der Notar die Prüfung vor, so bestellt das Gericht die Gründungsprüfer. Gegen die Entscheidung ist die Beschwerde zulässig».

<sup>225</sup> In tal senso dispone il § 38 del AktG, che testualmente recita: «(1) Das Gericht hat zu prüfen, ob die Gesellschaft ordnungsgemäß errichtet und angemeldet ist. Ist dies nicht der Fall, so hat es die Eintragung abzulehnen. (2) Das Gericht kann die Eintragung auch ablehnen, wenn die Gründungsprüfer erklären oder es offensichtlich ist, daß der Gründungsbericht oder der Prüfungsbericht der Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats unrichtig oder unvollständig ist oder den gesetzlichen Vorschriften nicht entspricht. Gleiches gilt, wenn die Gründungsprüfer erklären oder das Gericht der Auffassung ist, daß der Wert der Sacheinlagen oder Sachübernahmen nicht unwesentlich hinter dem geringsten Ausgabebetrag der dafür zu gewährenden Aktien oder dem Wert der dafür zu gewährenden Leistungen zurückbleibt. [...]». Sull’ampiezza del sistema di controlli preventivo tedesco si è già detto nel capitolo precedente a cui si rinvia per maggiori riferimenti.

transazione. Si osserva<sup>226</sup>, infatti, che ove non vi fosse tale controllo esterno e superiore, i creditori dovrebbero ricercare ulteriori informazioni e sarebbero, quindi, costretti a sopportarne i relativi costi (salvo, peraltro, il caso dei creditori “forti”, in grado di sfruttare la propria forza contrattuale per trasferire tali costi sulla società).

La necessità di un controllo preventivo del valore viene poi giustificato in forza delle caratteristiche proprie dell’operazione di conferimento e delle sue differenze rispetto a quella della acquisizione di *asset* da parte della società<sup>227</sup>, dovute alla diversa configurazione degli interessi in gioco. Si osserva anzitutto che, nel caso di un normale negozio giuridico, gli interessi contrastanti delle parti contraenti fanno in modo che normalmente la prestazione e la controprestazione si equivalgano. Questo bilanciamento, che vale nel caso di normali affari di scambio, non caratterizza tipicamente il conferimento in natura, perché in questo caso colui che conferisce in natura e gli altri soci che conferiscono in denaro si pongono in conflitto di interessi, cercando il primo di ottenere la valutazione più alta possibile del bene che apporta alla società (sulla base del quale – tendenzialmente – si determina la misura della sua partecipazione) e preferendo, invece, gli altri una valutazione prudente onde scongiurare il rischio di sopravvalutazione (quindi, di attribuzione al socio conferente in natura di diritti maggiori a quelli che gli spetterebbero in base al valore effettivo del suo apporto). Si osserva, infatti, che l’acquisto di un bene in natura sopravvalutato comporta un “effetto leva”<sup>228</sup>, poiché l’investitore non solo “vende” alla società un bene a un prezzo eccessivo, ma continua anche a ricevere utili maggiori, in base al valore della propria quota di partecipazione (e non, invece, proporzionato al valore del bene in natura che ha apportato).

La dottrina tedesca ha, quindi, evidenziato l’efficacia del sistema delineato dal § 33 AktG che, essendo strutturato in chiave di protezione preventiva, ha

---

<sup>226</sup> V. in tal senso PENTZ – PRIESTER – SCHWANNA, *Raising Cash cit.*, 60, e nella versione in lingua tedesca *Bar- und Sachkapitalaufbringung, cit.*, 42 ss.

<sup>227</sup> Ritenute, invece, assimilabili da RICKFORD, *Reforming Capital, cit.*, 934 s.

<sup>228</sup> Testualmente “*einen leverage-Effekt*”: così PENTZ – PRIESTER – SCHWANNA, *Bar- und Sachkapitalaufbringung, cit.*, 71.

dimostrato nella pratica adeguata tutela sia per i soci sia per i creditori della società, prevenendo “vendite” di beni in natura alla società a prezzi eccessivi<sup>229</sup> (e ciò a differenza di quanto avvenuto in passato attraverso il meccanismo di controllo successivo, vigente precedentemente all’implementazione della Seconda direttiva, che si era dimostrato invece inefficiente<sup>230</sup>). Rispetto ai risultati conseguiti attraverso la disciplina previgente, la dottrina più conservatrice ha, quindi, sostenuto con forza l’efficacia del sistema di valutazione dei conferimenti in natura in vigore, rilevando che sin dalla sua attuazione, non vi è stata nessun fenomeno di formazione fraudolenta di società per azioni<sup>231</sup>.

Anche l’esperienza maturata rispetto alla società a responsabilità limitata tedesca (GmbH) ha confermato la bontà del sistema. Per tale struttura organizzativa, infatti, originariamente non era prevista una procedura di controllo preventiva ed esterna, né un regime di responsabilità rispetto al valore dei conferimenti in natura. Ciò in ragione del riconoscimento di una maggior libertà ai soci, considerato che normalmente la GmbH si caratterizza per una ristretta compagine sociale. Si confidava inoltre sul fatto che gli azionisti avrebbero assicurato alla società solo conferimenti in natura effettivamente necessari per il compimento dell’attività sociale, agendo anche nel loro interesse. Tale modello,

---

<sup>229</sup> In tal senso PENTZ – PRIESTER – SCHWANNA, *Raising Cash, cit.*, 60; HOMMELHOFF, in SCHUBERT/HOMMELHOFF, *100 Jahre moderns Aktienrecht, ZGR-Sonderheft 4*, 64 s.

<sup>230</sup> In particolare, è stato osservato che prima di adottare tale sistema preventivo, i casi di maggior abuso in Germania avevano riguardato la sopravvalutazione di conferimenti in natura; rischio, peraltro, tuttora presente nel sistema tedesco rispetto alle società di investimento che rivestono la forma giuridica di società di accomandita, oggetto di un'ondata di azioni giudiziarie. Queste società spesso acquisiscono *assets* altamente sopravvalutati (soprattutto beni immobili) dai fondatori. I co-fondatori e gli azionisti successivi acquistano le azioni nella convinzione che la società sia adeguatamente capitalizzata, mentre in realtà, i conferimenti versati (il cd. “prezzo di acquisto”) spesso non corrispondono all’effettiva consistenza del patrimonio sociale. La società viene liquidata dopo poco tempo e, nella norma, gli investimenti degli azionisti vanno completamente persi, perché il patrimonio societario è già stato sottratto dai fondatori che controllano la società. Rispetto a tali casi è evidente la necessità di una forma di controllo preventivo, quale quella dettata dal legislatore per gli apporti in natura, introdotto nella normativa sulle società per azioni proprio nell’ottica di questa pratica già nota da tempo. Per maggiori dettagli sulla prassi delle società di investimento tedesche v. PENTZ – PRIESTER – SCHWANNA, *Bar- und Sachkapitalaufbringung, cit.*, 71 s.

<sup>231</sup> V. PENTZ – PRIESTER – SCHWANNA, *Raising Cash, cit.*, 61.

tuttavia, aveva mostrato di essere inadeguato nella pratica, tanto che la GmbH è stata qualificata in dottrina come la forma tipica preferita per formazioni fittizie di società allo scopo di coprire frodi e speculazioni<sup>232</sup>. Si è, dunque, osservato che se il sistema di autocontrolli volontari si è rivelato nella prassi inefficiente in un tipo sociale per sua natura caratterizzato da un numero limitato di soci tra loro collegati da un forte rapporto fiduciario, tanto più lo sarebbe nelle società per azioni<sup>233</sup>.

Alla luce di tali osservazioni, si è quindi rilevato che le esperienze storiche (e quelle attuali relative alle società di investimento) documentano che dal punto di vista politico e della protezione degli azionisti un controllo preventivo prescritto per legge è da preferire a un controllo svolto dai soci stessi, poiché quest'ultimo nella pratica si è rivelato inadatto<sup>234</sup>.

Questa soluzione è favorita anche dal punto di vista dei costi. Senza il controllo di valore prescritto per legge si renderebbero necessari uno o più controlli di valore da parte dei fondatori o degli azionisti successivi.

Del pari si è criticato il sistema alternativo di responsabilizzazione degli amministratori, rispetto al sistema incentrato sul controllo di un esperto esterno, in quanto non meno costoso del secondo, considerato che al fine di evitare la responsabilità personale, gli amministratori tipicamente si rivolgono ad esperti esterni per ottenere una corretta valutazione del bene, il cui compenso è solitamente pari a quello richiesto dall'esperto nominato dal tribunale<sup>235</sup>.

Far svolgere il controllo dall'amministrazione della società anziché da un ispettore esterno, inoltre, lascia diversi dubbi anche in considerazione del fatto che nella pratica tale controllo si rivela di norma equivalente a un controllo da parte

---

<sup>232</sup> V. al riguardo BACHMANN, *Die Deutsche Volkswirtschaft*, 1935, 1121, che definisce la GmbH lo strumento per eccellenza per la conduzione di affari speculativi e fraudolenti (testualmente: «*bevorzugte Rechtsform für Schwindelgründungen, Verschiebebahnhöfe, Dachgesellschaften, waghalsige Spekulationsunternehmen, kurz der Deckmantel zum Konkursbetrug*»).

<sup>233</sup> Cfr. PENTZ – PRIESTER – SCHWANNA, *Raising Cash*, cit., 62, i quali concludono affermando che «*the necessary level of protection cannot be achieved by imposing a regime based on self-control*».

<sup>234</sup> A tale conclusione giunge anche il rapporto ROHG, pubblicato in SCHUBERT/HOMMELHOFF, *100 Jahre moderns Aktienrecht*, ZGR-Sonderheft 4, 162 s.

<sup>235</sup> PENTZ – PRIESTER – SCHWANNA, *Raising Cash*, cit., 62.

degli stessi soci e deve per questo essere escluso a priori per le ragioni esposte precedentemente.

Per questi motivi, dunque, un controllo svolto esclusivamente dagli organi amministrativi non è stato ritenuto adatto a garantire un livello di protezione per i creditori e gli azionisti conforme alla normativa vigente<sup>236</sup>.

Nonostante la forte difesa dei risultati ottenuti grazie all'applicazione della disciplina di valutazione dei conferimenti in natura prevista dal § 33 e seguenti dell'AktG, già da tempo, anche in Germania, si è iniziato a discutere dell'esigenza di un cambiamento nel sistema al fine di una riduzione dei tempi e dei costi della procedura di conferimento.

In questo contesto si colloca la proposta del Consiglio dei Ministri tedesco in data 29 novembre 2004 sulle modifiche alla Seconda direttiva, volta ad introdurre delle eccezioni al regime previgente in specifici casi, che ha ottenuto un discreto consenso tra gli studiosi tedeschi perché non comportava l'adozione di un sistema di "sole control" da parte dell'organo amministrativo o del socio conferente<sup>237</sup>. Si è affermato, infatti, che le eccezioni proposte al sistema tradizionale di valutazione dei conferimenti in natura apparivano valide in

---

<sup>236</sup> Parte della dottrina (PENTZ – PRIESTER – SCHWANNA, *Bar- und Sachkapitalaufbringung*, cit., 69 ss.) si è poi posta la questione se il sistema di protezione esistente caratterizzato in chiave preventiva possa essere astrattamente sostituito da un sistema di controlli esterni successivi. Alla stregua di un tale secondo modello, la società potrebbe essere costituita e registrata, senza che sia stato ancora effettuato alcun controllo sulla sua consistenza patrimoniale, rimandando solo a posteriori, specialmente nella fase delle procedure di insolvenza, la verifica dell'effettività degli apporti effettuati. Una rilevante critica a tale sistema è che solo in alcuni casi si verificherebbe se il conferimento promesso sia stato effettivamente effettuato, a discapito non solo dei creditori, ma anche degli altri soci, posto che difficilmente questi potrebbero rifarsi rispetto ai maggiori dividendi ormai percepiti dal socio per effetto di una sopravvalutazione del conferimento in natura (soprattutto nel caso in cui le azioni di tale socio siano state nel frattempo vendute).

<sup>237</sup> In tal senso, tra gli altri, PENTZ – PRIESTER – SCHWANNA, *Raising Cash*, cit., 64, che definiscono la proposta «welcome in principle» (in *Bar- und Sachkapitalaufbringung*, cit., 76: "Diese Vorschläge sind im Grundsatz zu begrüßen") ma da definire nel dettaglio. Un'opinione negativa, invece, rispetto a tale proposta si legge nelle conclusioni raggiunte dall'*Arbeitsgruppe Europäisches Gesellschaftsrecht (Group of German Experts on Corporate Law) zum Report of the High Level Group of Company Law Experts on a modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, in ZIP, 2003, 863 ss., che aveva dato parere negativo ad essa affermando che «Dem Vorschlag, in den genannten Fällen auf eine sachverständige Wertprüfung der Sacheinlagen zu verzichten, ist in dieser Allgemeinheit nicht zu folgen».

quanto ancoravano la stima a riferimenti concreti, richiedendo una deviazione apparentemente minima dal sistema attuale e non comportando, di conseguenza, il rischio che il controllo fosse effettuato esclusivamente dall'organo di amministrazione anziché da organi indipendenti<sup>238</sup>.

Più in particolare, quando ancora la direttiva 2006/68/CE era in fase di elaborazione, la dottrina tedesca aveva già commentato le tre eccezioni che formano il regime speciale di valutazione in parte positivamente ma in parte anche negativamente.

Per quanto riguarda il criterio del prezzo medio ponderato relativo al conferimento di valori mobiliari e di strumenti del mercato, si osservava che il valore di mercato fornisce punti di riferimento sufficienti per determinare il valore di tali titoli ed è plausibile che anche un esperto, chiamato per il controllo del valore ai sensi del § 33 e ss. AktG, si attenga comunque ad esso<sup>239</sup>. Si è, peraltro, criticamente osservato che ove il mercato fosse in crescita, è possibile che tali titoli vengano sopravvalutati nel caso la valutazione sia effettuata dai membri dell'organo di amministrazione, rischio che, invece, si esclude (almeno in linea teorica) quando vi sia stato un controllo da parte di un esperto esterno<sup>240</sup>.

---

<sup>238</sup> Così PENTZ – PRIESTER – SCHWANNA, *Bar- und Sachkapitalaufbringung*, cit., 76.

<sup>239</sup> In questo senso PENTZ – PRIESTER – SCHWANNA, *Bar- und Sachkapitalaufbringung*, cit., 76. Critico, invece *l'Arbeitsgruppe Europäisches Gesellschaftsrecht*, cit., che, pur riconoscendo che la media ponderata del prezzo di mercato nella valutazione di titoli sul mercato dei capitali ha un ruolo centrale, ha tuttavia osservato che in alcuni casi è possibile che esso, a causa di un mercato ristretto o di basso volume di scambi, perda di significato («*Dem Vorschlag, bei der Einbringung börsennotierter Wertpapiere auf eine sachverständige Wertprüfung zu verzichten, ist zuzugeben, daß der – gewichtete durchschnittliche – Börsenkurs bei der Bewertung von Kapitalmarktstiteln eine zentrale Rolle spielt. Im Einzelfall kann er aber, etwa aufgrund einer Marktengde oder eines zu geringen Handelsvolumens, an Aussagekraft verlieren. Außerdem sind Wertverzerrungen in einem haussierenden oder baissierenden Börsenumfeld vorstellbar*»).

<sup>240</sup> V. PENTZ – PRIESTER – SCHWANNA, *Bar- und Sachkapitalaufbringung*, cit., 76 ss. che analizzano il caso in cui il prezzo di mercato risulti influenzato da eventi straordinari (inclusa l'illiquidità del mercato rispetto ai titoli o agli strumenti di mercato monetario interessati), che causino una notevole variazione del valore del bene in natura al momento dell'effettivo apporto. Al riguardo gli Autori citati affermano che, considerato lo scopo della normativa, questa eccezione dovrebbe essere interpretata secondo la formulazione di cui al § 38, comma 2, dell'AktG e, quindi, sarebbe da considerarsi una "notevole variazione del valore" ogni caso in cui il valore non sia modificato solo leggermente (ossia non si trovi più all'interno del normale intervallo di valore) rispetto al valore determinato al momento dell'apporto, al fine di non lasciare spazio a una manipolazione maggiore. Come si indicherà *infra*, il legislatore tedesco ha

Quanto alle altre due eccezioni previste (stima di un esperto indipendente e valore contabile di bilancio), si affermava che con esse si fa ricorso a fatti già constatati da esperti e i requisiti previsti dal § 33, comma 2, AktG riguardo all'obbligo di una ispezione esterna, parrebbero rispettati almeno in linea di principio<sup>241</sup>.

Parallelamente, però, rispetto al criterio del valore contabile di bilancio si erano manifestate delle perplessità. Si osservava, infatti, che, dal punto di vista della protezione degli altri soci diversi dal conferente in natura, si presenta una contraddizione con la diversa eccezione del valore risultante da una perizia di stima di un esperto indipendente, rispetto al quale viene stabilito un termine di alcuni mesi per la valutazione, termine che, invece, non è presente nel caso il valore debba essere ricavato dal bilancio<sup>242</sup>, con il conseguente rischio di una valutazione non più aggiornata.

La mancanza di un limite temporale che garantisca l'attualità della valutazione è stata subito segnalata in dottrina come un grave pericolo alla tutela delle istanze protette dal sistema di valutazione dei conferimenti tradizionale<sup>243</sup>, di cui si è già dato conto.

Per rimediare sono stati proposti alcuni correttivi, tra cui quello di introdurre un rigoroso obbligo di controllo sull'esattezza dei dati a carico dell'organo di gestione, con il rischio, tuttavia, di un controllo poco oggettivo, essendo i componenti dell'organo medesimo probabilmente "di parte"<sup>244</sup>.

---

tenuto conto di tali osservazioni e in punto di disciplina ha espressamente precisato cosa debba intendersi per variazione notevole del valore.

<sup>241</sup> PENTZ – PRIESTER – SCHWANNA, *Bar- und Sachkapitalaufbringung*, cit., 76.

<sup>242</sup> PENTZ – PRIESTER – SCHWANNA, *Bar- und Sachkapitalaufbringung*, cit., 76, i quali affermano: «... (1) Soweit im dritten Fall, ohne Unterschied hinsichtlich ihrer Aktualität, die Werte aus der Bilanz des letzten vorausgegangenen Geschäftsjahres genügen sollen, besteht aus Sicht des Minderheitenschutzes ein Wertungswiderspruch zur zweiten Ausnahme, weil dort mit drei Monaten eine zeitnahe Bewertung vorausgesetzt wird, der im Falle des Ansatzes der Bilanzwerte fehlt».

<sup>243</sup> V. le conclusioni dell'*Arbeitsgruppe Europäisches Gesellschaftsrecht*, cit., in cui si sottolinea che il criterio in esame «birgt der generelle Verzicht auf eine zeitnahe Bewertung beträchtliche Gefahren, die durch das Recht der aktionärsminorität, bei Gericht eine sachverständige Prüfung zu beantragen, nicht vollständig ausgeräumt werden».

<sup>244</sup> Così PENTZ – PRIESTER – SCHWANNA, *Bar- und Sachkapitalaufbringung*, cit., 77, accompagnato per il caso di conferimento in fase di costituzione della società dal correttivo previsto dal § 32 della legge sulle società per azioni, secondo cui devono essere svelati anche i negozi giuridici



In alternativa – soluzione ritenuta preferibile – assicurando almeno l'attualità dei valori attraverso l'introduzione di un limite temporale per il bilancio utilizzato per la valutazione (limite individuato da questa dottrina nel termine di otto mesi prima di assolvere gli obblighi previsti per l'apporto in natura)<sup>245</sup>.

### 3.1.2. – La disciplina tedesca di adozione della Direttiva.

Queste perplessità in merito all'eccezione del valore contabile sono probabilmente alla base della scelta del legislatore tedesco di non adottare tale criterio al momento del recepimento delle previsioni della direttiva 2006/68/CE, alla quale è stata data attuazione nell'ambito della «Legge di recepimento della direttiva sui diritti degli azionisti», da emanarsi in attuazione della direttiva 2007/36/CE in materia di esercizio di determinati diritti riconosciuti agli azionisti di società quotate<sup>246</sup>.

---

precedenti aventi ad oggetto il bene conferito (che sono particolarmente importanti per un aumento artificiale del valore contabile).

<sup>245</sup> «Vor diesem Hintergrund empfiehlt es sich, auch in diesem Fall zumindest die Aktualität der Werte durch ein bestimmtes Höchstalter der Bilanz (z.B. acht Monate vor Erfüllung der Einlagepflicht) zu sichern»: PENTZ – PRIESTER – SCHWANNA, *Bar- und Sachkapitalaufbringung*, cit., 77.

<sup>246</sup> Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG), vom 30 Juli 2009, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale (*Das Bundesgesetzblatt*), 2009, Teil I, Nr. 50, pubblicata a Bonn il 4 Agosto 2009, e disponibile anche sul sito internet [www.bundesgesetzblatt.de](http://www.bundesgesetzblatt.de). Occorre precisare che il testo di legge vigente è frutto di una rielaborazione del progetto originario (*Referentenentwurf*), modificato a fronte delle critiche ad esso apportate dall'*Hadelsrechtsausschuss des Deutschen Anwaltvereins: Stellungnahme* (DAV: Commissione per il diritto commerciale dell'Associazione degli avvocati tedeschi), in *NZG*, 2008, 534 ss. Sul progetto originario v. altresì SAUTER, *Der Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG)*, consultabile al link <http://ilf-frankfurt.de>; ID., *Offene Fragen zum Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG)*, in *ZIP*, 2008, 1706 ss.; SEIBERT-FLORSTEDT, *Der Regierungsentwurf des ARUG – Inhalt und wesentliche Aenderungen gegenueber dem Referentenentwurf*, in *ZIP*, 2008, 2145 ss.; BÖTTCHER, *Die kapitalenschutzrechtlichen Aspekte der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG)*, in *NZG*, 2008, 481 ss.; DRINHAUSEN-KEINATH, *Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung Aktionärsrichtlinie (ARUG) – Weitere Schritte zur Modernisierung des Aktienrechts*, in *Betriebs-Berater, BB*, 2008, 2078 ss.; KLASSEN, *Recht der Sacheinlage: Rechtliche Rahmenbedingungen – Neuerungen durch MoMiG und ARUG*, in *BB*, 2008, 2694 ss.; PASCHOS-GOSLAR, *Der Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG) aus Sicht der Praxis*, in *AG*, 2008, 605 ss.; ZETZSCHE, *Die naechste "kleine" Aktienrechtsreform: Der Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG)*, in *Der Konzern*, 2008, 321 ss.; SCHÄFER, *Konzern* 2008, 407 ss.;

Il provvedimento di adozione tedesco prevede, infatti, la possibilità di superare la necessità di una valutazione da parte di un esperto in due (soli) casi, disciplinati dal § 33a AktG<sup>247</sup>, ossia:

(i) per i titoli o strumenti del mercato monetario, la cui valutazione è fatta coincidere con il prezzo ponderato a cui sono stati scambiati durante gli ultimi tre mesi<sup>248</sup> prima del giorno del loro effettivo conferimento su uno o più mercati organizzati<sup>249</sup>;

---

WESTERMANN, ZHR 172 (2008), 144 ss.; HANDELSRECHTSAUSSCHUSS DES DAV, in NZG, 2008, 540.

Sulla disciplina attualmente in vigore in dottrina v. BAYER-SCHMIDT, *Die Reform, cit.*, 805 ss.; BAYER, § 33a, in SCHMIDT-LUTTER *Aktiengesetz: AktG*, Schmidt (Otto), Köln, 2010; DRINHAUSEN-KEINATH *Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG)*, in *Betriebs-Berater, BB*, 2009, 64 ss.; HERRLER-REYMANN, *Die Neuerungen im Aktienrecht durch das ARUG – Unter besonderer Berücksichtigung der Neuergelung zur Hauptversammlung und zur Kapitalaufbringung bei der AG – (Teil 2)*, in *DNotZ*, 2009, 914 ss.; MERKNER-DECKER, *Vereinfachte Sachkapitalerhöhung nach dem ARUG – Wertvolle Deregulierung oder Regelung auf dem Papier?*, in *NZG*, 2009, 887 ss.; PASCHOS-GOSLAR, *Der Regierungsentwurf des Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG)*, in *AG*, 2009, 14 ss.; PENTZ, § 23-53, in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, München, 2012, 161 ss.; BDI, *Stellungnahme vom 23 Februar 2009*, consultabile al seguente indirizzo: [www.bdi-online.de/Dokumente/neu\\_BDI\\_SN\\_ARUG-RegE\\_120209.pdf](http://www.bdi-online.de/Dokumente/neu_BDI_SN_ARUG-RegE_120209.pdf).

<sup>247</sup> Il quale, intitolato “Sachgründung ohne externe Gründungsprüfung”, recita: «(1) Von einer Prüfung durch Gründungsprüfer kann bei einer Gründung mit Sacheinlagen oder Sachübernahmen (§ 33 Abs. 2 Nr. 4) abgesehen werden, soweit eingebracht werden sollen:

1. übertragbare Wertpapiere oder Geldmarktinstrumente im Sinne des § 2 Abs. 1 Satz 1 und Abs. 1a des Wertpapierhandelsgesetzes, wenn sie mit dem gewichteten Durchschnittspreis bewertet werden, zu dem sie während der letzte drei Monate vor dem Tag ihrer tatsächlichen Einbringung auf einem oder mehreren organisierten Märkten im Sinne von § 2 Abs. 5 des Wertpapierhandelsgesetzes gehandelt worden sind,

2. andere als die in Nummer 1 genannten Vermögensgegenstände, wenn eine Bewertung zu Grunde gelegt wird, die ein unabhängiger, ausreichend vorgebildeter und erfahrener Sachverständiger nach den allgemein anerkannten Bewertungsgrundsätzen mit dem beizulegenden Zeitwert ermittelt hat und wenn der Bewertungsstichtag nicht mehr als sechs Monate vor dem Tag der tatsächlichen Einbringung liegt».

<sup>248</sup> Stabilendo un periodo di tempo di tre mesi, il legislatore si riallaccia al § 5 della legge sulle contrattazioni di borsa e alla giurisprudenza della Corte di Giustizia Federale e della Corte Superiore. Infatti, lo stesso termine è dettato in materia di offerte d’acquisto e di trasferimento di titoli, dal momento che questo valore viene costantemente determinato e pubblicato dall’Istituto Federale per la sorveglianza dei servizi finanziari. Inoltre, secondo il parere del legislatore, il termine di tre mesi garantisce nella regola una valutazione sufficientemente attendibile. In questi termini BAYER-SCHMIDT, *Op. cit.*, 807. DRINHAUSEN-KEINATH, *Referentenentwurf, cit.*, 2079.

<sup>249</sup> La dottrina che ha commentato tale criterio ha osservato che alla base di esso si trova la considerazione che il prezzo medio ponderato di borsa rispecchia, in linea di principio, il

(ii) per le attività finanziarie diverse da quelle citate nel punto precedente, quando viene effettuata una valutazione che attesti il “*beizulegenden Zeitwert*”<sup>250</sup> da parte di un esperto indipendente e sufficientemente formato e istruito<sup>251</sup>, purché la valutazione preceda la data dell’effettivo conferimento di non più di sei mesi<sup>252</sup>.

Si impone, tuttavia, necessariamente il ritorno al regime ordinario previsto dal § 33 AktG qualora<sup>253</sup> il prezzo medio ponderato dei titoli o degli strumenti del

---

valore reale, e una valutazione da parte di un esperto sembra quindi superflua: così BAYER-SCHMIDT, *Op. cit.*, 806.

<sup>250</sup> La parola viene tradotta con l’espressione “*fair value*”, il che, peraltro, non viene interpretato dalla dottrina tedesca nel senso dell’esclusione dei bilanci *non-IAS compliant*. Al riguardo v. ARNOLD, in *Kölner Komm., AktG*, Bd. 1, Köhln, 2010, § 33a, Rdn. 12, 638 che precisa [traduzione] “il perito deve accertare, conformemente ai principi e ai criteri generalmente riconosciuti, il *beizulegender Zeitwert (fair value)*”; SAUTER, *Referentenentwurf*, cit., 6, che precisa «*Die Bewertung hat zwingend mit dem Zeitwert (fair value) zu erfolgen – andere Bewertungsmaßstäbe entsprechen nicht den Vorgaben der geänderten Kapitalrichtlinie*». Negli stessi termini BÖTTCHER, *Die kapitalrechtlich*, cit., 481; SCHÄFER, *Vereinfachung der Kapitalrichtlinie-Sacheinlage*, in *Konzern*, 2007, 409, che si occupa di analizzare la direttiva 2006/68/CE, facendo anche un raffronto tra le varie versioni linguistiche, e precisa che il termine *beizulegender Zeitwert* previsto nella traduzione in tedesco della Direttiva sia con riferimento al criterio della valutazione dell’esperto (comma secondo dell’art. 10-*bis*) sia a quello del valore ricavato dai conti obbligatori (comma terzo della norma citata) deve avere necessariamente il medesimo significato. L’A. conclude poi precisando che in entrambi i casi tale significato deve essere ricondotto all’“*Ermittlung aktueller Verkehrswerte*”, ossia al valore attuale di scambio dei beni da conferire. Parlano di valore “attuale” anche BAYER-SCHMIDT, *Op. cit.*, 810.

<sup>251</sup> Con l’espressione “sufficientemente formato e qualificato”, la norma si discosta dalla formulazione dell’articolo 10-*bis*, comma 2, della Seconda direttiva modificata che parla, invece, di “esperto riconosciuto e indipendente”. Questa deviazione non è tuttavia considerata un contrasto tra normative. Piuttosto, il riferimento all’espressione “sufficientemente istruito e qualificato”, già utilizzata nel § 33, comma 4, numero 1 AktG (e nel § 143, comma 1, numero 1 AktG), e già delineata nell’orientamento giurisprudenziale e nella letteratura, garantisce l’equivalenza con i requisiti del regolare controllo di valore e tiene particolarmente conto delle intenzioni di base del legislatore europeo (che rimanda la questione della definizione di “competenza” del perito ai singoli Stati membri). La dottrina che ha fatto queste osservazioni ha concluso che volendo tenere in considerazione quest’aspetto fondamentale dell’equivalenza, ne segue che anche il termine “indipendente” (non meglio specificato nella Seconda direttiva modificata) va interpretato nel senso della mancanza di un motivo di eccezione di cui al § 33, comma 5 AktG. Così BAYER-SCHMIDT, *Op. cit.*, 810 s.

<sup>252</sup> Il § 33a si applica solo alla costituzione di società mediante apporti in natura, ma tramite rimando può essere applicato anche in tutte le varianti di effettivo aumento del capitale reale – ossia nel caso di aumento di capitale ordinario (v. § 183a) di aumento di capitale condizionato (v. § 194), nel caso di capitale approvato (v. § 205, comma 5) – e di acquisizione post costituzione (v. § 52, comma 4).

<sup>253</sup> V. § 33a, n. 2, che precisa: «*Absatz 1 ist nicht anzuwenden, wenn der gewichtete Durchschnittspreis der Wertpapiere oder Geldmarktinstrumente (Absatz 1 Nr. 1) durch*

mercato monetario (di cui al § 1, n. 1) sia stato notevolmente influenzato da circostanze straordinarie<sup>254</sup>, o quando si può presumere che il valore attuale delle altre attività finanziarie (di cui al § 1, n. 2), nel giorno del loro effettivo conferimento, sia notevolmente diminuito rispetto al valore risultante dalla valutazione dell'esperto, a causa di circostanze nuove o rese note<sup>255</sup>.

Così facendo il legislatore tedesco si è accostato solo parzialmente alle nuove opzioni previste dagli articoli 10-*bis* e 10-*ter* della Seconda direttiva modificata. Il § 33a traspone, infatti, in legge nazionale solo i casi di eccezione di cui all'articolo 10-*bis*, commi 1 e 2 (non il criterio del valore contabile di bilancio di cui all'articolo 10-*bis*, comma 3 della Seconda direttiva) e ad essi sono, peraltro, accostati dei correttivi a rafforzamento della disciplina stessa.

E', infatti, interessante osservare in linea generale – nonostante la presente ricerca si concentri sul criterio non adottato dal legislatore tedesco – come la Germania, paese da sempre molto impegnato nell'individuazione di discipline a tutela dei creditori sociali e, in particolare, dell'istituto del capitale sociale, ha ritenuto necessario apportare alle due eccezioni introdotte al sistema tradizionale

---

*außergewöhnliche Umstände erheblich beeinflusst worden ist oder wenn anzunehmen ist, dass der beizulegende Zeitwert der anderen Vermögensgegenstände (Absatz 1 Nr. 2) am Tag ihrer tatsächlichen Einbringung auf Grund neuer oder neu bekannt gewordener Umstände erheblich niedriger ist als der von dem Sachverständigen angenommene Wert».*

<sup>254</sup> V. § 33a, comma 2: in questo caso, infatti, il prezzo medio in borsa non rispecchia più il valore reale, facendo decadere le basi per l'opzione di dispensa: così BAYER-SCHMIDT, *Op. cit.*, 809 s. Secondo la motivazione del progetto di legge, ciò può accadere quando lo scambio dei titoli o degli strumenti di mercato monetario non è avvenuto per un periodo di tempo prolungato oppure se si sono verificate manipolazioni di mercato secondo il § 20a della legge sullo scambio di titoli. Gli eventi straordinari non si verificano normalmente, invece, nel caso di comportamento normale del mercato, secondo il § 20a, comma 2 della legge sullo scambio di titoli, nel caso di programmi di riacquisto di azioni, e nel caso di provvedimenti presi per stabilizzare il titolo che avvengano negli ambiti della cosiddetta normativa "Safe Harbour". Sul punto v. DRINHAUSEN-KEINATH, *Referentenentwurf, cit.*, 2079.

<sup>255</sup> Indipendentemente dal fatto che una valutazione sia già stata eseguita, dovrà obbligatoriamente essere effettuato un regolare procedimento esterno di omologazione, se il valore dell'attività finanziaria nel giorno della sua effettiva registrazione risulti notevolmente minore rispetto al valore stabilito durante la valutazione, a causa di circostanze nuove o non note in precedenza. In questo caso, infatti, la nuova valutazione non è un procedimento superfluo, ma uno strumento di protezione degli interessi dei creditori e degli azionisti: così PENTZ, § 33a, *cit.*

di valutazione dei conferimenti in natura dei rimedi ulteriori rispetto a quelli previsti dalla Direttiva.

Se i requisiti del § 33a AktG sono rispettati e la società opta per la cosiddetta costituzione “semplificata” di una società mediante apporti in natura senza procedimento di omologazione esterna, il “prezzo” per la dispensa da tale procedimento è, infatti, rappresentato da una serie di accorgimenti procedurali specifici che hanno lo scopo di garantire una protezione sufficiente dei creditori e degli azionisti di minoranza<sup>256</sup>.

Anzitutto, al momento della richiesta sono da rispettare, oltre alle prescrizioni contenute nel § 37 AktG, anche le disposizioni ulteriori previste dal § 37a<sup>257</sup>, ossia: (i) si devono specificare le ragioni che hanno indotto ad optare per il regime speciale di valutazione, l’oggetto e le caratteristiche specifiche del conferimento in natura, nonché i metodi utilizzati per la valutazione del medesimo; (ii) è necessaria la dichiarazione circa l’inesistenza di fatti eccezionali o nuovi che abbiano influito sensibilmente sul valore del bene oggetto di conferimento; (iii) infine, devono essere allegati la perizia dell’esperto o i

---

<sup>256</sup> Al riguardo v. BAYER, § 33a, *cit.*, punto n. 16.

<sup>257</sup> Che testualmente prevede: «(1) Wird nach § 33a von einer externen Gründungsprüfung abgesehen, ist dies in der Anmeldung zu erklären. Der Gegenstand jeder Sacheinlage oder Sachübernahme ist zu beschreiben. Die Anmeldung muss die Erklärung enthalten, dass der Wert der Sacheinlagen oder Sachübernahmen den geringsten Ausgabebetrag der dafür zu gewährenden Aktien oder den Wert der dafür zu gewährenden Leistungen erreicht. Der Wert, die Quelle der Bewertung sowie die angewandte Bewertungsmethode sind anzugeben.

(2) In der Anmeldung haben die Anmeldenden außerdem zu versichern, dass ihnen außergewöhnliche Umstände, die den gewichteten Durchschnittspreis der einzubringenden Wertpapiere oder Geldmarktinstrumente im Sinne von § 33a Abs. 1 Nr. 1 während der letzten drei Monate vor dem Tag ihrer tatsächlichen Einbringung erheblich beeinflusst haben könnten, oder Umstände, die darauf hindeuten, dass der beizulegende Zeitwert der Vermögensgegenstände im Sinne von § 33a Abs. 1 Nr. 2 am Tag ihrer tatsächlichen Einbringung auf Grund neuer oder neu bekannt gewordener Umstände erheblich niedriger ist als der von dem Sachverständigen angenommene Wert, nicht bekannt geworden sind.

(3) Der Anmeldung sind beizufügen:

1. Unterlagen über die Ermittlung des gewichteten Durchschnittspreises, zu dem die einzubringenden Wertpapiere oder Geldmarktinstrumente während der letzten drei Monate vor dem Tag ihrer tatsächlichen Einbringung auf einem organisierten Markt gehandelt worden sind,

2. jedes Sachverständigengutachten, auf das sich die Bewertung in den Fällen des § 33a Abs. 1 Nr. 2 stützt».

documenti relativi al calcolo del prezzo medio ponderato (a seconda del ricorso alla prima o alla seconda eccezione prevista nel § 33a).

Le particolarità valgono anche, parzialmente, per quanto riguarda il procedimento di omologazione interno. Tale procedimento rimane obbligatorio, ma il consiglio può rinunciare, in base al § 34, comma 2, frase 3 AktG, a indicare il valore dei beni conferiti nella relazione di controllo interna rispetto ai conferimenti in natura in fase di aumento del capitale. Nella relazione di costituzione (*Gründungsbericht*) dei fondatori di cui al § 32 AktG, invece, non è prevista alcuna semplificazione per l'apporto in natura senza un controllo esterno<sup>258</sup>. Tuttavia, si ritiene che anche per essa, i fondatori possano comunque fare riferimento solo ai criteri di cui al § 33a AktG<sup>259</sup>.

Inoltre in base al § 38, comma 3, AktG si applica comunque anche in caso di ricorso alla procedura semplificata, il controllo successivo ad opera del tribunale, con una portata peraltro più limitata. Infatti, attraverso le modifiche corrispondenti operate a tale norma, la portata del controllo da parte del tribunale è concentrata sulle condizioni esposte nel § 33a AktG. In questi casi il tribunale deve, dunque, verificare se le dichiarazioni relative al bene oggetto di conferimento siano conformi al § 37a AktG. Oggetto di esame da parte dell'autorità giudiziaria sono altresì le relazioni previste dai § 32 e 33 AktG, l'una dei fondatori e l'altra del Consiglio di Gestione e del Consiglio di Sorveglianza, che devono necessariamente contenere tutte le indicazioni richieste.

La disciplina si complica ulteriormente nel caso di aumenti di capitale, per i quali il § 183a<sup>260</sup> prevede, a protezione degli azionisti, la possibilità di far

---

<sup>258</sup> L'anomalia è evidenziata, tra gli altri, da BAYER-SCHMIDT, *Op. cit.*, 814, i quali osservano che questo sembra una contraddizione e non è chiaro se si tratti semplicemente di un errore nella redazione.

<sup>259</sup> Così DRINHAUSEN-KEINATH, *Referentenentwurf, cit.*, 2080, che sostengono tale conclusione in base all'argomento secondo cui, diversamente, un obbligo di eseguire un controllo più esteso sarebbe contrario agli scopi della riforma.

<sup>260</sup> Intitolato "*Kapitalerhöhung mit Sacheinlagen ohne Prüfung*", che testualmente recita: «(1) Von einer Prüfung der Sacheinlage (§ 183 Abs. 3) kann unter den Voraussetzungen des § 33a abgesehen werden.

*Wird hiervon Gebrauch gemacht, so gelten die folgenden Absätze.*

*(2) Der Vorstand hat das Datum des Beschlusses über die Kapitalerhöhung sowie die Angaben nach § 37a Abs. 1 und 2 in den Gesellschaftsblättern bekannt zu machen.*

svolgere obbligatoriamente il controllo di valore a un esperto autorizzato dal tribunale prima dell'esecuzione dell'aumento di capitale. A differenza del legislatore italiano e dei dettami della direttiva 2006/68/CE, in Germania tale diritto è riconosciuto ai soci di minoranza pure in caso di conferimento di valori mobiliari e di strumenti del mercato monetario<sup>261</sup>.

A questo scopo il § 183a, comma 2, AktG richiede l'indicazione nei documenti societari della data dell'esecuzione dell'aumento di capitale e degli altri dati in base al § 37a, commi 1 e 2 AktG. Prima di quattro settimane a partire dalla notifica, l'aumento di capitale non può essere eseguito né iscritto<sup>262</sup>. La notifica serve per informare gli azionisti della valutazione dell'apporto e del fatto che non è necessario un controllo esterno. Se la valutazione si basa sulla perizia di un esperto indipendente, la società deve concedere, su richiesta, agli azionisti accesso alla relazione di stima, a meno che essa sia già stata depositata presso il

---

*Die Durchführung der Erhöhung des Grundkapitals darf nicht in das Handelsregister eingetragen werden vor Ablauf von vier Wochen seit der Bekanntmachung.*

*(3) Liegen die Voraussetzungen des § 33a Abs. 2 vor, hat das Amtsgericht auf Antrag von Aktionären, die am Tag der Beschlussfassung über die Kapitalerhöhung gemeinsam fünf vom Hundert des Grundkapitals hielten und am Tag der Antragstellung noch halten, einen oder mehrere Prüfer zu bestellen.*

*Der Antrag kann bis zum Tag der Eintragung der Durchführung der Erhöhung des Grundkapitals (§ 189) gestellt werden.*

*Das Gericht hat vor der Entscheidung über den Antrag den Vorstand zu hören.*

*Gegen die Entscheidung ist die Beschwerde gegeben.*

*(4) Für das weitere Verfahren gelten § 33 Abs. 4 und 5, die §§ 34, 35 entsprechend».*

<sup>261</sup> Con la garanzia di un diritto di minoranza in entrambi i casi che prevedono la possibilità di esonero, la legislatura tedesca, al fine di assicurare un trattamento unitario (così BAYER-SCHMIDT, *Op. cit.*, 816), va consapevolmente oltre le disposizioni (minime) dell'articolo 10-bis della Seconda direttiva modificata, che prevede il diritto della minoranza di richiedere una nuova valutazione solo nel caso di apporto di un elemento già valutato da una perizia ai sensi dell'articolo 10-bis comma 2 (applicato nel § 33a, comma 1, numero 2 AktG), ma non nel caso di un apporto di valori di mercato o strumenti finanziari ai sensi dell'articolo 10-bis, comma 1 (applicato nel § 33a, comma 1, numero 1 AktG). Nel nostro ordinamento, invece, come già visto nel primo capitolo del presente lavoro, conformemente alla Direttiva – ma forse non così correttamente – l'art. 2440 attribuisce tale diritto ai soci solo «qualora siano conferiti beni in natura o crediti valutati ai sensi dell'art. 2343-ter, secondo comma».

<sup>262</sup> In dottrina è stato precisato che il § 183a, comma 1, AktG seconda frase deve essere interpretato nel senso più ampio, e cioè che non solo la registrazione, ma anche la delibera di aumento di capitale non possa essere eseguita prima del periodo di quattro settimane: così BAYER, § 33a, *cit.*, al punto 19. Sui problemi che tale norma comporta v. BAYER-SCHMIDT, *Op. cit.*, 818 s.

registro e non sia quindi già esaminabile. In questo modo gli azionisti hanno la possibilità di far svolgere una nuova valutazione a un perito nominato dal tribunale prima che l'esecuzione dell'aumento di capitale sia iscritta. Questa nuova valutazione può essere richiesta da azionisti che complessivamente detengono il 5% del capitale, o comunque una quota di almeno 500.000 Euro. Tale *quorum* non solo deve esistere già nel giorno della decisione dell'aumento di capitale ma deve, altresì, continuare ad esistere fino al giorno della presentazione della richiesta al fine di prevenire abusi da parte di "azionisti rapaci"<sup>263</sup>.

Nel progetto della legge si richiedeva, infine, che gli azionisti dimostrassero di aver già richiesto all'amministrazione, senza risultati, una nuova valutazione; tale requisito è stato espunto dal testo definitivo della legge e quindi oggi non è più necessario dimostrare l'inerzia degli amministratori per poter imporre il ritorno al regime ordinario di valutazione del conferimento<sup>264</sup>.

Nel caso dell'aumento di capitale, il consiglio, in base al § 184, comma 1, AktG<sup>265</sup>, deve garantire di non essere venuto a conoscenza di alcuna circostanza ai sensi del § 37a, comma 2, AktG<sup>266</sup>. Allo stesso modo, se l'esecuzione dell'aumento di capitale viene differita, deve essere garantito che (in base al § 184, comma 1, AktG) nessuna di tali circostanze sia diventata nota nel frattempo.

Inoltre, anche nel caso di un aumento "semplificato" è richiesta la dichiarazione circa l'insussistenza di fatti che incidano significativamente sull'attendibilità della valutazione (§ 195, comma 1, seconda frase in

---

<sup>263</sup> In questi termini BAYER-SCHMIDT, *Op. cit.*, 816.

<sup>264</sup> Cfr. § 183a, comma 3 AktG. Critiche rispetto a questa scelta si trovano in: BDI, *Stellungnahme, cit.*, 14; HANDELSRECHTSAUSSCHUSS DES DAV, *cit.*, 540.

<sup>265</sup> Il quale prevede che «*Der Vorstand und der Vorsitzende des Aufsichtsrats haben den Beschluss über die Erhöhung des Grundkapitals zur Eintragung in das Handelsregister anzumelden.*

*In der Anmeldung ist anzugeben, welche Einlagen auf das bisherige Grundkapital noch nicht geleistet sind und warum sie nicht erlangt werden können.*

*Soll von einer Prüfung der Sacheinlage abgesehen werden und ist das Datum des Beschlusses der Kapitalerhöhung vorab bekannt gemacht worden (§ 183a Abs. 2), müssen die Anmeldenden in der Anmeldung nur noch versichern, dass ihnen seit der Bekanntmachung keine Umstände im Sinne von § 37a Abs. 2 bekannt geworden sind».*

<sup>266</sup> Dichiarazioni false sono punite ai sensi del § 399, comma 1, numero 1 AktG e, inoltre, i fondatori e i membri degli organi di gestione e controllo sono civilmente responsabili per dichiarazioni false in base ai §i 46 e 48 AktG.



combinazione con il § 184, comma 1) e si applica il controllo da parte del tribunale (che però – come visto – sembrerebbe di tipo puramente formale: cfr. § 195, comma 3 AktG).

Una ulteriore precisazione - che non si ritrova, ad esempio, nella normativa italiana – si ha con riferimento al concetto di “influenza notevole” che deve essere valutata rispetto ai fatti eccezionali e ai fatti nuovi in presenza dei quali si impone il ritorno al regime ordinario di valutazione dei conferimenti in natura. Il legislatore tedesco ha, infatti, precisato che affinché si possa parlare di “influenza notevole” occorre che si verifichi per il conferimento di valori mobiliari e di strumenti del mercato una deviazione minima del 5% del valore (analogicamente a quanto previsto dalla normativa tedesca sulle offerte di acquisto e di scambio: *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, c.d. “WpÜg”) e, rispetto al criterio della stima di un esperto indipendente, quando la differenza di valore sia pari a quella prevista dal § 38, comma 2, seconda frase, AktG<sup>267</sup>.

In considerazione del complesso sistema di accorgimenti procedurali ora esaminati si è subito osservato che il cosiddetto “procedimento semplificato” – in particolare nel caso di aumento del capitale reale – non è tanto “semplice”, posto che per la società può rivelarsi più caro in termini di tempo e denaro rispetto al procedimento normale. Si tratta di una nuova procedura per una deregolamentazione sistematica e selettiva, la cui procedura risulta, tuttavia, complessa e per tale ragione la dottrina tedesca<sup>268</sup> dubita che essa verrà utilizzata con una frequenza significativa.

Inoltre si osserva che, sebbene il sistema di valutazione dei conferimenti risulti notevolmente deregolamentato e più flessibile, dal punto di vista della

---

<sup>267</sup> Ossia: «wenn die Gründungsprüfer erklären oder das Gericht der Auffassung ist, daß der Wert der Sacheinlagen oder Sachübernahmen nicht unwesentlich hinter dem geringsten Ausgabebetrag der dafür zu gewährenden Aktien oder dem Wert der dafür zu gewährenden Leistungen zurückbleibt». Al riguardo v. BAYER, § 33a, *cit.*, al punto 15.

<sup>268</sup> In questo senso BAYER, § 33a, *cit.*, al punto, 5; BAYER-SCHMIDT, *Op. cit.*, 820 s., che affermano ciò con particolare riferimento al caso di aumento di capitale autorizzato, rispetto al quale - con l'introduzione del divieto di registrazione di quattro settimane - l'operazione viene privata di una parte fondamentale della sua caratteristica flessibilità, tanto utile per la prassi, con la conseguenza che il ricorso alla nuova procedura di valutazione in questo caso rischia di restare di fatto un “diritto morto”.

politica del diritto, comporta anche, in certi punti cruciali, una rottura piuttosto problematica con la normativa di base dell'apporto di capitale reale<sup>269</sup>, che, tuttavia, viene ritenuto meno preoccupante di quanto si sarebbe verificato ove il legislatore tedesco avesse adottato integralmente le eccezioni previste dalla Seconda direttiva modificata e, quindi, avesse introdotto anche il criterio del valore contabile di bilancio<sup>270</sup>.

### **3.1.3. – La mancata introduzione del criterio del valore contabile di bilancio.**

Come anticipato, nel trasporre la direttiva in esame, il legislatore tedesco non ha introdotto il criterio del valore contabile di bilancio e non ha nemmeno fornito alcuna spiegazione in merito a tale scelta. In realtà, già la proposta di legge della normativa sul diritto degli azionisti non prendeva in considerazione tale criterio<sup>271</sup>.

La dottrina ha tentato di giustificare la scelta, in prima battuta, in considerazione della mancanza di chiarezza dell'articolo 10-*bis*, § III, della Seconda direttiva, che avrebbe indotto il legislatore tedesco a scorgere un problema sia riguardo a un'attuazione conforme alla normativa, sia riguardo a una sua applicabilità generale<sup>272</sup>.

Sono state poi ribadite le critiche al criterio in esame già espresse rispetto alla proposta relativa alla Direttiva (ed esaminate al punto 3.1.1.), fondate sulla mancanza di attualità della valutazione derivante dall'iscrizione nell'ultimo

---

<sup>269</sup> Così BAYER-SCHMIDT, *Op. cit.*, 805.

<sup>270</sup> V. BAYER-SCHMIDT, *Op. cit.*, 821, quali concludono che con la limitazione dell'applicazione delle prime due opzioni, ma non dell'articolo 10-*bis*, comma 3 della Seconda direttiva, il legislatore dovrebbe aver trovato, nel complesso, un buon compromesso.

<sup>271</sup> Come osservano SAUTER, *Referentenentwurf, cit.*, 9 e BÖTTCHER, *Die kapitalenschutzrechtlichen, cit.*, 482.

<sup>272</sup> In questi termini SOMMERFELD, *Die vereinfachte Sachkapitalerhöhung nach dem ARUG*, Osnabrück, 2010, 21, secondo il quale l'incertezza relativa all'attuazione dell'opzione di cui all'articolo 10-*bis* § III della Seconda direttiva modificata e la necessità che ne deriva di ulteriori normative per il chiarimento potrebbero aver dissuaso il legislatore dall'attuazione.

bilancio d'esercizio e dai rischi ad essa connessi<sup>273</sup>. Le difficoltà di applicazione consistono, dunque, secondo la dottrina tedesca, nell'uso di valutazioni che possono risalire fino all'anno precedente e nella mancanza di affidabilità dei bilanci di fine anno impiegati<sup>274</sup>.

Si evidenzia inoltre che astrattamente la Seconda direttiva ammette tutti i bilanci di fine anno che siano stati esaminati in base alle indicazioni della direttiva europea n. 43 del 2006, ma si osserva che i principi utilizzati per la valutazione nel caso di bilanci europei e internazionali potrebbero essere molto diversi da quelli utilizzati nel caso di società tedesche costituite con conferimenti in natura<sup>275</sup>. La disciplina contabile tedesca, infatti, prevede – nei limiti visti al § 2 – sia l'utilizzo dei principi contabili internazionali, sia criteri nazionali più prudentiali, ossia sistemi di contabilizzazione dei dati molto diversi tra loro che conducono a risultati a volte lontani<sup>276</sup>. Considerato che – come analizzato sopra – in questo Paese gli IAS/IFRS vengono applicati obbligatoriamente solo al bilancio consolidato delle società quotate, le critiche al riguardo attengono, in particolare, alla possibilità di prendere eventualmente in considerazione i dati contenuti in bilanci consolidati<sup>277</sup>.

Infine si sostiene che il legislatore tedesco potrebbe aver trascurato la tecnica in esame perché ha considerato la valutazione in base al bilancio di fine anno come già inclusa nel § 33a, comma primo, numero 2, AktG<sup>278</sup>, ma a ciò si è

---

<sup>273</sup> In tal senso BAYER-SCHMIDT, *Op. cit.*, 807, secondo cui questa opzione avrebbe introdotto una notevole semplificazione della prassi, ma tenendo conto dei rischi legati alla rinuncia a una valutazione più aggiornata, la decisione del legislatore sembra piuttosto fondata. Cfr. altresì BÖTTCHER, *Die kapitalenschutzrechtlichen*, cit., 482 che sottolinea «*Inbesondere berge der generelle Verzicht auf eine zeitnahe Bewertung beträchtliche Gefahren*»; WESTERMANN, cit., 151; SCHÄFER, *Op. cit.*, 409 s.

<sup>274</sup> Così SOMMERFELD, *Op. cit.*, 21, che afferma: «*Die Anwendungsschwierigkeiten bestehen in zeitlicher Hinsicht in einer Verwendung von Wertansätzen, die bis zu einem Jahr alt sein können, als auch in der mangelnden Aussagesicherheit der heranzuziehenden Jahresabschlüsse*».

<sup>275</sup> V. SOMMERFELD, *Op. cit.*, 21.

<sup>276</sup> Al riguardo v. ENRIQUES, *Diritto societario comparato*, Bologna, Il Mulino, 2006, 102.

<sup>277</sup> Cfr. SCHÄFER, *Op. cit.*, 410.

<sup>278</sup> V. BÖTTCHER, *Die kapitalenschutzrechtlichen*, cit., 482, secondo cui: «*Erkennt man in der Sechsmonatsfrist die äußerste Grenze einer noch im Einlagezeitpunkt aussagekräftigen Bewertung, erscheint es insoweit folgerichtig, Ansätze aus Jahresabschlüssen, die auf einer weiter zurückliegenden Bewertung beruhen, nicht von einer externen Werthaltigkeitsprüfung freizustellen*».

subito ribattuto che una valutazione sulla base del bilancio non pare nemmeno astrattamente equivalente al parere di un esperto indipendente<sup>279</sup>.

### 3.2. – La Spagna.

#### 3.2.1. – Il contesto in cui si innesta la trasposizione della Direttiva e le linee guida adottate.

Anche nell'ordinamento spagnolo una parte della dottrina<sup>280</sup> ha rivolto critiche severe al procedimento tradizionale di valutazione dei conferimenti in natura, sulla base della considerazione che a volte ciò comporta una spesa eccessiva, in alcuni casi ritenuta non necessaria ai fini della corretta formazione del capitale sociale.

Tale criterio valido per la società anonima – come si è già visto succintamente nel I capitolo (§ 2) – è disciplinato dall'art. 67 LSC (corrispondente al vecchio art. 38 della LSA<sup>281</sup>), ai sensi del quale si prevede che ogni conferimento

---

<sup>279</sup> In questi termini ARNOLD, in *KK-AktG*, § 33a, al punto n. 15.

<sup>280</sup> In tal senso, tra gli altri, LOJENDIO, in AA. VV., *Comentario al regime legal de las sociedades mercantiles*, (dirigido por URÍA, MENÉNDEZ J OLIVENCIA, III, 3°. *Aportaciones sociales. Dividendos pasivos*), Madrid, Civitas, 1994, 89; PÉREZ DE LA CRUZ, *La fundación cualificada (ventajas de fundadores o promotores y aportaciones "in natura")*, in AA.VV., *La reforma del Derecho español de sociedades de capital*, Madrid, Civitas, 1987, 160; GARCÍA VALDECASAS, *Aportaciones non dinerarias y adquisiciones onerosas en la reforma de la Ley de Sociedad Anónimas*, in RCDI, n. 582, 1989, 571; MABRILLA, *Fundación con aportaciones "in natura"*, in AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas, I, La Fundación*, (estudios coordinados por ALONSO UREBA, ESTEBAN VELASCO, DUQUE, GARCÍA VILLAVARDE Y SÁNCHEZ CALERO), Madrid, Civitates, 1991, 757. Cfr. altresì, FARRANDO, *Evolution and Deregulation in the Spanish Corporate Law*, in *Nuovo diritto societario e analisi economica del diritto*, a cura di Ventoruzzo, Milano, Egea, 2005, 66 ss. in cui l'A. afferma che le ragioni del trend della trasformazione verso società private (*sociedad limitada*) da società pubbliche (*sociedad anónima*) siano principalmente due: (i) la previsione di un capitale sociale minimo inferiore per le *private companies* rispetto alla LSA; (ii) l'assenza dell'obbligo di ottenere una valutazione di un esperto indipendente per i conferimenti in natura, presente solo nel LSA.

<sup>281</sup> Il quale testualmente recita: «1. *Las aportaciones no dinerarias, cualquiera que sea su naturaleza, habrán de ser objeto de un informe elaborado por uno o varios expertos independientes con competencia profesional, designados por el Registrador mercantil del domicilio social conforme al procedimiento que reglamentariamente se determine.* 2. *El informe contendrá la descripción de la aportación, con sus datos registrales, si existieran, y la valoración de la aportación, expresando los criterios utilizados y si se corresponde con el valor nominal y, en su caso, con la prima de emisión de las acciones que se emitan*

diverso dal denaro deve essere oggetto di una perizia redatta da uno o più esperti indipendenti dotati di adeguata competenza, nominati dal responsabile del Registro commerciale<sup>282</sup> del luogo ove ha sede la società. Si precisa poi che il valore del conferimento iscritto nelle scritture contabili della società non può superare la valutazione effettuata dagli esperti.

Già nel 2005 era stata introdotta una deroga a tale regime per il caso di conferimenti di valori mobiliari ammessi alla negoziazione sul mercato secondario ufficiale, rispetto ai quali è stato attribuito alla certificazione emessa dalla *sociedad rectora de la Bolsa de valores* lo stesso valore della perizia redatta da un esperto indipendente<sup>283</sup>.

L'intervento più significativo si è avuto successivamente con la modifica apportata con la Ley 3/2009 del 3 aprile, intitolata "*sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*", entrata in vigore il 4 luglio 2009<sup>284</sup> - poi rivista nell'ambito della più ampia riforma operata dalla *Ley de Sociedades de Capital* (approvata con il Decreto Legislativo Reale 1/2010, del 2 luglio, di seguito "LSC") - con cui la Spagna ha dato attuazione alla Direttiva 68/2006/CE.

---

*como contrapartida. 3. El valor que se dé a la aportación en la escritura social no podrá ser superior a la valoración realizada por los expertos. 4. El experto responderá frente a la sociedad, frente a los accionistas y frente a los acreedores de los daños causados por la valoración, y quedará exonerado si acredita que ha aplicado la diligencia y los estándares propios de la actuación que le haya sido encomendada. La acción para exigir esta responsabilidad prescribirá a los cuatro años de la fecha del informe».*

<sup>282</sup> Ossia il Registro delle Imprese spagnolo.

<sup>283</sup> In questo senso l'art. 38.2 LSA, come modificato dalla Ley 19/2005 del 14 novembre, «*sobre la sociedad anónima europea domiciliada en España*».

<sup>284</sup> Pubblicata sul *Boletín Oficial del Estado*, Numero: 82/2009, il 4 aprile 2009. Con tale provvedimento sono stati introdotti gli artt. 38-bis, rubricato in "Eccezioni alla stima dell'esperto", che disciplina i casi in cui è possibile fare a meno della relazione dell'esperto e l'art 38-ter, "Dichiarazione degli amministratori", che attribuisce il compito, peraltro meno ampio rispetto al nostro ordinamento, di controllare la valutazione semplificata agli amministratori. Per un commento alla legge v. CHULIÀ, *Análisis crítico de la Ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, in *La Notaría*, 2010, 9 ss.; ROJO-BELTRÀN, *Comentario de la Ley de sociedades de capital*, I, Cizur Menor (Navarra), 2011; LA CASA GARCÍA RAFAEL, *Op. cit.*, 186; VELASCO SAN PEDRO, *Op. cit.*, 117 ss.

Come è stato notato<sup>285</sup>, peraltro, la scelta effettuata dal legislatore spagnolo rispetto alla adozione della Direttiva è stata quella di optare – all'interno delle differenti alternative offerte dal provvedimento europeo – verso le soluzioni più conservatrici e rispetto alle quale minori potevano essere le eventuali modifiche della normativa previgente<sup>286</sup>.

In dottrina<sup>287</sup>, si è giustificata siffatta scelta alla luce del fatto che dal Preambolo alla riforma emergerebbe l'idea che la riforma alla Seconda direttiva sarebbe una mera proposta provvisoria e che le migliori soluzioni non sarebbero ancora state definite. In tale prospettiva, pertanto, il legislatore spagnolo ha ritenuto non opportuno procedere a modifiche sostanziali del proprio diritto societario, in attesa che si definisca il *trend* definitivo.

Effettivamente, nel progetto della Ley 3/2009, la Direttiva viene definita come una «*Directiva de transición a la espera de que fructifiquen alternativas al sistema tradicional de protección de los acreedores sociales y de los propio accionistas – que gira en torno al capital social – y se introduzcan instrumentos tecnico eficaces que redundan las 'cargas administrativas' que son connaturales a ese vigente sistema de tutela; y, al mismo tiempo, es una Directiva de transacción entre los principios que inspiraron la Segunda Directiva y quienes propugnan una completa sustitución. Se trata, pues, de la primera etapa de un proceso cuya duración y cuyos avatares son difíciles de prever. En realidad, la contraposición entre ese sistema tradicional y los instrumentos alternativos constituye un tema abierto en el que, más que cuestiones de preferencia entre técnicas diferentes de protección, están latentes muy diferentes concepciones acerca de la organización y funcionamiento de las sociedades de capital*».

---

<sup>285</sup> VELASCO SAN PEDRO, *Op. cit.*, 123, secondo cui: «*el prelegislador español ha optado, dentro de las diferentes opciones que se le ofrecían, por las soluciones más conservadoras o, dicho de otra manera, que supusieran los menores cambios posibles en la legislación previgente*».

<sup>286</sup> V. CHULIÀ, *Análisis crítico, cit.*, che la definisce «*un hito histórico y, en parte, una ocasión perdida para la regulación completa y más perfecta para todas nuestras empresas, porque sólo se aplica a las sociedades mercantiles, plantea numerosas dudas y presenta lagunas*».

<sup>287</sup> In questi termini VELASCO SAN PEDRO, *Op. cit.*, 123, secondo cui «*Sobre esta materia gravita, como indica con claridad la exposición de motivos del Proyecto, la idea de que se trata, en estos puntos, de una reforma interina, provisional, donde las soluciones mejores no están todavía definidas. En esta tesitura, los autores del Proyecto paracen pensar que lo mejor es esperar acontecimientos, procediendo de momento al retoque de minimos que permite la reforma de la Directiva*».

In dottrina<sup>288</sup>, peraltro, è stato presto sconfessato che questa riforma sia oggi ancora in transizione considerate le conclusioni tracciate successivamente alla approvazione della riforma della Seconda direttiva dalla KPMG (già citate) in cui si afferma che il mantenimento del sistema attuale non comporta svantaggi rispetto alla adozione di sistemi ad esso alternativi<sup>289</sup>.

In secondo luogo, si fa notare che il contesto in cui sono nate tali proposte di cambiamento è mutato, dovendo oggi far fronte a una crisi finanziaria ed economica mondiale rispetto alla quale deve essere osservato un atteggiamento di rigore verso gli strumenti volti al mantenimento della integrità patrimoniale delle imprese.

Pertanto si è ritenuta corretta ed equilibrata la scelta del legislatore spagnolo di introdurre il minor numero di cambiamenti possibile al proprio sistema<sup>290</sup>.

---

<sup>288</sup> VELASCO SAN PEDRO, *Op. cit.*, 121, che afferma «No creo, sin embargo, que en la actualidad se pueda seguir manteniendo que esta reforma sea de transición, y no solo por los recortes que experimentó la propuesta al convertirse en Directiva, sino también por otras dos nuevas razones. En primer lugar, debe tenerse en cuenta que, con posterioridad a la aprobación de la reforma de la Segunda Directiva, se ha presentado en 2008 el estudio detallado sobre el régimen legal del capital y sus alternativas que esperaba la Comisión. Ese estudio elaborado, tras un proceso de adjudicación pública, por la consultora KPMG, no arroja resultados más radicales, se encuentra el mantenimiento del actual sistema del capital legal. [...] En segundo lugar, y ello se deja sentir con fuerza cuando se están redactando estas líneas, debe también tenerse en cuenta que la actual situación de grave crisis económica mundial y nacional – imprevisible en su alcance en 2006 –, obliga a ser especialmente cuidadosos en temas que, en el fondo, tienen que ver con el mantenimiento de la solvencia de las compañías. Lo cual, seguramente, desalentará que, al menos en tanto esta crisis no se supere, se insista en reformar materia tan delicada. O por lo menos debiera hacerlo, pues como aconsejaba la célebre máxima ignaciana conviene ‘en tiempo de tribulación, no hacer mudanza’».

<sup>289</sup> Arriva a tali conclusioni anche la DG Concorrenza dell’Unione Europea - nel rapporto *Position of DG Internal Market and Services Results of the external study on the feasibility of an alternative to the Capital Maintenance Regime of the Second Company Law Directive and the impact of the adoption of IFRS on profit distribution*, disponibile su Internet al seguente link: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/capital/feasibility/marktposition\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/capital/feasibility/marktposition_en.pdf).

<sup>290</sup> In questo senso VELASCO SAN PEDRO, *Op. cit.*, 123, il quale conclude che nella situazione attuale di crisi economica, «alguna de las flexibilizaciones que abre la Directiva, a criterio de los Estados miembros, sobre todo en materia de acciones propias, pueden provocar mayores resgos que ventajas».

### 3.2.2. – La disciplina spagnola di attuazione della Direttiva.

Con il provvedimento normativo indicato sono stati introdotti tre nuovi articoli, l'articolo 38-*bis*, l'articolo 38-*ter* e l'articolo 38-*quater* LSA (ora confluiti negli articoli 68, 69 e 70 LSC), con cui vengono previste alcune eccezioni all'obbligo della perizia dell'esperto, a cui si sostituisce un rapporto specifico, che deve essere elaborato dagli amministratori, il cui contenuto è legalmente stabilito (v. art. 38-*ter* LSA, confluito nell'art. 70 LSC) e al quale occorre dare la medesima pubblicità prevista per la stima dell'esperto, ai sensi dell'art. 38-*quater* LSA.

In particolare, è possibile derogare al regime tradizionale previsto dall'art. 38 LSA di stima dell'esperto nominato dal registro di commercio: (i) quando il conferimento consiste in un valore mobiliare quotato in un mercato secondario o su un altro mercato regolamentato o in uno strumento del mercato monetario<sup>291</sup> e per esso sia presente un valore obiettivo di mercato, individuato nel prezzo medio ponderato ricavabile dalle negoziazioni dell'ultimo trimestre anteriore alla data effettiva del conferimento<sup>292</sup>; (ii) quando, per i conferimenti in natura diversi da quelli di cui al punto (i), sia disponibile un "valor razonable" determinato, nei sei

---

<sup>291</sup> La norma proposta segue alla lettera la Direttiva ed estende l'eccezione agli strumenti del mercato monetario, ma occorre considerare che nel diritto societario spagnolo tali strumenti sono considerati come una specifica classe di titoli, disciplinati all'articolo 2.1.g della LMV, in cui sono definiti come «*las categorías de instrumentos que se negocian habitualmente en el mercado monetario tales como las letras del Tesoro, certificados de depósito y pagares, salvo que sean librados singularmente, excluyéndose los instrumentos de pago que deriven de operaciones comerciales antecedentes que no impliquen captación de fondos reembolsables*». Sono, invece, esclusi dall'ambito applicativo del nuovo regime di valutazione gli altri strumenti finanziari disciplinati nel medesimo articolo 2, ai §i da 2 a 8, della LMV, anche se negoziati nei mercati regolamentati. Ciò è stato ritenuto corretto in considerazione della volatilità di questi strumenti: v. al riguardo VELASCO SAN PEDRO, *La adaptación*, cit., 128.

<sup>292</sup> V. Art. 38-*bis* LSA (69 LSC), intitolato "Excepciones a la exigencia del informe", n. 1: «*El informe del experto no será necesario en los siguientes casos: 1.º Cuando la aportación no dineraria consista en valores mobiliarios que coticen en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado o en instrumentos del mercado monetario. Estos bienes se valorarán al precio medio ponderado al que hubieran sido negociados en uno o varios mercados regulados en el último trimestre anterior a la fecha de la realización efectiva de la aportación, de acuerdo con la certificación emitida por la sociedad rectora del mercado secundario oficial o del mercado regulado de que se trate. Si ese precio se hubiera visto afectado por circunstancias excepcionales que hubieran podido modificar significativamente el valor de los bienes en la fecha efectiva de la aportación, los administradores de la sociedad deberán solicitar el nombramiento de experto independiente para que emita informe*».



mesi precedenti alla data effettiva del conferimento, da un esperto indipendente con competenza professionale, non designato dalle parti, in conformità con i principi e le norme generalmente accettate per tali beni<sup>293</sup>.

Dall'analisi della norma è possibile osservare due principali differenze rispetto alla disciplina italiana di adozione della direttiva (ulteriori rispetto alla mancata adozione del criterio del valore contabile di bilancio).

Anzitutto, il periodo di riferimento per il calcolo del prezzo medio ponderato dei valori mobiliari o degli strumenti del mercato è più limitato e individuato in tre mesi (analogamente alla soluzione elaborata dal legislatore tedesco).

In secondo luogo l'esperto – a differenza della soluzione adottata in Italia (peraltro, sul punto più fedele alla direttiva) – non può essere nominato dalle parti. A questo riguardo, apparentemente potrebbe sembrare che non vi sia differenza rispetto al regime tradizionale di valutazione che prevede la stima di un soggetto nominato dal *Registrador Mercantil*.

Si potrebbe ritenere che la difformità consista nella possibilità, attraverso il nuovo criterio, di utilizzare anche una stima già disponibile – purché non anteriore di oltre sei mesi dal conferimento – senza dover necessariamente ricorrere all'autorità amministrativa per la nomina di un nuovo esperto che effettui una perizia *ad hoc* per il conferimento. In realtà, tale possibilità sembrerebbe già presente nella disciplina societaria spagnola: l'art 338 delle disposizioni del Registro Mercantil (di seguito "RRM")<sup>294</sup>, infatti, prevede che l'istanza di nomina dell'esperto contenga la dichiarazione di non aver ottenuto negli ultimi tre mesi altra valutazione sugli stessi beni, realizzata da esperti indipendenti nominati dal Presidente del registro delle imprese. Secondo la

---

<sup>293</sup> V. art. 38-bis n. 2 LSA, ossia il vigente art. 69 b LSC: «*Cuando la aportación consista en bienes distintos de los señalados en el número 1.º cuyo valor razonable se hubiera determinado, dentro de los seis meses anteriores a la fecha de la realización efectiva de la aportación, por experto independiente con competencia profesional no designado por las partes, de conformidad con los principios y las normas de valoración generalmente reconocidos para esos bienes*».

<sup>294</sup> Si tratta di norme regolamentari che vanno ad aggiungersi alle disposizioni della LSA e a quelle del *codigo civil* spagnolo e completano, quindi, la disciplina di diritto societario applicabile alle società anonime.

dottrina<sup>295</sup> tale norma dimostrerebbe la volontà del legislatore spagnolo di ammettere, anche prima delle modifiche apportate dalla Ley 3/2009, l'utilizzo di relazioni preesistenti al fine di evitare duplicazioni inutili (in termini di costi e tempi) e il rischio di stime tra loro differenti.

Conferma tale impostazione il fatto che con l'introduzione dell'art. 38-*bis* citato si è prevista la contestuale abrogazione dell'art. 338, limitatamente alla parte relativa all'utilizzo delle stime preesistenti.

In questi termini, pertanto, la fattispecie di esclusione del regime di valutazione "ordinario" recepita dal legislatore spagnolo non costituirebbe una vera novità in tale ordinamento, ma una mera sostituzione di una disciplina già precedente, peraltro modificata per quanto attiene i termini in essa prescritti. Più precisamente, mentre secondo la previgente disciplina assumevano rilevanza le relazioni effettuate negli ultimi tre mesi prima del conferimento, il secondo comma dell'art. 35-*bis* consente di utilizzare anche stime più risalenti, purché nel termine di sei mesi dalla effettuazione del conferimento.

La maggior compatibilità del nuovo regime con il sistema istituito in Spagna per la nomina di esperti ha ricevuto commenti positivi da una parte della dottrina spagnola<sup>296</sup>, fondati sul timore che la nomina di parte potrebbe tradursi in una elusione dell'obbligo di valutazione nel caso in cui il conferente dia in anticipo istruzioni all'esperto prescelto circa il risultato della sua stima. La stessa dottrina riconosce però che, così definito, il criterio della perizia di stima in deroga al regime ordinario perde parte della sua attrattiva e potrebbe ridurre i casi di sua applicazione pratica<sup>297</sup>.

---

<sup>295</sup> Così PINAGLIA, *Aportación de bienes in natura a sociedades de capital y acción revocatoria del acreedor del socio aportante*, in *Anuario de derecho civil* 2009, III, 1331 e ss.; VELASCO SAN PEDRO, *Op. cit.*, 31 ss.

<sup>296</sup> Così VELASCO SAN PEDRO, *Op. cit.*, 129.

<sup>297</sup> In questo senso VELASCO SAN PEDRO, *La adaptación, cit.*, 129 s., secondo cui «*esta exigencia de la futura Ley española limitará fuertemente la aplicación de esta excepción en la práctica, pues no es fácil pensar en situaciones en que se vayan a dar estas circunstancias. Una de ellas podría ser, por ejemplo, que se haya aportado un bien a una sociedad y que dentro de los seis meses siguientes esa sociedad lo aporte a su vez a otra. Valdría el primer informe realizado por el experto designado por el Registrador Mercantil del domicilio de la primera sociedad*».

Nei summenzionati casi - in cui non è necessaria la stima di un esperto indipendente - gli amministratori devono presentare una relazione che fornisce alcune informazioni richieste espressamente<sup>298</sup> e deve includere la dichiarazione che non sono intervenute circostanze nuove che possano incidere sul valore degli apporti alla data del conferimento. Ove dalla verifica degli amministratori risultino, invece, integrate dette nuove circostanze, gli amministratori sono tenuti a chiedere la designazione di un esperto indipendente e, in caso di inerzia degli amministratori, è riconosciuto all'azionista o agli azionisti che rappresentino almeno il 5% del capitale sociale (nel giorno in cui si adotta la delibera di aumento del capitale) la facoltà di richiedere personalmente al *registrador mercantil* del luogo ove ha sede la società la nomina di un esperto che effettui la valutazione del bene<sup>299</sup>.

La Ley 3/2009 influisce anche sulla disciplina previgente, colmando alcune lacune in essa presenti, disciplinando, ad esempio, in modo espresso il regime di responsabilità<sup>300</sup> dell'esperto rispetto alla valutazione effettuata e prevedendo che esso sia dotato di "*competencia profesional*".

---

<sup>298</sup> Ossia: la descrizione del conferimento, la fonte della valutazione e il metodo seguito per determinarla; una dichiarazione che precisi che il valore ottenuto «*corresponde, como mínimo al número y al valor nominal y, en su caso, a la prima de emisión de las acciones emitidas como contrapartita*»; e, infine, una dichiarazione in cui si indichi che «*no han aparecido circunstancias nuevas que puedan afectar a la valoración inicial*» (v. art. 70 LSC, che ripete il testo anteriormente vigente nell'art. 38-ter LSA).

<sup>299</sup> Così recita infatti l'art. 70 LSC: «*Si concurrieran nuevas circunstancias que pudieran modificar significativamente el valor razonable de los bienes a la fecha de la aportación, los administradores de la sociedad deberán solicitar el nombramiento de experto independiente para que emita informe.*

*En este caso, si los administradores no hubieran solicitado el nombramiento de experto debiendo hacerlo, el accionista o los accionistas que representen, al menos, el cinco por ciento del capital social, el día en que se adopte el acuerdo de aumento del capital, podrán solicitar del Registrador mercantil del domicilio social que, con cargo a la sociedad, nombre un experto para que se efectúe la valoración de los activos. La solicitud podrán hacerla hasta el día de la realización efectiva de la aportación, siempre que en el momento de presentarla continúen representando al menos el cinco por ciento del capital social*».

<sup>300</sup> Prevedendo che tale responsabilità opera «*frente a la sociedad, frente a los accionistas y frente a los acreedores de los daños causados por la valoración, a no ser que demuestre no haber incurrido en culpa*» (v. art. 38 LSA, ap. 4). Rispetto a tale precisazione, tuttavia, in dottrina si è osservato che «*Non se crea, sin embargo, que con ello se resolverán todas las incertidumbres. Al menos hay una y bastante significativa, cuya solución no veo clara: Qué sucederá con los expertos que tengan el estatuto profesional de auditora de cuentas? Se les aplicará esta norma o la establecida en su legislación específica La cuestión es relevante porque el actual artículo 11 de la LAC remite la responsabilidad de los*

Da ultimo è interessante osservare che – a differenza di quanto previsto in Italia – il legislatore spagnolo ha esteso l’operatività della disciplina, ammettendo che anche la società a responsabilità limitata possa farvi riferimento<sup>301</sup>. In questo ordinamento, pertanto, per effetto di tale estensione si evita di introdurre in concreto un trattamento più rigido di valutazione del conferimento in natura per una piccola s.r.l. rispetto a una grande s.p.a. quotata<sup>302</sup>, con una scelta, quindi, più coerente rispetto a quella operata dal legislatore italiano.

### **3.2.3. – Le ragioni dell’esclusione del criterio del valore contabile di bilancio.**

Nemmeno in Spagna, dunque, è stata data attuazione integrale alla Direttiva: si è preferito non tradurre in dettato normativo il contenuto dell’art. 10-*bis* § 3, escludendo, così, la possibilità di ricorrere al criterio del valore contabile di bilancio per la valutazione dei conferimenti non in denaro.

Il legislatore spagnolo – come quello tedesco – non ha specificamente dato una motivazione a siffatta scelta, ma dalle considerazioni espresse nel progetto della Ley 3/2009 è evidente che il mancato recepimento di tale eccezione al regime ordinario sia da ricondurre, anzitutto, come si è già osservato, alla volontà di limitare i cambiamenti del sistema alle previsioni meno audaci, anche in considerazione del mutato contesto in cui si è data attuazione alla Direttiva rispetto a quello vigente quando la stessa fu confezionata.

---

*auditores, al régimen general de responsabilidad, donde hay, al menos en la responsabilidad extracontractual, inversión de la carga de la prueba de la culpabilidad, como se introduce en la norma proyectada, y hay además una imputación específica de responsabilidad cuando el auditor forme parte de una sociedad o firma de auditoría*»: in tal senso VELASCO SAN PEDRO, *Op. cit.*, 127.

<sup>301</sup> V. al riguardo l’art. 76 della *ley de sociedades de capital* che prevede espressamente la possibilità di ricorrere alla procedura di valutazione prevista per la società anonima e esclude, in tal caso, l’eventuale responsabilità dei soci fondatori per la minusvalenza dei conferimenti in natura così valutati. In dottrina v. LA CASA GARCÍA, *Op. cit.*, 185 ss. e 209.

<sup>302</sup> Ritiene «sensata» tale previsione PORTALE, *Le nuove norme, cit.*, 19. La dottrina italiana, infatti, ha evidenziato questa incongruenza nel nostro sistema giuridico: così IBBA, *Op. cit.*, 930; DE STASIO, *Op. cit.*, 33; ABRIANI, *Il nuovo regime, cit.*, 312.

Il criterio del valore contabile di bilancio è stato ritenuto il meno affidabile dei tre previsti dalla Direttiva poiché maggiormente esposto al rischio di una valutazione del bene oggetto di conferimento non più attuale, in quanto risalente a una data eccessivamente distante dall'apporto<sup>303</sup>.

Più in generale, da quanto precede si conferma che l'adozione della direttiva 2006/68/CE nell'ordinamento spagnolo è avvenuta con meno fervore rispetto al contesto italiano, posto che, da un lato - come si è osservato - i due criteri eccezionali trasposti risultavano essere già presenti nella disciplina applicabile al conferimento di beni in natura e, dall'altro lato, l'unico criterio che avrebbe costituito una vera novità non è stato introdotto.

La riforma del 2009, quindi, parrebbe servita semplicemente a delineare in maniera più chiara il procedimento di stima già presente e le sue speciali deroghe, che mantengono così un ruolo secondario rispetto alla procedura ordinaria.

#### **4. – L'adozione integrale della direttiva 2006/68/CE.**

In altri Stati membri l'adozione della direttiva 2006/68/CE nella parte in cui prevede il sistema speciale di valutazione dei conferimenti in natura è avvenuta, analogamente a quanto accaduto in Italia, in modo integrale, ossia attraverso l'introduzione di tutte le deroghe previste ai paragrafi 1, 2 e 3 dell'art. 10-*bis* della Seconda direttiva, come modificata.

Tra i Paesi più significativi per la materia in esame che hanno scelto di seguire tale modalità di recepimento si possono citare il Belgio e il Lussemburgo, dove si è mostrato affidamento anche verso il criterio disciplinato al comma 3 relativo al criterio del valore contabile di bilancio.

Nei successivi paragrafi si procederà a un'analisi della disciplina introdotta in questi due ordinamenti e di come in essi si è risolta la questione della definizione del concetto di "*valore equo*" di cui all'art. 10-*bis* della Direttiva, da cui

---

<sup>303</sup> V. in tal senso ROJO-BELTRÀN, *Commentario, cit.*, 645.

sarà possibile trarre alcune conclusioni utili per l'interpretazione delle scelte operate dal nostro legislatore rispetto al medesimo.

#### **4.1. – Il Belgio e la scelta del concetto atecnico di valore di mercato ("*in het Waarde Economisch verkeer*").**

Sino all'entrata in vigore del provvedimento di recepimento della Direttiva, la disciplina di riferimento in materia di conferimenti in natura in Belgio ha previsto la necessità di una relazione redatta da un revisore indipendente, iscritto al *Belgian Institute of Registered Auditors (IBR/IRE)*, finalizzata a verificare la corrispondenza tra il valore di mercato dei beni conferiti e il valore delle azioni emesse, che deve contenere una descrizione delle attività che sono conferite in natura e i metodi di valutazione utilizzati per determinare il valore del conferimento<sup>304</sup>. Oltre alla relazione del revisore, tale sistema tradizionale richiede anche una relazione ulteriore (relazione speciale) che deve essere redatta dal consiglio di amministrazione (o, se il conferimento in natura si svolge in occasione della costituzione della società, dai soci fondatori) che chiarisce perché il conferimento in natura è nell'interesse della società e, se del caso, perché l'organo amministrativo intende discostarsi dalle conclusioni della relazione del revisore.

L'8 ottobre 2008 è stato adottato in questo Paese il regio decreto n. 10/2008 (di seguito il "regio decreto")<sup>305</sup> che attua la Direttiva, apportando modifiche sostanziali al codice belga delle società (di seguito "BCC") non solo nella materia

---

<sup>304</sup> Sul tema v. MALHERBE, DE CORDT, LAMBRECHT, MALHERBE, *Droit des sociétés – Précis – Droit communautaire & droit belge*, Bruxelles, Bruylant, 2009.

<sup>305</sup> *Arrêté royal modifiant le Code des sociétés conformément à la Directive 2006/68/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 septembre 2006 modifiant la Directive 77/91/CEE du Conseil en ce qui concerne la constitution d'une société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital*. Il regio decreto è stato pubblicato negli allegati alla Gazzetta dello Stato belga (*Moniteur Belge*), il 30 ottobre 2008 ed entrato in vigore il 1° gennaio 2009. Per un primo commento della normativa citata v., tra gli altri, VAN DER ELST C., *The Modified Belgian Framework for Contributions in Kind, Share Buy Backs and Financial Assistance* (February 1, 2009). TILEC Discussion Paper No. 2009-025, disponibile su SSRN al seguente link: <http://ssrn.com/abstract=1400530> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1400530>.

dei conferimenti in natura, ma anche in tema di acquisto di azioni proprie e di assistenza finanziaria.

Una prima particolarità del recepimento della Direttiva in Belgio deriva dal fatto che la disciplina speciale di valutazione dei conferimenti in natura acquista un campo di applicazione più ampio rispetto a quello previsto nella stessa (e generalmente previsto negli altri Stati membri, con l'eccezione anche della Spagna, come visto), applicandosi (non solo alla *société anonyme* o "*naamloze vennootschap*", ma) a tutti i tipi di società<sup>306</sup>. Così le discipline della società privata a responsabilità limitata ("*Besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid*" o *Société privée à responsabilité limitée*) e della società cooperativa a responsabilità limitata ("*coöperatieve vennootschap met beperkte aansprakelijkheid*" o *société coopérative à responsabilité limitée*) sono state modificate in modo simile alle disposizioni di legge applicabili alla società anonima.

Valgono pertanto anche rispetto a questo ordinamento le medesime considerazioni svolte sopra rispetto alla bontà di tale estensione dell'ambito applicativo della novella.

Dal 1° gennaio 2009 nessuna stima del conferimento è richiesta in tre casi specifici<sup>307</sup>, ossia:

1) quando oggetto del conferimento sono titoli o strumenti del mercato monetario<sup>308</sup> che sono valutati al prezzo medio ponderato al quale sono stati

---

<sup>306</sup> Nel Preambolo del regio decreto si giustifica tale scelta in base alla struttura del Codice delle Società belga e alla conformità di essa rispetto all'approccio adottato in passato dal legislatore. Così, testualmente: «*Compte tenu de la structure de notre Code des sociétés et conformément à l'approche suivie dans le passé par le législateur, il a été jugé opportun d'étendre l'application des dispositions modifiées de la deuxième directive non seulement à la société anonyme mais également à d'autres formes de société. Les dispositions propres aux sociétés privées à responsabilité limitée et aux sociétés coopératives à responsabilité limitée ont par conséquent été modifiées de manière similaire aux dispositions légales s'appliquant aux sociétés anonymes*». Ritiene «sensata» tale scelta PORTALE, *Le nuove norme*, cit., 19.

<sup>307</sup> Più precisamente le norme di riferimento sono:

- per la società anonima: gli artt. 443-444, 447 e 601-602, del Codice delle società;
- per la società privata a responsabilità limitata: gli artt. 218-219, 222 e 312-313 del Codice delle società;
- per la società cooperativa a responsabilità limitata: gli artt. 394-396 e 423 del Codice delle società.

negoziati su un mercato regolamentato per un periodo di 3 mesi prima della data di completamento del conferimento;

2) quando il conferimento in natura ha a oggetto beni diversi dai valori mobiliari o strumenti del mercato monetario, che siano già stati valutati al loro “*juste valeur*” nel corso degli ultimi 6 mesi precedenti all’operazione di conferimento da parte di un revisore dei conti, in conformità alle norme di valutazione e ai principi contabili generalmente accettati<sup>309</sup>;

3) quando il conferimento in natura ha a oggetto beni diversi dai valori mobiliari o strumenti del mercato monetario, quando il “*juste valeur*” di ogni singolo bene oggetto di conferimento sia desumibile dai conti annuali per l’esercizio finanziario precedente, a condizione che i conti annuali siano stati verificati dal revisore dei conti (per le società belghe) o dalla persona incaricata della revisione contabile dei conti annuali (per le imprese straniere) e che il giudizio sul bilancio sia espresso senza rilievi<sup>310</sup>.

Nei suddetti casi, qualora il conferimento avvenga senza le relazioni speciali previste dalla disciplina precedente al regio decreto 10/2008, la società deve presentare, entro un mese successivo alla data effettiva del conferimento in

---

<sup>308</sup> Per le definizioni di valori mobiliari e di strumenti del mercato monetario si fa riferimento all’articolo 2, nn. 31 e 32 della legge del 2 agosto 2002 sulla vigilanza del settore finanziario e dei servizi finanziari.

<sup>309</sup> Tra cui, per esempio, gli «*international valuation standards*» e le «*international private equity and venture capital guidelines*»: così il ministro della giustizia J. VANDEURZEN, nel suo *Rapport au Roi* in cui commenta il decreto, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale (*Belgisch Staatsblad – Moniteur Belge*) del 30 ottobre 2008, 57480 ss. I primi citati sono quelli emessi dall’*International Standards Committee* (e consultabili al link <http://www.ivsc.org/order/index.html>). I secondi sono stati sviluppati sul concetto di *fair value* per essere coerenti con gli IFRS e gli US GAAP in primo luogo dall’Associazione Francese di investitori in capitale, la *British Venture Capital Association* e la *European Private Equity e Venture Capital Association* (consultabili al seguente link <http://www.privateequityvaluation.com/>). Sul punto v. BALESTRA-STEMPNIERWSKI, *A partir du 1er janvier 2009 nouvelles exceptions à l’intervention d’un réviseur d’entreprises en cas d’apport en nature*, in *Tax Audit & Accountancy*, 2009, 3 s.

<sup>310</sup> Per le società belghe, i diversi tipi di giudizio sul bilancio che possono essere emessi dal commissario sono indicati all’articolo 144, comma 1, 4, del codice delle società. Tale eccezione non può quindi essere utilizzata dalle società che non hanno nominato un commissario o (per le società straniere) la persona incaricata della revisione dei conti annuali: così VANDEURZEN, nel suo commento al decreto, già citato.



natura, una dichiarazione presso la cancelleria del tribunale di commercio<sup>311</sup>. Questa dichiarazione deve contenere alcune informazioni simili a quelle contenute nella relazione speciale del regime ordinario, tra cui: (i) una descrizione del conferimento, (ii) il nome del conferente, (iii) il valore del conferimento, l'origine di questa valutazione e, se del caso, il metodo di valutazione, (iv) il valore nominale delle azioni o, se le azioni sono prive di valore nominale, il numero delle azioni emesse in considerazione di ciascun conferimento, (v) una dichiarazione circa il fatto che il valore ricevuto corrisponde (almeno) al numero e al valore nominale o, se non vi è alcun valore nominale, al valore di mercato e, se del caso, al sovrapprezzo delle azioni emesse in considerazione del conferimento in natura e (vi) una dichiarazione che attesti che non sono emerse particolari circostanze che potrebbero influire sulla valutazione del conferimento in natura.

La procedura semplificata ora descritta non si applica in caso di circostanze eccezionali (la cui sussistenza è valutata dal consiglio di amministrazione), nel qual caso il consiglio può decidere che la valutazione dei beni in questione sia effettuata in conformità alla procedura tradizionale.

Altro caso in cui vi è un ritorno al regime previgente si verifica quando uno o più azionisti che detengano congiuntamente, alla data in cui viene presa la decisione di aumentare il capitale, almeno il 5% del capitale sottoscritto richiedano che la relazione di revisione sia redatta in conformità alla procedura generale<sup>312</sup>.

Rispetto al tema specifico oggetto della presente indagine, ossia la traduzione dell'espressione "valore equo" della direttiva 2006/68/CE, è interessante osservare che la versione in neerlandese del provvedimento di recepimento della Direttiva non fa riferimento al concetto tecnico di "*fair value*",

---

<sup>311</sup> In questi termini il § 3 dell'articolo 219 del codice delle società, come modificato dal provvedimento di recepimento della Direttiva.

<sup>312</sup> Tale facoltà è riconosciuta agli azionisti solo in fase di aumento del capitale e non, invece, rispetto ai conferimenti effettuati al momento della costituzione della società. Questa restrizione dell'ambito applicativo del diritto in esame è stata giustificata dalla dottrina in base all'osservazione che la questione della tutela degli azionisti di minoranza si pone diversamente nel momento della costituzione della società, momento nel quale, se la valutazione del conferimento non convince, i soci si possono tutelare rifiutandosi di sottoscrivere l'atto costitutivo (v. in questo senso: CULOT & THOUMSIN, *Contrôle et maintien du capital: une réforme sans audace*, in *J.T.*, 2009, 93 ss. e spec. n. 19).

ma consapevolmente opta per il richiamo alla più ampia nozione di "*in het Waarde Economisch verkeer*", che, tradotto in italiano, significa più genericamente valore di mercato.

Tale scelta ha suscitato le perplessità del Consiglio di Stato belga che – chiamato a esprimersi sul progetto del decreto – ha sostenuto che il regio decreto non recepirebbe fedelmente l'espressione contenuta nel testo francese della direttiva di "*juste valeur*", che nella lingua neerlandese andrebbe tradotto nella formula "*billijke Waarde*"<sup>313</sup>. Il Consiglio di Stato ha osservato che nel progetto originario del decreto si faceva invece riferimento al *fair value*, attraverso l'uso dell'espressione "*billijke Waarde*" e ha, così, criticato la versione definitiva del decreto che introduce il diverso concetto di "*in het Waarde Economisch verkeer*"<sup>314</sup>.

Nonostante l'osservazione del Consiglio di Stato, il legislatore belga ha ritenuto di mantenere il riferimento a tale diversa espressione, argomentando che la Direttiva 2001/65/CE del 27 settembre 2001 (che modifica le direttive 78/660/CEE, 83/349/CEE e 86/635/CEE per quanto riguarda le regole di valutazione per i bilanci d'esercizio e consolidati di taluni tipi di società nonché di banche e altre istituzioni finanziarie) - che mirava a cambiare le direttive contabili in modo da consentire la valutazione di alcune attività e passività finanziarie valutate al *fair value* - non contiene il riferimento a ciò che tecnicamente nella versione in neerlandese si sarebbe dovuto tradurre come "*billijke Waarde*", ma utilizza sempre il termine "*Waarde in het Economisch verkeer*".

---

<sup>313</sup> Come noto, le lingue ufficiali del Belgio sono due: il neerlandese (o dialetto fiammingo) e il francese ed è in entrambe le lingue che vengono riprodotti i testi legislativi.

<sup>314</sup> Cfr. le *Observations générales* contenute nell'Avis 45.142/2 del 17 settembre 2008 della Sezione Legislativa del Consiglio di Stato, pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale (*Belgisch Staatsblad – Moniteur Belge*) del 30 ottobre 2008, 57488 ss., in cui si osserva che: «*Les deux versions du projet doivent transposer la directive 2006/68/CE du 6 septembre 2006 (1) en se conformant aux deux versions linguistiques de cet instrument. Le projet à l'examen suscite des difficultés à cet égard. Ainsi, l'article 2 du projet complète l'article 219 du Code des sociétés par l'adjonction d'un paragraphe 2 et le 2°, a), de ce paragraphe utilise en français le terme "juste valeur", alors que la version néerlandaise fait pour sa part référence à "de waarde in het economisch verkeer" et que la directive emploie les termes "billijke waarde", ce qui correspond à la terminologie dans la version française. La même observation s'applique aux articles 8, 10 et 12 du projet de l'arrêté royal. Il en va de même des dispositions relatives aux quasi-apports (articles 3, 4, 9, 13 du projet)*».

Conseguentemente gli articoli 1 e 2 della stessa direttiva sono stati recepiti nel diritto belga in forza dell'Arrête royal dell'8 marzo 2005<sup>315</sup>, che ha introdotto il concetto di "*Waarde in het Economisch verkeer*" nel codice delle società (cfr. in particolare gli articoli 97 e 165)<sup>316</sup>.

Più precisamente, l'articolo 3 del citato regio decreto fornisce una definizione del concetto di "*Waarde in het economisch verkeer*", che deve essere determinato facendo riferimento: a) al valore di mercato, per gli strumenti finanziari per i quali è possibile individuare facilmente un mercato attivo, o, qualora il valore di mercato non sia facilmente individuabile per uno strumento, ma possa essere individuato per i suoi componenti o per uno strumento analogo, il valore di mercato può essere derivato da quello dei componenti o dello strumento analogo; alternativamente b) al valore che risulta da modelli e tecniche di valutazione generalmente accettati, per gli strumenti per i quali non sia possibile individuare facilmente un mercato attivo, che assicurino, peraltro, una valutazione ragionevole del valore di mercato.

Con tale provvedimento normativo, pertanto, sono stati recepiti gli articoli 43, comma 1 della Quarta direttiva<sup>317</sup> e l'articolo 34 della Settima direttiva<sup>318</sup>

---

<sup>315</sup> Arrêté royal modifiant l'arrêté royal du 30 janvier 2001 portant execution du Code des sociétés, 8 mars 2005, pubblicato sulla gazzetta ufficiale del Belgio (*Belgisch Staatsblad – Moniteur Belge*) dell'11 marzo 2005 n. 83, 10531 s.

<sup>316</sup> V. VANDEURZEN, nel suo commento al decreto già citato, il quale ricostruisce le scelte del legislatore belga spiegando che: «*le Gouvernement fait toutefois observer que la directive 2001/65/CE du 27 septembre 2001 (modifiant les directives 78/660/CEE, 83/349/CEE et 86/635/CEE en ce qui concerne les règles d'évaluation applicables aux comptes annuels et aux comptes consolidés de certaines formes de sociétés ainsi qu'à ceux des banques et autres établissements financiers), qui avait pour objet de modifier les directives comptables de façon à autoriser l'évaluation de certains actifs et passifs financiers à leur juste valeur, ne fait nulle part état, dans la version néerlandaise, de "billijke waarde", mais utilise systématiquement les termes "waarde in het economisch verkeer". Les articles 1er et 2 de la directive précitée ont été transposés en droit belge par un arrêté royal du 8 mars 2005, qui a introduit la notion de "waarde in het economisch verkeer" dans l'arrêté royal du 30 janvier 2001 portant exécution du Code des sociétés (voir notamment les articles 91 et 165). Le Gouvernement juge dès lors opportun d'utiliser la même terminologie pour introduire cette notion dans le Code des sociétés*».

<sup>317</sup> Ossia la direttiva 78/660/CEE, del Consiglio del 25 luglio 1978, pubblicata in Gazzetta ufficiale n. L. 222 del 14 agosto 1978, relativa ai conti annuali di taluni tipi di società.

<sup>318</sup> Ossia la direttiva 83/349/CEE del Consiglio del 13 giugno 1983, n. 349, pubblicata in Gazzetta ufficiale n. L 193 del 18 luglio 1983, relativa ai conti consolidati.

modificata dalla c.d. "Direttiva *fair value*"<sup>319</sup>. La nuova disciplina di valutazione dei conferimenti in natura - in coerenza con tale intervento legislativo - fa riferimento alla stessa terminologia già introdotta nel codice delle società.

Per completezza, si deve rilevare che la *Commission des Normes comptables* ha precisato la definizione di *fair value* in due pareri (126/17 e 179/1). Nel primo di essi si ricorda che, in Belgio, il campo per le valutazioni al *fair value* è marginale. L'articolo 35 del decreto di attuazione del codice delle società, infatti, dispone che - salva l'applicazione di alcune norme che prevedono specifici criteri di valutazione<sup>320</sup> - le attività sono valutate al loro valore di acquisizione e sono iscritte in bilancio secondo detto stesso valore, al netto degli ammortamenti e delle svalutazioni. Nei (rari) casi in cui la società non paga il prezzo, perché l'attività è acquisita a titolo gratuito, il valore dei beni, evidentemente, non può essere determinato con riferimento al prezzo pagato. In tali casi, il valore di acquisizione può essere determinato facendo riferimento al prezzo che sarebbe stato pagato per l'acquisizione del bene in una transazione tra parti consapevoli (ossia ciò che viene definito come *fair value* dagli IAS/IFRS).

Il criterio principale a cui fa ancora riferimento la disciplina della contabilità belga è, dunque, quello del valore storico (o del valore di acquisizione). Tale impostazione si concilia anche rispetto all'introduzione dei principi contabili internazionali, dato che - come si è visto al paragrafo 2 di questo capitolo - il Belgio ha optato, da un lato, per limitare l'obbligo per le società quotate di adottare gli IAS al solo al bilancio consolidato (fatta eccezione per le società di investimenti immobiliari, rispetto alle quali si applicano anche per il bilancio di

---

<sup>319</sup> Il recepimento di tali disposizioni era obbligatorio per gli Stati membri e, infatti, anche il legislatore italiano ha provveduto in modo analogo al legislatore belga con il d.lgs. 30 dicembre 2003, n. 394 che ha introdotto nel nostro codice civile l'art. 2427-*bis* c.c., il quale si discosta dalla norma sopra citata soltanto per l'ulteriore precisazione secondo cui «il *fair value* non è determinato se l'applicazione dei criteri indicati (...) non dà un risultato attendibile» (v. co. 4 art. 2427-*bis* c.c.).

<sup>320</sup> Tra cui gli artt. 29 (*dérogation obligatoire aux règles d'évaluation prévues par la loi si leur application ne conduit pas au respect du prescrit de l'image fidèle du patrimoine, de la situation financière et du résultat de la société*), 57 (*plus-values de réévaluation*), 67 (*valeur nominale des créances*), 69 (*valeur d'acquisition ou valeur de marché inférieure pour les stocks*), 71 (*commandes en cours d'exécution avec imputation ou non d'un bénéfice*), 73 (*adaptation de la valeur d'acquisition des titres à revenu fixe en fonction de leur rendement actuariel*) e 77 (*valeur nominale des dettes*).

esercizio) e, dall'altro lato, per le società non quotate, non ha previsto la facoltà di scelta circa l'adozione dei principi in discorso anche in relazione ai bilanci d'esercizio.

In considerazione di tale impostazione, persino il riferimento al concetto di valore di mercato è stato criticato da una parte della dottrina belga come probabile causa del ricorso limitato nella pratica al criterio del valore contabile di bilancio<sup>321</sup>.

Le critiche, peraltro, non sono state limitate solo a tale criterio, ma più in generale si osserva che la disciplina introdotta non raggiunge l'obiettivo che si era prefissata, ossia la semplificazione della procedura applicabile ai conferimenti in natura. Si evidenzia, infatti, ad esempio, che essendo comunque necessaria una dichiarazione (da parte del consiglio di amministrazione da depositare alla cancelleria del tribunale del commercio) relativamente simile a quella relazione speciale prevista nel regime tradizionale ad opera del medesimo consiglio di amministrazione, la semplificazione è solo parziale e si configura principalmente con riferimento alla mancanza dell'obbligo di far elaborare a un revisore la stima del conferimento<sup>322</sup>.

Ulteriore critica al nuovo sistema di valutazione attiene alla considerazione che esso può determinare uno spostamento di responsabilità dal revisore in capo agli amministratori della società, posto che sono gli amministratori (e non più il revisore) a dover menzionare nella loro dichiarazione (i) se il valore ottenuto corrisponde (almeno) con il numero e il valore delle azioni emesse in considerazione del conferimento in natura e (ii) se siano emerse circostanze particolari che potrebbero influire sulla valutazione del conferimento in natura.

---

<sup>321</sup> In tal senso v. HEENE – LECOUTRE, *Inbreng in natura, inkoop eigen aandelen in financiële bijstand*, NJW, 2009, 474 ss., non consultato personalmente ma citato da CORBISIER & BURBI, *Les opérations sur capital dans une société anonyme à la suite de la Loi du 10 Juin 2009: regards croisés de l'administrateur et du réviseur d'entreprises agréé*, Larcier Ed., 2010, 59.

<sup>322</sup> Per una critica alla disciplina in esame v. BALESTRA-STEMPNIERWSKI, *A partir du 1er janvier 2009 nouvelles exceptions à l'intervention d'un réviseur d'entreprises en cas d'apport en nature*, in *Tax Audit & Accountancy*, 2009, 1 ss. che affermano: «*a rédaction manque de cohérence à deux niveaux: sont visés des éléments d'actif dont la juste valeur est tirée de comptes annuels contrôlés par un commissaire uniquement, alors que le régime général de l'apport en nature repris dans les § 1er ne connaît pas cette restriction et prévoit l'intervention d'un réviseur d'entreprises aussi. Ensuite concernant l'apport à la constitution, cette condition ne sera jamais réalisée*».

Proprio per questo, si ritiene che probabilmente i fondatori (e gli amministratori poi) preferiranno utilizzare il procedimento ordinario di valutazione del conferimento non in denaro per evitare di assumersi le maggiori responsabilità connesse alla nuova disciplina<sup>323</sup>.

Secondo questa parte della dottrina belga, le “semplificazioni” adottate rappresentano, quindi, un "passo indietro" e sono fonte di insicurezza<sup>324</sup>.

Pur riconoscendo che le nuove regole hanno lo scopo di introdurre una maggiore flessibilità e ridurre i costi amministrativi, si è osservato che il loro impatto potrebbe essere limitato: in particolare, l'uso del criterio del valore economico iscritto nel bilancio precedente potrebbe dipendere dall'evoluzione del diritto contabile nazionale rispetto all'iscrizione al valore equo.

#### **4.2. – Il Lussemburgo e l'applicazione del criterio del valore contabile di bilancio secondo la prassi notarile.**

Con la legge del 10 giugno 2009<sup>325</sup> è stata trasposta nell'ordinamento lussemburghese la direttiva 2006/68/CE già più volte citata<sup>326</sup>.

---

<sup>323</sup> A questa conclusione giunge WESTRADE, *L'apport en nature: quelques observations relatives à son déroulement pratique*, *Cah. Jur.*, 2009, 100 ss. e in particolare 102.

<sup>324</sup> In questi termini BRAECKMANS, *Versoepelingen in het Wetboek Vennootschappen: inbreng in natura, inkoop van eigen aandelen in financiële bijstand (K.B. van 8 oktober 2008)*, *R.W.*, 2009, n. 26, non consultato personalmente ma citato in CORBISIER, *Les opérations sur capital dans une société anonyme à la suite de la loi du 10 Juin 2009 : regards croisés de l'administrateur et du réviseur d'entreprises agréé*, consultato in data 25 agosto 2013 al link <http://www.philippelaw.eu/UploadDirectory/UserFiles/files/Corbisier.pdf>.

<sup>325</sup> Pubblicata su *Mémorial Luxembourgeois*, n. 151, in data 29 giugno 2009, 2268-2275. La legge del 10 giugno 2009 nasce allo scopo di semplificare le modalità di costituzione delle società sul presupposto, però, della salvaguardia del capitale. Con essa sono state recepite: la direttiva 2005/56/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 ottobre 2005, relativa alle fusioni transfrontaliere delle società di capitali; la direttiva 2006/68/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 6 settembre 2006; la direttiva 2007/63/CEE del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 novembre 2007 di modifica della direttiva 78/855/CEE e 82/891/CEE del Consiglio per quanto riguarda il requisito di una relazione di esperti indipendenti in occasione di fusione o scissione di società anonime.

<sup>326</sup> Sul recepimento della direttiva 2006/68/CE nell'ordinamento lussemburghese v.: LECOURT, *Directive n° 2006/68/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 septembre 2006 modifiant la Dir. n° 77/91/CEE du Conseil en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien*

Il preambolo di tale provvedimento legislativo ricorda l'evoluzione europea verso la semplificazione della Seconda direttiva e delinea l'ottica liberale che (tradizionalmente) caratterizza il legislatore lussemburghese<sup>327</sup>.

Le nuove disposizioni sono inserite come parte di un articolo (art. 26-1 legge del 10 agosto 1915) relativo alla costituzione della società, ma, in considerazione della loro formulazione (il riferimento al consiglio o al comitato esecutivo) e della presenza di una regola specifica (art. 26-1, § (3e) per l'utilizzo del capitale sociale) sono destinate ad essere applicate anche in sede di aumenti del capitale.

La nuova disciplina prevede la facoltà per i fondatori (in fase di costituzione) o per l'organo amministrativo (in fase di aumento del capitale) di decidere di non utilizzare la normale procedura di verifica dei conferimenti in natura, in primo luogo, quando il conferimento è costituito da titoli quotati.

In tal caso, questi valori sono valutati al prezzo medio ponderato<sup>328</sup> al quale sono stati negoziati su uno o più mercati regolamentati per un periodo (che il Lussemburgo, come l'Italia, ma a differenza di altri legislatori europei<sup>329</sup>, come visto – ha deciso sia) di sei mesi prima della data effettiva del conferimento<sup>330</sup>.

---

*et les modifications de son capital*, in *Rev. soc.*, 2006, 673 ss.; BASE - VAN BUGGENHOUT, *Droit européen des sociétés: vers une réforme du "capital"?*, in *J.T.D.E*, 2007, 193 ss.; CORBISIER & BURBI, *Les opérations*, cit.

<sup>327</sup> *Projet 5829, Exposé de motifs*, 13. *Voy égal. Rapport de la Commission juridique*, Doc. n. 5829-6, 3 s., il quale si esprime, infatti, nei seguenti termini: «*A cet égard, dans l'esprit de la tradition de libéralisme économique qui caractérise le droit luxembourgeois des sociétés, le présent projet de loi a adopté une approche très libérale quant aux options offertes aux Etats membres*».

<sup>328</sup> Sulla nozione di "media ponderata", cfr. il Commento degli articoli (Progetto 5829, 14 p.) che la riferisce al volume dei titoli che sono stati negoziati a un dato prezzo, escludendo quindi che il prezzo medio sia una media aritmetica semplice dei prezzi registrati su un periodo specifico. La dottrina belga si è espressa nella stessa direzione: v. BRAECKMANS, *Op. cit.*, n. 7.

<sup>329</sup> Tra cui Germania, Spagna e Belgio, che hanno invece optato per una più ristretta cornice temporale per valutare il prezzo medio ponderato del valore dei titoli.

<sup>330</sup> V. art. 26-1, § " (3bis), che testualmente recita: «*Lorsque, sur décision de l'organe d'administration ou de direction, l'apport autre qu'en numéraire est constitué de valeurs mobilières au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 18), de la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers ou d'instruments du marché monétaire au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 19), de cette directive, et lorsque ces valeurs ou instruments sont évalués au prix moyen pondéré auquel ils ont été négociés sur un ou plusieurs marchés réglementés au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 14), de ladite directive au cours d'une période de 6 mois*

Si torna, tuttavia, alla normale procedura di valutazione del conferimento in caso di "circostanze eccezionali", definite (dall'art. 26-1, § (3bis), seconda parte<sup>331</sup>) come quelle che possono cambiare significativamente il valore delle attività alla data effettiva del conferimento, compresi i casi in cui il mercato per tali titoli o strumenti del mercato sia diventato illiquido. In questo caso, la rivalutazione viene eseguita secondo la normale procedura su iniziativa e sotto la responsabilità dei fondatori (in sede di costituzione, ai sensi dell'art. 443, § 2 par. 2, 1° BCC) o del consiglio di amministrazione (o del comitato esecutivo, in caso di aumento del capitale, ex art. 602, § 2, al. 2, 1° Codice delle società).

Secondo caso di deroga al regime generale di valutazione dei conferimenti in natura si ha per il caso in cui essi siano già stati valutati al *juste valeur* da un revisore indipendente<sup>332</sup>, purché esso sia stato determinato ad una data non anteriore di più di sei mesi il conferimento e la valutazione sia stata condotta in conformità con i principi e criteri di valutazione generalmente accettati in Lussemburgo per il tipo di attività conferita.

Sul concetto di *juste valeur* è stato osservato che, sebbene esso possa essere inteso come parte del diritto acquisito dell'UE con l'adozione degli IFRS alla luce

---

*précédant la date effective de l'apport autre qu'en numéraire, les paragraphes (2) et (3) ne sont pas applicables».*

<sup>331</sup> Secondo cui: «*Toutefois, si ce prix a été affecté par des circonstances exceptionnelles pouvant modifier sensiblement la valeur de l'élément d'actif à la date effective de son apport, notamment dans les cas où le marché de ces valeurs mobilières ou de ces instruments du marché monétaire est devenu illiquide, une réévaluation est effectuée à l'initiative et sous la responsabilité de l'organe d'administration ou de direction. Les paragraphes (2) et (3), sont applicables aux fins de cette réévaluation».*

<sup>332</sup> Disciplinato all'art. 26-1, § (3-ter), che prevede: «*Lorsque, sur décision de l'organe d'administration ou de direction, l'apport autre qu'en numéraire est constitué d'éléments d'actif autres que les valeurs mobilières ou les instruments du marché monétaire visés aux paragraphes (3-bis) à (3-quater) qui ont déjà fait l'objet d'une évaluation à la juste valeur par un réviseur d'entreprises et que les conditions suivantes sont remplies:*

- a) la juste valeur est déterminée à une date qui ne peut précéder de plus de six mois la réalisation effective de l'apport;*
- b) l'évaluation a été réalisée conformément aux principes et aux normes d'évaluation généralement reconnus au Luxembourg pour le type d'élément d'actif constituant l'apport, les paragraphes (2) et (3) ne sont pas applicables».*



del Regolamento CE n. 1606/2002 citato, non è detto espressamente che si tratti del “*fair value IFRS*” considerato che il contesto è diverso<sup>333</sup>.

Inoltre, si sottolinea che il revisore della società – quando nominato – è chiamato a indicare nella sua relazione di controllo sul bilancio, da emettere quale esperto indipendente, che il valore dei beni conferiti è almeno pari al valore nominale o, in mancanza di esso, al valore contabile e, se del caso, al sovrapprezzo. Pertanto, almeno in linea di principio, il revisore non è chiamato ad esprimersi sul *fair value* (né sul più generico concetto di valore corretto) delle attività valutate, ma esclusivamente sulla corrispondenza del valore del conferimento rispetto al numero e al valore delle azioni attribuite al conferente come contropartita dell’apporto, solo al fine di garantire che non vi sia sopravvalutazione.

Per quanto riguarda i “principi e le norme di valutazione generalmente accettate”, occorre puntualizzare che, mentre in Belgio gli *standard* di valutazione internazionali e le linee guida internazionali di *private equity* e *venture capital* sono stati citati come esempi di tali principi dallo stesso legislatore (nella relazione di accompagnamento alla normativa in esame) in Lussemburgo – nonostante l’influenza delle scelte compiute nell’ordinamento vicino - il legislatore non ha dato una definizione di essi<sup>334</sup>. In questo Paese non esiste una definizione di quali sono i principi e criteri di valutazione generalmente riconosciuti, pertanto il

---

<sup>333</sup> Così CORBISIER & BURBI, *Les opération*, cit., i quali affermano che «*En effet, si la notion de juste valeur peut être considérée comme faisant partie de l’acquis communautaire de par l’adoption des normes comptables IFRS dans le cadre de la procédure prévue à l’article 6, §2, du règlement CE n. 1606/2002 du Parlement et du Conseil du 19 juillet 2002 sur l’application des normes comptables internationales, rien ne dit expressément qu’il s’agit bien de cette juste valeur IFRS pour le type d’actifs considéré le contexte étant différent. Par ailleurs, une autre problématique réside dans le fait que le réviseur d’entreprises agréé est en principe appelé à indiquer dans son rapport de contrôle que la valeur de l’actif apporté correspond au moins au nombre et à la valeur nominale, ou, à défaut de valeur nominale, au pair comptable et, le cas échéant, à la prime d’émission des actions à émettre en qualité d’expert indépendant n’a en principe pas vocation à s’exprimer sur la juste valeur du bien apporté, mais uniquement sur la correspondance de la valeur attribuée à l’apport avec le nombre et la valeur des actions émises en contropartie avec comme corollaire principal la confirmation de l’absence de surévaluation, ce qui n’exclut pas, en pratique, les sous-évaluations comme illustré précédemment*».

<sup>334</sup> Sul punto v. I.R.E., *Avis de l’Institut des réviseurs d’entreprises*, 17 novembre 2008, doc. N. 5829-2, 2.

riferimento ad essi contenuto nell'art. 26 implica un'attività di interpretazione che si riflette sull'applicazione del criterio di valutazione in esame.

Anche con riferimento a tale criterio è previsto il ritorno alla normale procedura di valutazione quando si riscontrino "nuove circostanze" che possano modificare sensibilmente il valore delle attività alla data effettiva del suo conferimento<sup>335</sup>. In questo caso la nuova valutazione avviene per l'iniziativa e sotto la responsabilità dei fondatori o del consiglio di amministrazione. In caso di inerzia di tali soggetti, è previsto il diritto degli azionisti di minoranza (che raggiungano il 5% del capitale sociale) di ottenere che si proceda secondo il regime ordinario di valutazione<sup>336</sup>.

Infine - in totale recepimento delle previsioni contenute nella Direttiva - si prevede come terza deroga al sistema ordinario<sup>337</sup>, quando il conferimento è costituito da attività diverse da titoli quotati (di cui al primo criterio), il criterio del "*juste valeur*", calcolato per le singole attività, iscritto nel bilancio civilistico<sup>338</sup>

---

<sup>335</sup> Così il testo dell'art. 26-1, § (3-ter, seconda parte) ai sensi del quale: «*En cas de circonstances nouvelles pouvant modifier sensiblement la juste valeur de l'élément d'actif à la date effective de son apport, une réévaluation est effectuée à l'initiative et sous la responsabilité de l'organe d'administration ou de direction. Les paragraphes (2) et (3) sont applicables aux fins de cette reévaluation. Faute d'une telle réévaluation, un ou plusieurs actionnaires détenant un pourcentage total d'au moins 5 % du capital souscrit de la société au jour de la décision d'augmenter le capital peuvent demander une évaluation par un réviseur d'entreprises, auquel cas les paragraphes (2) et (3) sont applicables. Ce ou ces actionnaires peuvent en faire la demande jusqu'à la date effective de l'apport, à condition que, à la date de la demande, le ou les actionnaires en question détiennent toujours un pourcentage total d'au moins 5 % du capital souscrit de la société, comme c'était le cas au jour où la décision d'augmenter le capital a été prise*». Si noti che, a differenza di altri ordinamenti, il legislatore lussemburghese ha ritenuto di riconoscere tale facoltà ai soci di minoranza anche rispetto a conferimenti effettuati in fase di costituzione della società, e non solo in sede di aumento del capitale. Per un'analisi delle ragioni di tale scelta v. CORBISIER & BURBI, *Op. cit.*, 13.

<sup>336</sup> In questi termini l'art. 26-1, § (3b), al. 3.

<sup>337</sup> All'art. 26-1, § (3quater), che recita: «*Lorsque, sur décision de l'organe d'administration ou de direction, l'apport autre qu'en numéraire est constitué d'éléments d'actif autres que les valeurs mobilières ou les instruments du marché monétaire visés au paragraphe (3bis) dont la juste valeur est tirée, pour chaque élément d'actif, des comptes légaux de l'exercice financier précédent, à condition que les comptes légaux aient été contrôlés conformément à la directive 2006/43/CE du Parlement européen et du Conseil du 17 mai 2006 concernant les contrôles légaux des comptes annuels et des comptes consolidés, les paragraphes (2) et (3) ne s'appliquent pas.*

*Le paragraphe (3ter), deuxième et troisième alinéas, est applicable mutatis mutandis*».

<sup>338</sup> Si nota che la disposizione di legge in questione usa l'espressione "bilancio civilistico", mentre generalmente (ad esempio negli altri ordinamenti che hanno introdotto la medesima previsione) si fa riferimento al termine di "conti annuali". In realtà questa particolare

dell'esercizio precedente, a condizione che il bilancio medesimo sia stato verificato<sup>339 340</sup>.

Da subito, la dottrina lussemburghese<sup>341</sup> che ha commentato la norma ha evidenziato la portata relativamente limitata di questa eccezione, in considerazione del fatto che essa richiede la verifica dei conti da parte di un revisore indipendente, di cui in tale Paese sono dotate solo le società di una certa dimensione<sup>342</sup>.

L'introduzione di questa eccezione è, poi, fortemente criticata da una parte della dottrina lussemburghese in quanto non ritenuta equivalente rispetto alla

---

formulazione deriva dal testo della direttiva (articolo 10-*bis*, comma 3, della Seconda direttiva). Non c'è dubbio, tuttavia, che con questa espressione il legislatore lussemburghese e, prima ancora, quello europeo, abbiano in realtà voluto riferirsi al bilancio. In questo senso CORBISIER, *Les opérations*, cit., 14 in nt. n. 49, la quale, a sostegno di tale osservazione, richiama il Commento agli articoli, contenuto nel Progetto 5829 (a pagina 15), che su tale eccezione si riferisce ai conti annuali per l'anno fiscale della società, a condizione che siano stati rivisti.

<sup>339</sup> V. l'art. 26-1, § (3c), che recepisce l'art. 10-*bis*, comma (3), della Seconda direttiva modificata.

<sup>340</sup> La disciplina alternativa di valutazione dei conferimenti in natura si completa poi di due ultime disposizioni, ossia il § (3*quinqies*), secondo cui «*Lorsqu'un apport autre qu'en numéraire visé aux paragraphes (3bis) à 3 est effectué sans recourir au rapport du réviseur d'entreprises visé aux paragraphes (2) et (3), une déclaration contenant les éléments suivants fait l'objet d'une publication conformément à l'article 9 dans le délai d'un mois après la date effective de l'apport: a) une description de l'apport autre qu'en numéraire concerné; b) sa valeur, l'origine de cette évaluation et, le cas échéant, le mode d'évaluation; c) une attestation précisant si les valeurs obtenues correspondent au moins au nombre, à la valeur nominale ou, à défaut de valeur nominale, au pair comptable et, le cas échéant, à la prime d'émission des actions à émettre en contrepartie de cet apport; d) une attestation selon laquelle aucune circonstance nouvelle intéressant l'évaluation initiale n'est survenue. La déclaration comprend en outre les indications relatives à la valeur nominale des actions ou, à défaut de valeur nominale, le nombre des actions émises en contrepartie de chaque apport qui n'est pas effectué en numéraire, ainsi que le nom de l'apporteur*» e il § (3*sexies*), secondo cui: «*Lorsqu'il est proposé de faire un apport autre qu'en numéraire sans recourir au rapport du réviseur d'entreprises visé aux paragraphes (2) et (3), dans le cadre d'une augmentation de capital qu'il est proposé de réaliser en application de l'article 32, paragraphes (2) et (3), une annonce comprenant la date à laquelle la décision d'augmenter le capital a été prise et les informations énumérées au paragraphe (3*quinqies*) fait l'objet d'une publication conformément à l'article 9 et ce avant la réalisation effective de l'apport autre qu'en numéraire constitué par l'élément d'actif. Dans ce cas, la déclaration visée à l'alinéa 1 du paragraphe (3*quinqies*) se résume à une attestation selon laquelle aucune circonstance nouvelle n'est survenue depuis que l'annonce susmentionnée a fait l'objet d'une publicité*».

<sup>341</sup> In questo senso CORBISIER, *Les opérations*, cit., 14.

<sup>342</sup> V. gli artt. 35 e 69 della legge 19 dicembre 2002, secondo cui devono dotarsi di una società di revisione le società che, alla data del bilancio, superino due dei seguenti criteri: (i) totale dello stato patrimoniale: euro 3.125.000; (ii) fatturato netto: euro 6,25 milioni; (iii) numero di persone occupate a tempo pieno e in media durante l'anno: 50.

valutazione del conferimento operata da parte di un esperto indipendente sul punto delle garanzie fornite agli azionisti e ai terzi della società conferitaria circa il valore del conferimento. Si osserva, infatti, che sia il contesto sia le finalità perseguite sono diverse nel caso di controllo sul bilancio da parte del revisore legale a ciò nominato e di controllo della qualità del conferimento in natura<sup>343</sup>.

Quanto al concetto di *juste valeur* la dottrina è divisa, tra la sua ricostruzione in termini di valore di mercato o di quello tecnico di *fair value* secondo gli IAS/IFRS.

A favore della prima, è stato osservato che nel contesto del Lussemburgo, il riferimento al più generale valore di mercato è stato già preferito dal legislatore come metodo di valutazione e indicato all'articolo 57 della legge del 19 dicembre 2002<sup>344</sup>, come criterio di valutazione derogatorio per le società di investimento, prima dell'entrata in vigore della legge del 10 dicembre 2010 (doc. Par. 5976)<sup>345</sup>.

---

<sup>343</sup> In questo senso CORBISIER & BURBI, *Les opération, cit.*, 53 s., i quali più ampiamente osservano che «Dès lors, la présence de l'actif en question dans lesdits comptes audités n'implique pas forcément que celui-ci ait été soumis à des procédures de vérification spécifiques, et ce, du fait des procédures d'audit qui reposent notamment sur des techniques telles que l'échantillonnage. Par ailleurs, il est également concevable que l'actif en question ne soit pas significatif au regard des comptes légaux pris dans leur ensemble et alors même que cet actif peut être significatif pour l'entité bénéficiaire de l'apport et est certainement significatif au regard de l'opération d'apport en tant qu'opération considérée isolément. Pour les raisons qui précèdent, des situations se présenteront en pratique où l'exception de l'article 26-1, § 3<sup>quater</sup> pourra être invoquée parce que les conditions en sont remplies alors même que l'actif apporté n'aura pas fait l'objet de procédures de vérification spécifiques. Le contexte et l'objectif profondément différents existant entre la mission de contrôle légal des comptes par une personne agréée et le contrôle de l'apport en nature par un expert indépendant ne semblent pas avoir été pris en considération ni par le législateur communautaire ni par le législateur luxembourgeois».

<sup>344</sup> Loi du 19 décembre 2002 concernant le registre de commerce et des sociétés ainsi que la comptabilité et les comptes annuels des entreprises.

<sup>345</sup> Così CORBISIER & BURBI, *Les opération, cit.*, 57 s., i quali, in nt. n. 75 precisano che la legge del 10 dicembre 2010 (che adotta il progetto di legge n. 5976), nel suo art. 1 § 14, ha sostituito la parola "*valeur de marché*" con la parola "*juste valeur*". Al riguardo, inoltre, preme spiegare che l'art. 57 citato si applica alla valutazione dei titoli in cui le società di investimento (di cui alla legge modificata del 20 dicembre 2002 sugli organismi di investimento collettivo) hanno investito i loro fondi. Per quanto attiene alla questione dell'applicabilità delle misure di semplificazione in materia di conferimenti in natura (art. 26-1 § 3a a 3c) ai fondi di investimento, disciplinati in questa norma, gli Autori ritengono più opportuno che si proceda alla normale procedura di valutazione dei conferimenti che prevede la stima di un revisore indipendente, salvo vi sia una espressa autorizzazione della C.S.S.F. (ossia l'autorità di vigilanza).

La stessa dottrina ha fatto poi notare che la formulazione dell'articolo 26-1 (3-*quater*) – nella parte in cui afferma che il *juste valeur* è derivato per ogni elemento delle attività – potrebbe essere interpretato nel senso di ritenere sufficiente che il *fair value* sia indicato (anche solo) nella nota integrativa al bilancio<sup>346</sup>.

Tale ricostruzione comporta un ampliamento dell'ambito applicativo del criterio previsto dall'art. 26-1 (3-*quater*), considerato che non limita il beneficio dell'esenzione della perizia di stima solo alle società che hanno adottato i principi contabili internazionali. Infatti, le società che pur redigendo il proprio bilancio secondo principi diversi da quelli previsti dal sistema IAS/IFRS – quali il costo storico di acquisto e quello della prudenza in genere – sono comunque libere di indicare negli allegati - per una più completa trasparenza verso i soci e i terzi – informazioni complementari tra cui, eventualmente, anche il *fair value* delle attività.

Siffatta interpretazione incide, conseguentemente, anche sulla definizione del "*juste valeur*" a cui fa riferimento l'articolo 26-1 (3-*quater*), divenendo essenziale – indipendentemente dai criteri utilizzati per la redazione – (soltanto) che il valore che ne deriva sia rappresentativo del *fair value*.

Occorre, peraltro, osservare che in Lussemburgo per alcune società è prevista la possibilità di redigere i propri bilanci oltre che in base agli IFRS, secondo un modello misto chiamato "Lussemburgo GAAP con opzione *fair value*", introdotto a seguito del recepimento nel diritto nazionale della Quarta direttiva di modernizzazione sulla contabilità<sup>347</sup>, il che rende probabilmente più frequente la

---

<sup>346</sup> In effetti, il diritto contabile lussemburghese specifica che «il bilancio di esercizio [...] comprende lo stato patrimoniale, il conto economico e le note integrative: questi documenti formano un tutto» (art. 26 della legge del 19 dicembre 2002, e per il bilancio consolidato nell'art. 319 della legge del 10 agosto 1915). Secondo l'interpretazione citata, pertanto, il *fair value* che deve scaturire dal bilancio civilistico può essere indicato in uno dei vari elementi costitutivi dello stesso. Come si è già detto (v. *supra*, nt. n. 131), anche nel nostro ordinamento nazionale è stata proposta tale interpretazione: così il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, nel documento "*La determinazione dei valori di conferimento di beni in natura o crediti senza relazione di stima (artt. 2343-ter e 2343-*quater*, c.c.)*", *cit.*, 20.

<sup>347</sup> Il recepimento nel diritto lussemburghese della direttiva 2001/65/CE sul *fair value* e di quella cd. di "modernizzazione contabile" (2003/51/CE) e l'esercizio delle opzioni previste dall'art. 5

presenza di iscrizioni al *fair value* nei bilanci societari e, di riflesso, il ricorso alla deroga prevista al § 3-*quater* in questo Paese.

L'interpretazione estensiva del concetto in esame ha trovato applicazione più volte da parte della prassi notarile, come emerge dai risultati di una ricerca empirica<sup>348</sup> eseguita nell'arco temporale tra giugno 2009 e giugno 2010, secondo cui le misure di semplificazione previste agli artt. 26-1 (*3bis*) a 26-1 (*3quater*) – durante l'arco temporale preso in esame – sono state utilizzate sette volte dopo l'entrata in vigore della legge del 10 giugno 2009<sup>349</sup>. In cinque di tali casi, è stato fatto riferimento al criterio del valore contabile di bilancio (di cui all'art. 26-1, *3quater*) e, in quattro di essi, i conferimenti in natura sono stati valutati, sulla base delle informazioni disponibili, non espressamente al *fair value* ma il valore espresso in relazione ad essi è stato successivamente considerato (e dichiarato tale in atto) pari al *fair value*<sup>350</sup>.

Da tale ricerca si può osservare, quindi, che sebbene i beni oggetto di conferimento in nessuno dei quattro casi erano stati valutati in modo esplicito al *fair value* nei bilanci d'esercizio sottoposti a verifica, ciò non è stato ritenuto d'ostacolo all'applicazione della deroga prevista all'art. 26-1 (*3quater*) in presenza

---

del regolamento IAS (2002/1606/CE) hanno l'effetto di introdurre un'opzione per la redazione dei bilanci d'esercizio e consolidati secondo gli IFRS al posto dei principi chiamati "Lux GAAP" e secondo un sistema misto o ibrido che può essere definito "Lux GAAP con opzione *fair value*" o ancora "Lux GAAP con l'opzione IAS". I testi che introducono tali opzioni sono i seguenti: per gli enti creditizi: la legge del 16 marzo 2006 relativa alla introduzione dei principi contabili internazionali per il settore assicurativo (Mem., A.92, 5 marzo 2006); per il settore assicurativo: la legge del 27 aprile 2006 (Mem., A-92, 29 maggio 2006); per le società: la legge del 10 dicembre 2010 (Mém., A-225, del 17 dicembre 2010).

<sup>348</sup> Riportata da I. CORBISIER & D. BURBI, *Les opération, cit.*, 139 ss. dove viene riprodotto il testo dell'intera ricerca citata.

<sup>349</sup> Si è riscontrato l'utilizzo del criterio del prezzo medio ponderato di cui all'art. 26-1 (*3bis*) in un caso; del criterio della perizia di stima di un esperto indipendente di cui all'art. 26-1 (*3ter*) in un caso; e del criterio del valore contabile di bilancio di cui all'art. 26-1 (*3quater*) in cinque casi.

<sup>350</sup> V. I. CORBISIER & D. BURBI, *Les opération, cit.*, 60, nt. n. 79 e a pagina 139 ss. dove si precisa che rispetto ai quattro casi riportati «*lesdits comptes bien qu'établis suivant les normes IFRS ne faisaient pas référence explicitement à la juste valeur de l'actif apporté, tout au plus peut-on supposer que la valeur d'actif net de la société telle que celle-ci ressort de ses comptes légaux audités correspond à sa juste valeur, ce qui est certes une possibilité, mais ne constitue néanmoins pas une évidence*».

di una dichiarazione in atto sulla corrispondenza del valore contabile al "*juste valeur*".

**5. – Altri Paesi che hanno adottato il criterio del valore contabile di bilancio: Grecia, Polonia e Lituania.**

Altri tre Paesi dell'Unione europea hanno adottato il criterio del valore contabile di bilancio: la Grecia, la Polonia e la Lituania. Si tratta di ordinamenti che presentano un diritto societario meno sviluppato ed evoluto rispetto a quelli già presi in considerazione e che, avendo, quindi, una rilevanza minore nel nostro ordinamento, verranno trattati solo succintamente.

L'analisi delle soluzioni adottate in questi paesi può essere comunque interessante per verificare come la Direttiva 2006/68/CE è stata tradotta in dettato normativo e quale è stata la risposta degli interpreti, potendo, come si è già detto, risultare utile anche per interpretare la disciplina italiana (quando la scelta si rivela attuata in modo analogo anche dal nostro legislatore) o per risolvere questioni che la stessa lascia irrisolte.

Il primo paese citato è la Grecia, che ha adottato la Direttiva nel 2007, attraverso l'art. 15 della legge 3604/2007<sup>351</sup>, di modifica della legge 2190/1920 sulle società per azioni.

In questo ordinamento, il regime ordinario – disciplinato all'art. 9 del medesimo provvedimento normativo – prevede che la valutazione dei conferimenti in natura applicabile sia nella fase di costituzione della società, così come in ogni aumento di capitale, viene effettuata previo parere di un comitato di tre esperti, di cui uno o due dipendenti del Ministero dello Sviluppo (Dipartimento del Commercio) o della Prefettura competente, o da uno o due revisori contabili, a seconda dei casi, e da un terzo membro individuato tra gli esperti, in rappresentanza della Camera competente. I membri del Comitato non devono avere alcun tipo di legame con la società e sono nominati attraverso un

---

<sup>351</sup> Pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale della Grecia in data 8 agosto 2007.

atto del Ministro del Commercio. Già nella disciplina ordinaria, anche prima dell'introduzione del regime speciale di valutazione dei conferimenti in natura, è prevista una eccezione, regolata al comma 4 dell'articolo citato, ai sensi del quale si prevede che i fondatori durante la fase di costituzione o, successivamente, il consiglio di amministrazione possono decidere che la valutazione avvenga a spese della società ad opera di due commercialisti e revisori dei conti o, a seconda dei casi, due esperti del *Certified Evaluators Body*<sup>352</sup>.

Con la legge 3604/2007 è stato introdotto l'articolo 9a KN 2190/1920<sup>353</sup>, che disciplina interamente il modello speciale di valutazione dei conferimenti non in denaro, in cui sono previste tutte e tre le eccezioni prescritte dalla Direttiva. Il primo comma della norma citata riguarda il conferimento di valori mobiliari o strumenti monetari che possono essere valutati attraverso il calcolo del prezzo medio ponderato al quale sono stati negoziati su uno o più mercati regolamentati. Interessante al riguardo è che, ai fini di siffatto calcolo, la Grecia – come l'Italia – ritiene adeguato il periodo di riferimento di sei mesi<sup>354</sup>. Il secondo comma

---

<sup>352</sup> La norma precisa, inoltre, che tra tali soggetti e la società non devono esserci rapporti che impedirebbero la realizzazione di una revisione legale dei conti indipendente. Inoltre, essi non devono aver effettuato la revisione legale dei conti della società nel corso degli ultimi tre anni.

<sup>353</sup> Per un commento alle previsioni introdotte v. VERVESOS, in *Commentary on Law of AE*, 2010, Art. 9a, 485 ss.

<sup>354</sup> Cfr. art. 9a, § 1 che, nella versione in inglese, recita: «1. *The company has the option not to apply article 9 when according to the Articles of Association or the decision of the corporate body that decides the capital increase, the contributions in kind are securities or money market instruments according to the definitions of points 18 and 19 of par 1 of article 4 of Directive 2004/39/EEC of the European Parliament and the Council of 21st of April 2004, on the financial securities markets (OJ L 321 of 31.12.2003), respectively, under the following conditions:*

*α) The securities or the money-market instruments are valued at the average weighted price at which they were negotiated in a stock exchange during the last six-months before the realization date of the relevant contribution.*

*β) When the price of the previous case has been affected by exceptional circumstances that may significantly change the value of the above assets during the realization date of the contribution, as inter alia in cases the market of such securities or money-market instruments has ceased to have liquidity, the value must be reassessed with the initiative and under the responsibility of the Board of Directors. For the reassessment of the above value a valuation takes place according to article 9. The shareholder that has contributed the above assets has the obligation to pay at once in cash any additional difference; otherwise it is considered that he has not paid his contribution».*



dell'articolo 9a<sup>355</sup> disciplina il caso in cui vi sia già una valutazione redatta da un esperto che attesti [secondo la traduzione inglese del testo normativo] il “*fair value*”<sup>356</sup> del bene oggetto di conferimento. E' richiesto poi che tale valore sia stato determinato da non più di sei mesi prima della data del conferimento e che la valutazione sia stata eseguita in conformità con gli *standards* di valutazione generalmente accettati e i principi applicati in Grecia per il tipo di attività da conferire. Infine al comma 3<sup>357</sup> dell'art. 9a della legge 2190/1920 si fa riferimento [sempre secondo la traduzione in inglese della norma] al *fair value* iscritto nel bilancio di esercizio del precedente anno. La norma, dunque, richiama sia con riferimento al criterio della valutazione dell'esperto, sia rispetto al criterio del

---

<sup>355</sup> Secondo cui (nella versione in inglese): «*The company has the option not to apply article 9, when according to the Articles of Association or the decision of the corporate body that decides the capital increase the contribution in kind consists of assets other than the transferable securities or the money-market instruments of par. 1, the fair value of which has already been valued by an established and independent expert and the following conditions are fulfilled:*

*α) the fair value of the above assets has been determined on a date that does not precede more than six (6) months the realization date of the relevant contribution;*

*β) the valuation was realized according to the generally accepted rules and the valuation principles that are effective in Greece for the specific contributed assets;*

*c) when new circumstances occur that can significantly change the fair value of the above assets on the realization date of their contribution, the value must be reassessed on the initiative and under the responsibility of the Board of Directors. For the reassessment of the value a valuation according to article 9 takes place. In case this reassessment does not take place, one or more shareholders that own in total at least five per cent 5% of the company's subscribed capital, on the date on which the capital increase is decided, have the right to ask for a valuation according to article 9. These shareholders can file their application up until the realization date of the contribution in kind under the condition that on the filing date of the application they still own in total at least five per cent (5%) of the subscribed capital of the company, as it was formed on the date on which the capital increase was decided. The shareholder that has contributed the above assets is obliged to pay immediately any additional difference in cash, otherwise it is considered that he has not paid his contribution».*

<sup>356</sup> In greco “*εὐλογη ἀξία*”.

<sup>357</sup> Il quale (nella versione in inglese) recita: «*The company has the option not to apply article 9 when according to the Articles of Association or the decision of the corporate body that decides the capital increase, the contribution in kind consists of assets, other than the securities or the money-market instruments of par. 1, the fair value of which derives, for each of them, from the obligatory accounts of the previous financial year, provided that these accounts have been audited according to Directive 2006/43/EC of the European Parliament and the Council of the 17th of May 2006, on the obligatory audits of the annual and consolidated accounts (OJ L 157 of 9.6.2006). If new circumstances that can significantly change the fair value of the above assets on the day of the realization of their contribution occur, the provisions of section c of par. 2 apply*».

valore contabile di bilancio il concetto di *fair value*<sup>358</sup>. Ciò potrebbe portare a pensare che l'utilizzo del medesimo termine con riferimento ai due criteri citati – analogamente al testo della Direttiva – implichi che per raggiungere tale valore sia possibile applicare gli *standards* di valutazione generalmente accettati e i principi applicati in Grecia per il tipo di attività da conferire<sup>359</sup>, richiamati espressamente con riferimento al criterio della perizia dell'esperto. Tali principi sono indicati per il diritto delle società greche nell'art. 43 KN 2190/1920, che prescrive, come criterio principale di valutazione, quello del costo storico (o valore di acquisto)<sup>360</sup>, nonostante – come visto al paragrafo 2 del presente capitolo – in punto di adozione del Regolamento CE n. 1606/02, la Grecia abbia optato (analogamente al legislatore italiano) per imporre l'applicazione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS alle società quotate non solo al bilancio consolidato, ma anche a quello di esercizio e ha anche previsto la facoltà per la generalità delle società non quotate di far uso di detti principi nel bilancio annuale<sup>361</sup>.

---

<sup>358</sup> Anche analizzando il testo originale in lingua greca si nota che nei due commi di riferimento le parole utilizzate per definire il valore da richiamare per la valutazione del bene sono le stesse: infatti, sia nel secondo comma (con riferimento quindi alla valutazione dell'esperto) sia nel terzo comma (con riferimento al criterio del valore contabile) si utilizza l'espressione ““*εύλογη αξία*”, che si traduce in inglese nella espressione di *fair value*.

<sup>359</sup> Tale riflessione era sviluppata, come già visto, rispetto all'art. 2343-ter co. 2 c.c. nella sua versione originaria in Italia, da NOTARI, *Il regime, cit.*, 73 e s. e da SPOLIDORO, *Attuazione, cit.*, par. 7.

<sup>360</sup> Il concetto di “*εύλογη αξία - fair value*” è, peraltro, presente nell'ordinamento greco anche agli artt. 43-*quater* (che completa la disciplina di valutazione dei beni, prevista principalmente all'art. 43, prevedendo che gli strumenti finanziari sono valutati al *fair value* e richiama poi – al § 7 – i principi contabili internazionali), nonché nel testo interno della Raccomandazione della Commissione del 23 giugno 2000 (2000/408/CE, consultabile al link: <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32000H0408:EL:HTML>) per la pubblicazione di informazioni sulle risorse finanziarie e di altro tipo, che sono destinate a integrare le informazioni da pubblicare ai sensi della direttiva 86/635/CEE, relativa ai conti annuali e consolidati delle banche e degli altri istituti finanziari (2000/408/CE), dove viene espressamente accostato al concetto di “*fair value*” e definito come «il corrispettivo al quale potrebbe essere scambiata una attività o una passività estinta in una libera transazione stipulata a condizioni commerciali normali tra parti indipendenti, consapevoli e disponibili, non in una vendita forzata o venduto durante un procedimento di liquidazione».

<sup>361</sup> Infine, completa la disciplina speciale, la previsione di una dichiarazione da parte del consiglio di amministrazione, ai sensi dell'articolo 7-ter, da pubblicarsi, che include: α) la descrizione del conferimento in natura e della sua rilevanza, β) il suo valore, la fonte di tale valutazione e, se necessario, il metodo di valutazione utilizzato, c) una dichiarazione sulla corrispondenza di detto valore al numero delle azioni, al valore nominale di esse e,

Il secondo paese citato, in cui è stata data piena attuazione ai tre criteri alternativi del regime speciale di valutazione dei conferimenti in natura, è la Polonia.

In questo ordinamento il sistema ordinario<sup>362</sup> attribuisce, in prima battuta, al consiglio di amministrazione il compito di valutare il conferimento in natura, del quale deve emergere (in una apposita relazione) l'indicazione dettagliata del metodo di valutazione utilizzato. La valutazione è successivamente sottoposta al controllo da parte di un revisore dei conti nominato da parte del giudice del registro (art. 312, art. 431 § 7 CCC)<sup>363</sup>.

Con la legge del 13 giugno 2008<sup>364</sup>, tale disciplina si è completata di un nuovo articolo, il 312(1), che attua una meccanica trasposizione degli artt. 10-*bis* e 10-*ter* della versione modificata della Seconda direttiva<sup>365</sup>. Dalla descrizione della disciplina, è possibile osservare che il legislatore polacco ha deciso di adottare le previsioni della Direttiva in modo completo e fedele, senza discostarsi per alcun elemento importante rispetto ad essa<sup>366</sup>. La norma prevede che il consiglio di

---

eventualmente, al sovrapprezzo pagato a fronte del conferimento, d) una dichiarazione secondo cui non sono intervenute nuove circostanze rispetto alla valutazione iniziale.

<sup>362</sup> Disciplinato negli articoli 311 § 1, punto 1 e 5, e 431 § 7 del Codice delle società commerciali (di seguito "CCC").

<sup>363</sup> Su questa disciplina v. ANDRZEJ KIDYBA- STANISŁAW SOŁTYSIN'SKI-ANDRZEJ SZUMAN'SKI, *A Report on Selected Aspects of Legal Capital under Polish Code of Commercial Companies*, in *Das Kapital*, di M. Lutter, *cit.*, 695 ss; BRODECKI, *Polish Business Law*, Kluwer Law International, 2003, 97 ss.

<sup>364</sup> Pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale della Polonia (Dz. U.) del 2008 nr. 118 (poz.747), entrata in vigore il 5 ottobre 2008, reperibile dalla banca dati online *Internetowy System Aktów Prawnych – ISAP*, accessibile dal sito del Sejm, la camera bassa del parlamento polacco, dove sono disponibili i testi degli atti giuridici, aggiornati periodicamente e pubblicati nella Gazzetta ufficiale delle leggi della Repubblica di Polonia (*Dziennik Ustaw*) o nel *Monitor Polski* insieme ai relativi riferimenti bibliografici.

<sup>365</sup> Sulla disciplina così completata v. LESTRADE, *Poland's Business Law Modernisation of 2008 (October 25, 2008)*. *European Newsletter (Thomson/ Reuters)*, No. 11, 2008, consultabile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1307028>. Il testo tradotto in inglese del codice delle società (comprensivo della disciplina di valutazione alternativa dei conferimenti in natura) è consultabile sul sito dell'ambasciata polacca in Roma, al seguente link: [http://roma.trade.gov.pl/it/guidasulmercatopolacco/article/detail,3835,Fare\\_impresa\\_in\\_Polonia.html](http://roma.trade.gov.pl/it/guidasulmercatopolacco/article/detail,3835,Fare_impresa_in_Polonia.html).

<sup>366</sup> L'adozione è stata così meccanica che nel testo polacco è comparso un errore: nel testo di legge sono state, infatti, ripetute le parole della Direttiva relative alla mancanza dell'obbligo di applicare l'art. 10(1),(2) e (3) alla luce di una decisione dell'organo amministrativo o gestorio. anche al momento della costituzione della società quando ancora tale organo non esiste.

amministrazione può rinunciare alla perizia di stima redatta da parte del revisore sul valore dei conferimenti in natura, quando essi: 1) consistono in strumenti del mercato monetario o valori mobiliari, se il loro valore è determinato sulla base del prezzo medio ponderato al quale sono stati negoziati su un mercato regolamentato nei sei mesi precedenti la data del conferimento (analogamente ai legislatori italiano, lussemburghese e greco); per i conferimenti diversi: 2) se un revisore esperto ha emesso un parere sul *fair value* determinato in data non anteriore a sei mesi prima del conferimento; oppure 3) se sono iscritti al *fair value* nel bilancio dell'esercizio precedente, controllato da un revisore nei termini previsti dalla legge del 29 settembre 1994, in materia di revisione dei bilanci annuali e consolidati<sup>367</sup>.

Rispetto al tema che qui interessa, si può osservare che (analogamente al legislatore greco) anche il legislatore polacco richiama sia con riferimento al criterio della valutazione dell'esperto, sia rispetto al criterio del valore contabile di bilancio il concetto di *fair value*.

A differenza, però, del testo normativo greco, quello polacco al § 2 non precisa che il valore definito dall'esperto deve essere raggiunto attraverso

---

Tramite la successiva legge del 19 agosto 2011 (Dz. U. 2011 nr 201 poz. 1182) è stato, quindi, modificato l'articolo 312(1) citato.

<sup>367</sup> Si prevede, poi, il ritorno al regime ordinario quando gli amministratori, a seguito del controllo sulla valutazione dei conferimenti in esame, abbiano riscontrato: (i) l'esistenza di circostanze eccezionali che abbiano influenzato il prezzo dei valori mobiliari o strumenti del mercato monetario, al momento del loro conferimento, in particolare con riferimento alla perdita di liquidità nella negoziazione su un mercato regolamentato; o (ii) l'esistenza di circostanze nuove che possano alterare il *fair value* dei beni apportati al momento del conferimento. In conformità alla Direttiva, la norma comprende poi due tipi di strumenti di protezione per prevenire utilizzi distorti della disciplina speciale. In primo luogo, gli azionisti di minoranza, che rappresentano almeno il 5% del capitale possono chiedere che si proceda alla valutazione attraverso il controllo da parte del revisore (con l'eccezione di quando sono conferiti strumenti finanziari negoziati su un mercato regolamentato). In secondo luogo, la rinuncia alla valutazione secondo il regime ordinario è accompagnata da una significativa estensione delle informazioni richieste sul valore dei conferimenti in natura. La società, infatti, in caso di ricorso al metodo speciale, entro un mese dal conferimento, deve rendere nota una descrizione del bene oggetto di conferimento, il suo valore, la fonte di valutazione e il metodo di valutazione; nonché una dichiarazione relativa al fatto che il valore del conferimento coincide con il suo *fair value* e il valore nominale e il numero di quote sottoscritte in cambio dello stesso, o, eventualmente, con il sovrapprezzo; infine è richiesta una dichiarazione che indichi l'assenza di circostanze straordinarie o nuove che riguardano la valutazione.

l'applicazione dei principi generalmente applicati in Polonia. Al riguardo è bene ricordare che in Polonia l'applicazione dei principi contabili internazionali è resa obbligatoria per le società quotate solo con riferimento al bilancio consolidato (mentre resta facoltativa – quindi comunque non imposta – per il bilancio di esercizio) ed è prevista in termini di facoltà solo per alcuni tipi di società non quotate<sup>368</sup>, il che ne comporta una più limitata diffusione.

All'interno dell'Unione europea, il criterio del valore contabile di bilancio è stato introdotto, infine, anche in Lituania, dove, peraltro, è stata data attuazione alla Direttiva 2006/68/CE solo parzialmente, attraverso la Legge n. XI-564<sup>369</sup>. Più in particolare, l'art. 26 del provvedimento citato apporta delle modifiche all'art. 72, punti 13 e 14, della Legge della Repubblica della Lituania sulle società<sup>370</sup>, in tema di trasformazione della società, introducendo solo il criterio del valore contabile iscritto in bilancio<sup>371</sup>.

Ai fini della presente ricerca, è interessante osservare che il legislatore lituano si è limitato a recepire il criterio del valore iscritto in bilancio senza precisare nulla circa il fatto che esso debba coincidere con il “*fair value*”, richiamando genericamente il valore di bilancio e senza null'altro precisare circa il significato che tale valore deve indicare<sup>372</sup>.

---

<sup>368</sup> Ossia le società che hanno chiesto l'ammissione alla negoziazione pubblica e per le società la cui società madre redige il bilancio consolidato secondo gli IAS.

<sup>369</sup> Si tratta della Legge n. XI-564, del 15 dicembre 2009, entrata in vigore il 3 gennaio 2010, consultabile sul sito ufficiale della Repubblica della Lituania al seguente link: <http://www3.lrs.lt> (Žin., 2009, Nr. 154-6945).

<sup>370</sup> Dal titolo *Lietuvos Respublikos akcinių bendrovių įstatymo pakeitimo įstatymas* Nr. IX-1889, consultabile, anche nella versione in inglese, sul sito ufficiale della Repubblica della Lituania al seguente link: <http://www3.lrs.lt> (Žin., 2003, Nr. 123-5574), da ultimo modificato con il provvedimento pubblicato su Žin., 2012, Nr. 78-4016.

<sup>371</sup> Non sono stati, dunque, recepiti né il criterio del prezzo medio ponderato, né quello della valutazione dell'esperto.

<sup>372</sup> Occorre, infine, precisare che l'art. 72 è una norma dettata in tema di trasformazione della società e, pertanto, parrebbe – almeno in base a una interpretazione letterale della norma – che il criterio di valutazione alternativo alla disciplina ordinaria sia applicabile solo rispetto all'operazione straordinaria a cui la stessa fa riferimento.

## 6. – Risultato dell'analisi e riflessi sulla soluzione adottata dal legislatore italiano.

L'analisi effettuata delle scelte adottate dai legislatori europei in punto di trasposizione della direttiva 2006/68/CE conferma le perplessità già espresse circa alcune delle scelte operate dal legislatore italiano.

Il criterio del valore contabile iscritto in bilancio non ha, infatti, trovato consensi in ordinamenti importanti dove si è preferito limitare le modifiche alla disciplina di valutazione ordinaria dei conferimenti in natura imposta dalla Seconda direttiva agli altri due criteri previsti nel sistema speciale e si è giustificata la scelta sulla base della mancanza di attualità della valutazione derivante dall'iscrizione nell'ultimo bilancio d'esercizio e dai rischi ad essa connessi<sup>373</sup>, scaturenti, tra l'altro, dalla mancanza di affidabilità dei bilanci di fine anno impiegati<sup>374</sup>.

Inoltre, anche alla luce delle soluzioni preferite in quei Paesi che – invece – hanno introdotto il criterio del valore contabile, pare particolarmente criticabile la modifica apportata dal legislatore italiano nel provvedimento correttivo della nuova disciplina della valutazione dei conferimenti in natura (il d.lgs. 224/2010), con cui, come già anticipato, si è ritenuto di tradurre il concetto di "valore equo" di cui al testo della Direttiva con quello tecnico di "*fair value*" (modificando così la originaria versione dell'art. 2343-ter co. 2 lett. a) c.c.).

Anche l'analisi comparatistica conferma, infatti, che la soluzione preferita (ad esempio, dal legislatore in Belgio, dalla prassi lussemburghese, nonché dalla dottrina tedesca<sup>375</sup>) è quella di ammettere che il criterio di valutazione in discorso

---

<sup>373</sup> In questo senso le osservazioni di PENTZ – PRIESTER – SCHWANNA, *Raising Cash*, cit. e IDD., *Bar- und Sachkapitalaufbringung*, cit., 42 ss.; le conclusioni dell'*Arbeitsgruppe Europäisches Gesellschaftsrecht*, cit., 872. Cfr. altresì BÖTTCHER, *Die kapitalenschutzrechtlichen*, cit., 482 che sottolinea «*Insbesondere berge der generelle Verzicht auf eine zeitnahe Bewertung beträchtliche Gefahren*».

<sup>374</sup> Così SOMMERFELD, *Op. cit.*, 21, che afferma: «*Die Anwendungsschwierigkeiten bestehen in zeitlicher Hinsicht in einer Verwendung von Wertansätzen, die bis zu einem Jahr alt sein können, als auch in der mangelnden Aussagesicherheit der heranzuziehenden Jahresabschlüsse*».

<sup>375</sup> SCHÄFER, *Vereinfachung*, cit., 409, che si occupa di analizzare la direttiva 2006/68/CE, facendo anche un raffronto tra le varie versioni linguistiche, e precisa che il termine *beizulegender Zeitwert* previsto nella traduzione in tedesco della Direttiva sia con riferimento al criterio della

possa essere utilizzato anche in presenza di bilanci non redatti in conformità ai principi IAS/IFRS, così come aveva suggerito – nel vigore della disciplina originaria – la dottrina italiana prevalente.

---

valutazione dell'esperto (comma secondo dell'art. 10-*bis* di tale testo) sia a quello del valore ricavato dai conti obbligatori (comma terzo della norma citata) deve avere necessariamente il medesimo significato. L'A. conclude poi precisando che in entrambi i casi tale significato deve essere ricondotto all' "*Ermittlung aktueller Verkehrswerte*" [ossia al valore attuale di scambio] dei beni da conferire. Parlano di valore "attuale" anche BAYER-SCHMIDT, *Op. cit.*, 810.





## CAPITOLO III

### L'INTERPRETAZIONE "ESATTA" DEL CRITERIO DEL VALORE CONTABILE DI BILANCIO E SUOI CORRETTIVI QUANDO DETERMINATO IN BASE AL *FAIR VALUE*

**SOMMARIO.** 1. - Premessa. 2. - Critica alla tesi della rilevanza dei soli bilanci redatti secondo i principi IAS/IFRS. 2.1. - Restrizione eccessiva dell'ambito applicativo del criterio del valore contabile di bilancio. 2.2. - Il valore attuale di scambio può essere desunto anche da bilanci redatti secondo i principi contabili nazionali. 2.3. - Incompatibilità con il tenore dell'art. 10-*bis* della Seconda direttiva (come introdotto dalla direttiva 2006/68/CE) e con i principi di diritto comunitario. 3. - L'interpretazione "esatta" del criterio del valore contabile di bilancio. 4. - Difficoltà nell'applicazione di valutazioni determinate secondo il *fair value*. 4.1. - Effetti sull'istituto del capitale sociale: l'imputazione di valori volatili. 5. - L'incoerenza tra l'art. 2343-*ter*, co. 2, lett. a), c.c. e l'art. 6, co. 4, d.lgs. 38/2005. 5.1. - Le possibili ricostruzioni per superare l'incoerenza tra l'art. 2343-*ter*, co. 2, lett. a), c.c. e l'art. 6, co. 4, d.lgs. 38/2005. Critica. 5.2. - Una proposta di soluzione. 5.3. - L'applicazione della regola dell'art. 6, co. 4, d.lgs. 38/2005 al conferimento in natura. 5.3.1.- Le tecniche di regolazione negoziale per il riconoscimento al conferente dei plusvalori iscritti in riserva. 5.3.2 - I riflessi dal punto di vista contabile sul bilancio della conferente di una delle tecniche di diversificazione della partecipazione. 5.4. - La differenza rispetto ai versamenti in conto futuro aumento di capitale. 6. - Considerazioni conclusive.

#### 1. – Premessa.

Nei capitoli precedenti si è analizzata la disciplina prevista dagli artt. 2343-*ter* e 2343-*quater* c.c. nel nostro ordinamento e si è compiuto un raffronto con le scelte operate dagli altri legislatori europei rispetto alla Direttiva da cui la medesima normativa origina.

Il risultato di tale analisi ha già messo in luce la diffusa perplessità rispetto al criterio del valore contabile di bilancio per la valutazione del conferimento, che, secondo opinione costante, non garantisce una tutela equivalente al sistema tradizionale previsto dall'art. 2343 c.c., soprattutto ove si richieda che il valore a cui fare riferimento al fine della valutazione del bene sia individuato in base al criterio del *fair value* (inteso nel senso tecnico previsto dagli IAS/IFRS).

Anche l'analisi comparatistica conferma, infatti, che verso il criterio del valore contabile vi sono particolari diffidenze che hanno portato i legislatori di due dei maggiori paesi dell'Unione europea (Germania e Spagna) a decidere di non adottare il criterio in esame e, anche ove questo è stato introdotto (ad esempio in Belgio e Lussemburgo), la soluzione preferita è stata quella di ammettere (quanto meno anche) il riferimento a bilanci redatti secondo i tradizionali principi contabili nazionali.

Tale interpretazione estensiva dell'ambito applicativo del criterio del valore contabile era stata suggerita - nel vigore della disciplina introdotta dal d.lgs. 142/2008 - dalla dottrina italiana prevalente<sup>376</sup>, che ha sostenuto la sua applicazione sia nel caso in cui il bene conferito fosse iscritto in un bilancio redatto (in via facoltativa o obbligatoria) secondo i principi contabili internazionali - ciò peraltro con alcune riserve su cui si tornerà - sia quando il medesimo fosse iscritto in bilanci redatti secondo i principi contabili contenuti nel codice civile<sup>377</sup>.

---

<sup>376</sup> Così, tra gli altri, ABRIANI, *Il nuovo regime*, cit., 304 e ss.; NOTARI, *Il regime*, cit., 74; OLIVIERI, *I sistemi*, cit., 237 s.; SPOLIDORO, *Attuazione*, cit., 68 s.; Circolare n. 11/IR del 29 giugno 2009 del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, già citata. Analoga posizione era stata espressa anche dalla Commissione massime societarie del Consiglio Notarile di Milano (massima n. 104 - del 27 gennaio 2009, oggi sostituita dalla massima n. 120) che aveva proposto un'interpretazione estensiva della norma, definendo il concetto di valore equo come il «valore correttamente iscritto in un bilancio approvato — nei tempi e con i requisiti richiesti dalla norma stessa — a prescindere da fatto che: (i) il bilancio sia redatto secondo i principi contabili IAS/IFRS o secondo le norme e i principi contabili emanati da ogni Stato membro in ossequio alla quarta direttiva comunitaria (Direttiva 78/660/CEE); (ii) il bene o i beni da conferire siano iscritti in bilancio con il criterio del “valore equo” o con altro criterio, purché siano iscritti in conformità ai criteri stabiliti dalle norme e ai principi applicabili nel caso concreto».

<sup>377</sup> Più precisamente, all'interno di tale corrente di pensiero vi era chi suggeriva di interpretare la norma come richiamante qualsiasi «valore correttamente iscritto in un bilancio regolarmente approvato», secondo i principi generalmente riconosciuti e applicati in materia: così NOTARI, *Il regime*, cit., 72 ss.; Commissione massime societarie del Consiglio Notarile di Milano (massima n. 104 citata); ABRIANI, *Il nuovo regime*, cit., 304 e ss. Altri, invece, suggerivano di dare maggior rilevanza all'aggettivo “equo”, riconducendo il criterio al concetto di valore corrente o valore di scambio: così OLIVIERI, *I sistemi*, cit., 238; PELLEGRINO, *Brevi riflessioni*, cit., 651 s.; PERONE, *La nuova disciplina*, cit., 238; STRAMPELLI, *I regimi alternativi*, cit., 218 ss. Secondo questa seconda interpretazione, in particolare, sarebbero da considerare eque non solo le valutazioni effettuate alla stregua dei principi contabili internazionali secondo il criterio del *fair value*, ma altresì «i valori di bilancio determinati secondo i criteri del presumibile valore di realizzo o del minore tra il costo e il valore di realizzazione desumibile dall'andamento del mercato, previsti dall'art. 2426, comma 1°, nn. 8) e 9), c.c., rispettivamente per i crediti e le attività comprese nell'attivo

Tale dottrina era stata, però, criticata da una parte degli interpreti<sup>378</sup> che, invece, da subito aveva affermato la necessità di limitare l'applicabilità del criterio in esame ai soli bilanci IAS-compliant, principalmente in base all'argomento secondo cui il principio del *fair value* meglio garantirebbe il raggiungimento di valori attuali rispetto all'utilizzo del costo storico.

Nel tentativo di risolvere il contrasto dottrinale formatosi al riguardo e di chiarire la nozione di valore equo, è intervenuto il legislatore con il decreto correttivo del 2010 (già più volte citato), con cui all'art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c. è stata sostituita l'espressione "valore equo" con quella di "*fair value*" ed è stato inserito un ulteriore comma (il quinto), ai sensi del quale, per la definizione di *fair value*, deve farsi riferimento ai principi contabili internazionali adottati dall'Unione europea.

Inoltre è stato eliminato il riferimento al concetto di valore equo dalla lettera b) del secondo comma dell'art. 2343-ter c.c., la cui presenza aveva costituito un argomento a favore della tesi più estensiva<sup>379</sup>.

---

circolante (rimanenze, titoli, attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni)» (così STRAMPELLI, *I regimi alternativi*, cit., 218 ss.). In senso parzialmente diverso CARATTOZZOLO, *Il «valore equo»*, cit., il quale ritiene che i valori risultanti da una valutazione effettuata secondo i principi contabili nazionali possano essere rilevanti ai sensi dell'art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c. solo se coincidenti con il valore corrente di mercato delle attività, e perciò esclude che siano utilizzabili a tal fine anche i valori determinati in base al criterio del presunto valore di realizzo (oltre che del costo storico). Per una critica a tale conclusione v. STRAMPELLI, *I regimi alternativi*, cit., 225, nt. n. 44.

<sup>378</sup> Così MALTONI, *Questioni*, cit., § 3.4, in base ad una (presunta) maggior coerenza delle valutazioni condotte secondo gli IAS/IFRS rispetto alle finalità sottese all'introduzione dell'art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c., tra cui l'esigenza di fare riferimento a valutazioni «attuali o attualizzate»; più diffusamente ID., *Brevi considerazioni*, cit., 396 ss. Così anche FERRI jr, *La nuova disciplina*, cit., § 4.4; CORSI, *Conferimenti in natura*, cit., 13, nt. n. 3; TEDESCHINI-SACCO GINEVRI, *La nuova disciplina*, cit., 62. A favore di tale ricostruzione veniva richiamata anche la Relazione allo schema del d.lgs. 142/2008 ove si precisa che «poiché la direttiva fa testuale riferimento al *fair value*, l'operatività sarà limitata ai beni per i quali la società conferente abbia adottato il predetto criterio».

<sup>379</sup> Si evidenziava che il concetto di "valore equo" era presente nel testo introdotto con il d.lgs. 142/2008 sia con riferimento alla lettera a) dell'art. 2343-ter, co. 2, c.c., sia con riferimento alla lettera b) della medesima norma. Sulla base di tale doppio richiamo si osservava che lo stesso concetto non può essere letto con significati diversi all'interno della medesima previsione normativa; ciò portava a concludere che, così come il valore equo previsto alla lettera b) era da intendersi – per espressa previsione del medesimo articolo – quello «conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetti del conferimento» (v. art.

Subito dopo l'entrata in vigore di tali modifiche - in base ad una interpretazione letterale della nuova versione della norma - si è fatta strada l'opinione<sup>380</sup> secondo cui, con tale intervento, il legislatore avrebbe inteso risolvere il contrasto formatosi tra gli interpreti a favore dell'interpretazione restrittiva dell'espressione indicata nella lettera a) dell'art. 2343-ter, co. 2, c.c., escludendo, così, dai bilanci utilizzabili ai fini dell'applicazione del criterio del valore contabile, quelli redatti secondo i principi contabili del codice civile.

Al riguardo si cercherà, invece, di dimostrare che - nonostante il dato letterale e i primi orientamenti della dottrina successivi alla modifica apportata nel 2010 - la riformulazione del criterio non circoscrive necessariamente l'ambito applicativo della norma alle sole società che adottano i principi contabili internazionali per la redazione dei propri bilanci, dovendo ritenersi ammissibile, ai fini dell'art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c., anche il ricorso a valori contabili desunti da un bilancio non redatto secondo gli IAS/IFRS, a condizione che essi siano espressivi del valore attuale-effettivo dei beni conferiti.

Nella seconda parte del capitolo si analizzeranno i correttivi che devono essere apportati alla disciplina in esame nel caso in cui si faccia riferimento, nel caso concreto, a bilanci IAS-compliant, considerato che, anche alla luce della interpretazione che si ritiene corretta, non si può negare che tale tipo di bilanci sia comunque ricompreso nell'ambito applicativo dell'art. 2343-ter, co. 2, lett. a, c.c.

---

2343-ter, co. 2, lett. b), c.c.), allo stesso modo doveva essere interpretato il concetto di valore equo di cui alla lettera a). In tal senso: ABRIANI, *Il nuovo regime*, cit., 304 s.; OLIVIERI, *I sistemi*, cit., 238; NOTARI, *Il regime*, cit., 73 s.; SPOLIDORO, *Attuazione*, cit., 69; STRAMPELLI, *I regimi alternativi*, cit., 216 s. Nella dottrina tedesca v. WESTERMANN, *Kapitalschutz*, cit., 150, secondo il quale l'espressione "*fair value*" sarebbe soltanto una "*Leerformel*" (formula vuota).

<sup>380</sup> V. ASSONIME, Circolare n. 19/2011, citata, secondo cui «il criterio di valutazione in esame potrà essere utilizzato solo nel caso di un bene iscritto in un bilancio d'esercizio redatto in base ai principi contabili internazionali IAS/IFRS e solo quando il bene sia valutato, nel bilancio, secondo il metodo del *fair value*». Analogamente la Commissione massime societarie del Consiglio Notarile di Milano (massima n. 120 del 5 aprile 2011), che, cambiando posizione rispetto alla soluzione suggerita nel vigore del testo antecedente (con la massima n. 104, citata), circoscrive la portata applicativa del criterio del valore contabile ai bilanci IAS/IFRS. Così anche BUSANI, *I "nuovi" conferimenti*, cit., 1045.

## **2. – Critica alla tesi della rilevanza dei soli bilanci redatti secondo i principi IAS/IFRS.**

La scelta del legislatore del 2010 di parlare di “*fair value*” anziché di “valore equo” (come nella precedente versione dell’art. 2343-*ter*, co. 2, lett. a), c.c.) e la posizione assunta da una parte della dottrina successivamente ad essa non convincono per una serie di ragioni che attengono principalmente alle difficoltà tecniche e alle incoerenze e contraddizioni che conseguirebbero ove il criterio in esame fosse ritenuto applicabile alle sole attività valutate al *fair value* in un bilancio IAS/IFRS.

Più precisamente, l’interpretazione restrittiva non può essere condivisa in quanto: (i) comporta un’eccessiva limitazione dell’ambito applicativo del criterio alternativo in esame; (ii) determina un’esclusione apodittica dei bilanci redatti secondo i principi del codice civile, che non necessariamente indicano valori diversi dal *fair value* del bene conferito, soprattutto alla luce delle recenti proposte dell’OIC (che si esamineranno più compiutamente *infra*); (iii) non è conforme alla direttiva 2006/68/CE, salvo aderire ad una sua interpretazione che contrasta con il diritto dell’Unione europea; (iv) non ha ricevuto consensi negli altri ordinamenti dell’Unione europea e non sarebbe comunque nemmeno astrattamente applicabile in molti di essi.

### **2.1. – Restrizione eccessiva dell’ambito applicativo del criterio del valore contabile di bilancio.**

Ove si aderisse alla tesi secondo cui il criterio del valore contabile di bilancio è precluso alle società che redigono i propri bilanci d’esercizio in conformità ai principi contabili nazionali, un primo effetto sarebbe che tutte le società italiane (e straniere) che non redigono il bilancio d’esercizio secondo gli IAS – ossia, almeno in questo momento storico, ancora la maggior parte – non potrebbero utilizzare tale criterio di valutazione dei conferimenti.

Come si è visto nel capitolo precedente (§ 2), a livello europeo la diffusione dei principi IAS/IFRS è principalmente limitata ai bilanci consolidati delle società quotate e solo in pochi Paesi è ammessa l'applicazione dei medesimi al bilancio di esercizio, e in ancor meno essa è resa obbligatoria.

Quanto al contesto italiano, nonostante l'applicabilità dei principi contabili internazionali sia estesa, in linea teorica, al bilancio di esercizio, rispetto al panorama delle imprese operanti in Italia, sono poche le società che risultano obbligate all'adozione di tale *set* di principi<sup>381</sup> e la maggior parte delle società presenti sul territorio nazionale restano, comunque, escluse dall'ambito applicativo di tale facoltà<sup>382</sup>.

---

<sup>381</sup> Nel nostro ordinamento l'utilizzo degli IAS/IFRS per i bilanci consolidati e d'esercizio è prescritto, come già ricordato: (i) per le società quotate; (ii) per le società aventi strumenti finanziari diffusi presso il pubblico; (iii) per le banche e gli intermediari finanziari sottoposti a vigilanza da parte della Banca d'Italia; e (iv) per le imprese di assicurazione, in relazione al bilancio consolidato, mentre per quello d'esercizio nei soli casi in cui siano quotate e non siano tenute alla redazione del bilancio consolidato. Da un recente studio condotto tra un campione di imprese italiane si evidenzia che «ben il 74% delle società che adottano gli IAS/IFRS fa parte di un gruppo quotato (e, dunque, obbligato all'utilizzo degli standard citati)» ed è quindi ridotto il numero di società che li hanno adottati facoltativamente: così CAMERAN-CAMPA, *La scelta operata dalle società italiane con riferimento ai principi contabili da utilizzare per la redazione del bilancio d'esercizio (IAS/IFRS versus standard nazionali): un'indagine empirica*, in *Riv. dott. comm.*, 2010, 483 ss. Si precisa che l'analisi citata ha preso a riferimento il biennio 2005-2007.

<sup>382</sup> Il legislatore italiano ha, infatti, escluso (all'art. 2 del d.lgs. 38/2005) l'utilizzo degli IAS per le società che possono redigere il bilancio in forma abbreviata secondo le indicazioni dell'art. 2435-bis c.c. (ossia, al momento, tutte quelle che «non abbiano emesso titoli negoziati in mercati regolamentati» quando «nel primo esercizio o, successivamente, per due esercizi consecutivi, non abbiano superato due dei seguenti limiti: 1) totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 4.400.000 euro; 2) ricavi delle vendite e delle prestazioni: 8.800.000 euro; 3) dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 50 unità). Occorre al riguardo considerare che le piccole e medie imprese ("PMI") costituiscono in Italia addirittura il 99,95%: v. CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *La redazione del bilancio delle società di minori dimensioni: disposizioni normative e criticità*, aggiornato a novembre 2012, consultato sul sito [www.cndcec.it](http://www.cndcec.it) in data 30 maggio 2013, in cui si precisa, tra l'altro, che «una società piccola che partecipa altre società che redigono il bilancio in base agli IAS/IFRS non può applicare i Principi contabili internazionali ma deve redigere il bilancio d'esercizio nell'ambito della possibilità di scelta consentita dall'art. 2435-bis c.c. Per il medesimo principio, poi, una società piccola che può redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'art. 2435-bis c.c. e che appartiene a un gruppo la cui capogruppo redige il bilancio consolidato in base agli IAS/IFRS, non può adottare i principi contabili internazionali per la redazione del bilancio d'esercizio e consolidato». Rispetto alle PMI, negli ultimi anni, è in corso un dibattito circa la possibilità di estendere anche ad esse i principi contabili internazionali. Tale dibattito ha condotto all'emanazione da parte dello IASB di uno standard separato (c.d. *IFRS for SMES*,

Inoltre, l'utilizzo ai fini della redazione del bilancio dei principi contabili internazionali non implica automaticamente che la conferente possa effettivamente valersi del criterio previsto all'art. 2343-ter, co. 2, lettera a), c.c.

Anche applicando tali principi, infatti, non è possibile effettuare una valutazione al *fair value* per tutti i beni iscritti in bilancio. Persino all'interno di tale sistema di regole contabili, infatti, l'adozione del criterio di valutazione basato sul *fair value* non è un precetto generale e assoluto<sup>383</sup>, essendo imposto solo per le immobilizzazioni finanziarie<sup>384</sup> ed essendovi del pari numerose e rilevanti voci di bilancio per le quali il *fair value* non è comunque (nemmeno facoltativamente) determinabile. Tra queste, ad esempio, i brevetti, il *know-how*, le concessioni - considerati attività immateriale con vita utile finita - devono, quindi, essere iscritti al costo e ammortizzati a quote costanti secondo lo IAS 38; i marchi o l'avviamento - considerati attività immateriale con vita utile indefinita - devono

---

pubblicato il 9 luglio 2009) previsto appositamente per le PMI con lo scopo di ampliare il numero di imprese tenute alla redazione del bilancio secondo principi simili agli IAS/IFRS, che però non è stato ancora accolto nell'Unione europea, per l'opposizione di paesi come la Germania. V. al riguardo, GUIDANTONI-PALCHETTI, *Gli effetti dell'applicazione dei principi contabili internazionali alle PMI: un'analisi empirica*, in *Riv. dott. comm.*, 2013, 91 ss.; ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE OF GERMANY, "Report on the field tests in Germany regarding the ED-IFRS for SME's", 2008, consultato in data 30 maggio 2013 sul sito [www.drsc.de](http://www.drsc.de); DI PIETRA-EVANS-CHEVY-CISI-EIERLE-JARVIS, *Comment on the IASB Exposure Draft IFRS for Small and Medium-sized Entities*, consultato in data 30 maggio 2013 sul sito [www.ifrs.org](http://www.ifrs.org); CASÒ, *Le modificazioni codicistiche proposte e il Progetto SME elaborato dallo IASB*, in AA. VV., *Le modifiche della disciplina codicistica del bilancio di esercizio. Il progetto OIC di attuazione delle direttive nn. 51/2003 e 65/2001*, Milano, Giuffrè, 2008, 21 ss. in cui l'A. effettua un raffronto tra il progetto dello IASB in relazione alle PMI e il quadro normativo italiano post aggiornamenti secondo il Progetto OIC (di cui si dirà *infra*).

<sup>383</sup> Cfr. CAIRNS, *op. cit.*, 5 ss. secondo cui è errato definire i principi IFRS come "fair value based standards", considerato che dallo studio effettuato dall'A. emergerebbe che «the reality is that the use of fair values in IFRS for the subsequent measurement of assets and liabilities is very limited – both in theory and in practice».

<sup>384</sup> Rispetto ad alcune delle quali, peraltro, è riconosciuta la facoltà di optare per il criterio del costo storico: si dirà a breve, infatti, della facoltà prevista dallo IAS 39 (come modificato nel 2008) di riclassificare alcuni tipi di strumenti finanziari, consentendo la disapplicazione del *fair value*. Tale possibilità vale, tuttavia, per i soli strumenti di debito, poiché soltanto questi possono essere iscritti nelle categorie (valutate al costo storico) "loans and receivables" o "held to maturity" ed è limitata al caso di non regolare andamento dei mercati. Devono invece necessariamente essere valutati secondo il *fair value* gli strumenti derivati e quelli rappresentativi di capitale. V. al riguardo STRAMPELLI, *Gli IAS/IFRS, cit.*, 407 s.

essere iscritti al costo e non ammortizzati, ma assoggettati a *impairment test* secondo lo stesso IAS 38<sup>385</sup>.

In alcuni casi, il criterio del *fair value* è indicato come facoltativo, ossia adottabile in alternativa ad altri, come prevede, ad esempio, lo IAS 39 per le partecipazioni di minoranza (che possono essere iscritte alternativamente al costo o al *fair value*). Al riguardo, evidenze empiriche hanno dimostrato che, fuori dai casi in cui l'utilizzo del *fair value* è imposto dai principi contabili internazionali, non si riscontra un suo significativo utilizzo per le fattispecie rispetto alle quali tale criterio è indicato come criterio facoltativo<sup>386</sup>.

Vi sono, poi, beni che non potrebbero essere conferiti secondo questo modello di disciplina in una prima fase - quando iscritti al costo - ma potrebbero esserlo in un secondo momento quando riaggiornati secondo il *fair value*: ad esempio, ai sensi dello IAS 16<sup>387</sup>, relativo a macchinari e impianti. Così, in

---

<sup>385</sup> Cfr. al riguardo il documento, elaborato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, "La determinazione dei valori di conferimento di beni in natura o crediti senza relazione di stima (artt. 2343-ter e 2343-quater, c.c.)", già citato, 18 s., dove sono indicati analiticamente i principali elementi patrimoniali che risultano iscritti al *fair value* nei bilanci redatti in conformità agli IFRS. V. anche: MORO VISCONTI, *Conferimenti*, cit., 863; AMELIO-GAVANA-GAZZOLA, *Op. cit.*, 33 s., in cui si precisa che il *fair value* è consentito per la valutazione delle immobilizzazioni materiali (IAS 16) e dei beni strumentali, mentre è obbligatorio per quelle relative ai derivati, alle attività e passività finanziarie (IAS 32 e 39) e le attività agricole.

<sup>386</sup> Secondo recenti studi, infatti, la facoltà prevista da alcuni principi contabili di applicare il criterio del *fair value* non è sfruttata di frequente dalle società. In particolare «una ricerca condotta su un campione di 1539 società inglesi e tedesche ha mostrato che l'utilizzo del *fair value* per la valutazione delle attività immateriali è pressoché nullo e che soltanto nel 3% dei casi è stata esercitata la facoltà di adozione del *fair value* concessa dallo IAS 16»: così STRAMPELLI, *Gli IAS/IFRS*, cit., 398. I risultati commentati dall'A. sono tratti dal seguente studio: CHRISTENSEN-NIKOLAEV, *Who uses fair-value accounting for non-financial assets following IFRS adoption?*, working paper consultato personalmente in data 8 novembre 2013 al link <http://ssrn.com/abstract=1269515>, dove si conclude affermando che «*despite its conceptual merits, fair value is unlikely to become the primary valuation method for illiquid non-financial assets on a voluntary basis*».

<sup>387</sup> Secondo il quale «*an item of property, plant and equipment that qualifies for recognition as an asset shall be measured at its cost*» e può essere poi aggiornato seguendo «*either the cost model or the revaluation model as its accounting policy and shall apply that policy to an entire class of property, plant and equipment*». Dove per "Cost model" si intende che «*after recognition as an asset, an item of property, plant and equipment shall be carried at its cost less any accumulated depreciation and any accumulated impairment losses*»; mentre per "Revaluation model" si fa riferimento alla possibilità che «*after recognition as an asset, an item of property, plant and equipment whose fair value can be*



determinati casi, il *fair value* «non rappresent[a] un criterio che stabilisce a che valore si iscrive un bene in bilancio, bensì un criterio che stabilisce come si aggiorna il valore di un bene dopo la sua prima iscrizione»<sup>388</sup>.

L'applicabilità del criterio del valore contabile potrebbe discendere, così, in alcuni casi dalla "fase" in cui uno stesso bene è iscritto nel medesimo bilancio della conferente (non applicabile nella fase iniziale quando ancora iscritto al costo / applicabile nella fase successiva quando "aggiornato" al *fair value*).

Alla luce di quanto precede, dunque, l'ambito di applicazione del criterio del valore contabile di bilancio risulterebbe così eccessivamente ristretto: considerato, infatti, che – come si è detto – la valutazione al *fair value* è prescritta (in via obbligatoria) solo per le immobilizzazioni finanziarie<sup>389</sup>, il criterio alternativo in esame – ove interpretato secondo l'impostazione restrittiva qui criticata – risulterebbe utilizzabile solo per il conferimento di quei valori mobiliari a cui non risulti in concreto adottabile il criterio del prezzo medio ponderato (di cui al comma 1 dell'art. 2343-ter c.c.), per il mancato ricorrere dei presupposti applicativi previsti dalla norma<sup>390</sup>.

---

*measured reliably shall be carried at a revalued amount, being its fair value at the date of the revaluation less any subsequent accumulated depreciation and subsequent accumulated impairment losses. Revaluations shall be made with sufficient regularity to ensure that the carrying amount does not differ materially from that which would be determined using fair value at the end of the reporting period».*

<sup>388</sup> NOTARI, *Il regime, cit.*, 75 s., il quale osserva anche che «risulta quindi difficile comprendere come lo stesso bene, iscritto al costo, non possa essere conferito a valori contabili – in applicazione dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. a) c.c. – durante il primo esercizio sociale dopo la prima iscrizione (posto che il suo valore non rappresenta, a rigore, il *fair value*, bensì il costo), bensì possa esserlo negli esercizi successivi, qualora (e a condizione che) sia adottato il modello della rideterminazione del valore». Sul tema v. anche MALTONI, *Questioni, cit.*, § 3. Per una critica a questo rilievo v., però, CARATTOZZOLO, *Il «valore equo», cit.*, 1218.

<sup>389</sup> E che, come si è detto, al di fuori dei casi in cui l'utilizzo del *fair value* è imposto dai principi contabili internazionali, non si riscontra un suo significativo utilizzo per le fattispecie rispetto alle quali esso è indicato come criterio facoltativo.

<sup>390</sup> Nel capitolo I si è già precisato che la scelta delle parti rispetto al criterio alternativo per la valutazione di valori mobiliari o strumenti del mercato è limitata, dovendosi necessariamente ricorrere al criterio del prezzo medio ponderato ogni volta in cui ne ricorrono i presupposti applicativi. Solo in via subordinata si può, invece, optare per i criteri alternativi previsti al co. 2 dell'art. 2343-ter c.c. V. al riguardo OLIVIERI, *I sistemi, cit.*, 237; NOTARI, *Il regime, cit.*, 75 testo e nt. n. 29.

Una ulteriore limitazione dell'ambito applicativo della norma, ove interpretata come riferita al solo *fair value* in senso tecnico, si configurerebbe, inoltre, rispetto a uno tra i più diffusi conferimenti in natura, ossia il conferimento d'azienda o di ramo d'azienda, in quanto composto da una pluralità di beni. Al riguardo è necessario ricordare che la Seconda direttiva (come modificata dalla direttiva 2006/68/CE) prevede che il valore equo (ossia ciò che secondo l'interpretazione restrittiva sarebbe solo il *fair value*) sia ricavato *per ogni singolo cespite* dai conti obbligatori. Ne consegue che nel conferimento di un complesso aziendale occorre guardare alla valutazione di ogni singolo cespite conferito e che, per utilizzare il criterio di valutazione del valore contabile di bilancio, è necessario che siano valutate con questo criterio tutte le entità attive e passive facenti parte del complesso aziendale che si intende conferire<sup>391</sup>.

Sulla base di tali premesse, parte della dottrina<sup>392</sup> ha negato la possibilità di conferire un'azienda avvalendosi della tecnica di valutazione in esame, anche quando la conferente rediga il proprio bilancio in conformità agli IAS/IFRS, poiché, come si è già osservato, all'interno di tale *set* di principi, il *fair value* non è l'unico criterio di valutazione utilizzato. Non è detto, quindi, che tutti i beni costituenti l'azienda siano valutati secondo il criterio del *fair value*, potendo questi essere oggetto di valutazione secondo criteri diversi anche applicando i principi contabili internazionali. In tal caso, effettivamente, il conferimento di azienda non potrebbe essere valutato ai sensi dell'art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c. Inoltre, posto che, come è stato osservato, questo specifico tipo di conferimento «richiede non solo l'attribuzione di un valore ai singoli beni che la compongono, ma anche – e soprattutto – la stima dell'eventuale avviamento che, come tale, non trova spazio

---

<sup>391</sup> Cfr. al riguardo la Circolare n. 11/IR-2009 del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti contabili, già citata.

<sup>392</sup> Sul punto SPOLIDORO, *Attuazione, cit.*, 69; OLIVIERI, *I sistemi, cit.*, 233 testo e nt. n. 16; NOTARI, *Il regime, cit.*, 74, il quale, proprio alla luce delle difficoltà di applicare il criterio del *fair value* al conferimento di azienda, individua un ulteriore argomento a sostegno dell'interpretazione estensiva dell'ambito applicativo del criterio del valore contabile. In particolare, l'A. osserva che «nell'interpretazione della norma, pertanto, si deve preferire il significato che consente di applicarla a tutte le fattispecie concrete comprese nel suo ambito di applicazione, e non già nel significato che ne impedisce l'applicabilità ad un novero di ipotesi che pure ricadono nel campo di applicazione espressamente previsto dalla norma stessa».

nella *Gliederung* dello stato patrimoniale»<sup>393</sup>, il suo valore non è sempre immediatamente ricavabile dal bilancio della conferente<sup>394</sup>.

---

<sup>393</sup> OLIVIERI, *I sistemi*, cit., 232 s. Al riguardo cfr. anche SPOLIDORO, *Attuazione*, cit., 68, il quale osserva che «l'avviamento aziendale non iscritto in tale bilancio non può essere fatto emergere», a meno che esso non sia già compreso, con specifica voce, nel bilancio della conferente e precisa che, in tal caso, «questa voce può essere riportata come valore di conferimento nel bilancio della conferitaria».

<sup>394</sup> Nonostante tali perplessità, vi potrebbe essere almeno un caso in cui si potrebbe ricorrere al criterio in esame rispetto al conferimento di azienda: quando l'azienda sia contabilizzata alla stregua del principio contabile IFRS 3, ossia in base allo specifico criterio previsto per le c.d. *"business combinations"*, tra cui rientra il caso in cui l'azienda da conferire sia stata acquisita in forza di una precedente operazione di aggregazione (conferimento, fusione, scissione, ecc.). Afferma la possibilità di ricorrere al criterio alternativo in esame nel caso di conferimento d'azienda valutato secondo l'IFRS 3 anche il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, nel documento *"La determinazione dei valori di conferimento di beni in natura o crediti senza relazione di stima (artt. 2343-ter e 2343-quater, c.c.)"*, già citato, § 4.3.

Per la definizione di *"business combination"* v. CARATOZZOLO, *Gli IAS/IFRS*, cit., 441 ss. Cfr. altresì il documento Assirevi OPI 1 *"trattamento contabile delle business combinations of entities under common control"*, disponibile al link: <http://www.assirevi.it/documenti/OPI%20n.%201.pdf>, in cui si afferma che «è invece condivisa la posizione che considera l'acquisizione e il conferimento di rami d'azienda – ove questi soddisfino la definizione di *"business"* nell'ambito degli IFRS1 – come operazioni di *"business combination"* nel bilancio d'esercizio dell'acquirente/conferitaria».

L'applicazione di tale principio contabile internazionale ha comportato il passaggio dal metodo c.d. del *pooling of interest* a quello dell'*acquisition method*, basato sull'iscrizione in bilancio del *fair value* di tutte le risorse entrate nella disponibilità dell'acquirente con l'acquisizione (incluso l'avviamento). I contributi sul tema sono molti, tra questi: CARATOZZOLO, *I criteri di formazione del primo bilancio successivo alle fusioni e scissioni*, in *Soc.*, 2004, 1343 ss.; ID., *Applicazione delle disposizioni del codice civile sui conferimenti e le fusioni ai bilanci redatti con i principi contabili internazionali*, in *Soc.*, 2010, 1467 ss.; BIANCHI, *Art. 2504-bis, comma 4 - Il primo bilancio successivo alla fusione*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di Bianchi, *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Grezzi, M. Notari, Milano, Egea, 2006, 872; SAVIOLI, *Tutela dell'integrità del capitale sociale e IFRS 3: il caso del conferimento d'azienda*, in *Soc.*, 2006, 672 ss.

L'applicazione di tale principio contabile internazionale determina una serie di problemi che non possono essere oggetto di disamina in questa sede, che discendono dal fatto che, come è stato osservato, le indicazioni dell'IFRS 3 «sono potenzialmente incompatibili con le prescrizioni dettate dagli artt. 2343 ss. e 2464 ss. c.c., secondo cui le attività e le passività conferite devono essere rilevate ad un valore non superiore a quello di perizia»: così SAVIOLI, *Tutela dell'integrità*, cit., 672. L'affermazione dell'A. è antecedente all'introduzione dell'art. 2343-ter c.c. ma le considerazioni da questi svolte a fondamento di essa possono essere estese anche al conferimento valutato al *fair value*. Attraverso l'applicazione di tale principio, si verifica un probabile disallineamento fra il valore di iscrizione previsto dall'IFRS 3 e quello massimo civilisticamente ammesso, che deve essere individuato attraverso il procedimento di stima (tradizionale o eccezionale) del conferimento, come rileva SPOLIDORO, *Conferimenti*, cit., 515. Rispetto al criterio del valore contabile di bilancio, uno dei problemi principali è costituito

Infine, ancora in relazione alla diffusione di valutazioni effettuate al *fair value*, occorre considerare che, a seguito della recente crisi finanziaria – come si è già avuto modo di precisare nel I capitolo<sup>395</sup> – il criterio in esame è stato considerato uno dei più rilevanti fattori della stessa e si è iniziato a dubitare della capacità dei prezzi di mercato di rappresentare informazioni rilevanti e affidabili per gli utilizzatori del bilancio<sup>396</sup>.

In tale contesto, lo IASB<sup>397</sup> ha approvato nel 2008 un emendamento allo IAS 39 (“Strumenti Finanziari: rilevazione e valutazioni”)<sup>398</sup> che ha determinato una

---

dal fatto che, secondo l'IFRS 3, l'azienda deve essere valutata alla data del conferimento (secondo il costo d'acquisizione, i *fair values* di attività e passività e l'avviamento dell'azienda conferita); data che può essere distante da quella prevista come punto di riferimento per la valutazione *ex art. 2343-ter*, co. 2, lett. a), c.c. del «bilancio dell'esercizio precedente a quello nel quale è effettuato il conferimento». Sorge, quindi, il dubbio che sia necessario ricorrere anche ad una ulteriore e più attuale valutazione. Probabilmente il rimedio adottabile consiste nella verifica da parte degli amministratori dei c.d. “fatti nuovi rilevanti” *ex art. 2343-quater* c.c., peraltro, sull'idoneità di tale rimedio quale fonte della valutazione del conferimento si sono già espressi forti dubbi.

<sup>395</sup> Cfr., in particolare, quanto precisato in nt. n. 167.

<sup>396</sup> Cfr., tra gli altri, STRAMPELLI, *Gli IAS/IFRS dopo la crisi*, cit., 395 ss.; BIANCHI, *Riflessioni*, cit., 181 ss.; AMELIO-GAVANA-GAZZOLA, *Op. cit.*, 34 ss.

<sup>397</sup> Come noto, lo IASB fa parte della *IASC Foundation* insieme ad altri tre organi: (i) l'IFRIC (*International Financial Reporting Interpretations Committee*), ossia il comitato che suggerisce l'interpretazione corretta dei vari principi; (ii) l'organo amministrativo della fondazione (il comitato dei *Trustees*) che, tra i vari compiti, nomina i membri dello IASB, dell'IFRIC e del SAC e (iii) il SAC (*Standards Advisory Committee*), ossia il comitato consultivo che presenta le proposte allo IASB e ai *Trustees* sulle attività da svolgere. Essendo tali organi indipendenti rispetto alle istituzioni dell'Unione europea, l'emanazione da parte dello IASB dei principi contabili internazionali non implica la loro automatica applicabilità negli Stati membri. E', infatti, necessario un procedimento di omologazione da parte dell'Unione europea – in cui assume un ruolo fondamentale l'attività dell'*European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG) – che culmina con la pubblicazione del testo dei principi accettati nella Gazzetta Ufficiale dell'UE. Al riguardo v. SCOGNAMIGLIO, *La ricezione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS ed il sistema delle fonti del diritto contabile*, in AA. VV., *IAS/IFRS. La modernizzazione del diritto contabile in Italia*, Milano, Giuffrè, 2007, 29 ss.

<sup>398</sup> Adottato in data 13 ottobre 2008 contenente modifiche al principio contabile internazionale (IAS) 39 «Strumenti finanziari: Rilevazione e valutazione» e all'IFRS 7: «Strumenti finanziari: informazioni integrative». Le modifiche allo IAS 39 e all'IFRS 7 sono state adottate a livello europeo con procedura d'urgenza attraverso il Regolamento 1004/2008 della Commissione, in data 15 ottobre 2008, pubblicato sulla Gazzetta ufficiale dell'Unione europea il 16 ottobre 2008, L. 275/38 (che ha modificato conseguentemente il Regolamento n. 1725/2003). Tali modifiche, in sintesi, autorizzano, in circostanze particolari (tra cui è indicata la situazione di crisi finanziaria) alla riclassificazione di determinati strumenti finanziari - che secondo i principi contabili internazionali sarebbero da ricondurre alla categoria «posseduti per negoziazione» e,

possibile riduzione dell'ambito di applicazione del *fair value*<sup>399</sup> (e, quindi, indirettamente anche dell'art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c.). Solo per alcuni degli strumenti ricompresi nel suo ambito di applicazione<sup>400</sup>, rientranti nella classe "*available for sale*", la rilevazione in bilancio può essere effettuata al *fair value*. Sono, invece, escluse e devono essere valutate al costo le c.d. attività detenute fino alla scadenza («*held to maturity*»), ossia le attività finanziarie con pagamenti fissi o determinabili a scadenza fissa, e le attività originate dall'impresa («*loans and receivables originated by the entity*»), ossia i crediti verso clienti e i prestiti erogati direttamente. Inoltre è stata estesa ad un maggior numero di ipotesi la facoltà di riclassificare alcune categorie di strumenti finanziari nelle due categorie da ultimo citate (consentendo così la loro valutazione al costo storico) in condizioni di non regolare andamento dei mercati<sup>401</sup>.

Più di recente lo IAS 39 è stato sottoposto ad un ulteriore progetto di rivisitazione con l'obiettivo della sua sostituzione con l'IFRS 9, principio emanato dallo IASB in data 12 novembre 2009 e successivamente modificato nel 2011.

Il nuovo principio contabile elimina la distinzione tra strumenti finanziari "*held for trading*" e "*available for sale*" e distingue gli strumenti finanziari in due sole categorie, quella degli strumenti di debito e quella degli strumenti di capitale, prevedendo solo per quest'ultima l'applicazione del criterio del *fair value* (gli

---

quindi, valutati al *fair value* (con rilevazione di utili e perdite a conto economico) - nella categoria dei finanziamenti e crediti, valutata, invece, al costo storico ammortizzato.

<sup>399</sup> Cfr. al riguardo PARISOTTO, *IAS 39: un principio contabile tormentato*, in *Fiscalità internazionale*, 2010, 99 ss.; BIANCHI, *Riflessioni*, cit., 183 s., il quale spiega che anche il FASB, ossia lo *Standard Setter* statunitense, a seguito della crisi dei mercati finanziari (precisamente, nell'aprile 2009) ha introdotto significative modifiche alla disciplina contabile che hanno comportato la disapplicazione del principio del *fair value* alla valutazione degli strumenti finanziari. L'A. evidenzia che rispetto a tali interventi d'urgenza sono state sollevate anche molte critiche per i possibili effetti negativi nel lungo periodo, tra cui quello di aumentare la discrezionalità nella valutazione degli strumenti finanziari e «incentivare comportamenti opportunistici degli amministratori, i quali potrebbero, anche là dove il valore di mercato rappresenti un parametro attendibile, optare per la riclassificazione di strumenti finanziari o per l'abbandono del *mark-to-market method*, al solo fine di esporre risultati di periodo migliori di quelli effettivi».

<sup>400</sup> Tra le fattispecie incluse nell'ambito oggettivo dello IAS 39 rientrano le obbligazioni, le azioni, i crediti e debiti di finanziamento, i derivati e i crediti e debiti originati dallo svolgimento dell'attività caratteristica.

<sup>401</sup> Per approfondimenti: v. STRAMPPELLI, *Gli IAS/IFRS*, cit., 405 s. testo e nt. nn. 24-26.

strumenti di debito sono, invece, valutati secondo il criterio del "costo ammortizzato").

Peraltro tale apparente riduzione del campo di applicazione del *fair value* è considerata poco significativa, considerato che il principio in esame si estende (anche secondo le nuove previsioni) agli strumenti di capitale e ai derivati<sup>402</sup> e, in ogni caso, non risulta per ora applicabile ai bilanci delle società italiane. Allo stato attuale manca, infatti, ancora l'omologazione dell'IFRS 9 a livello europeo, pertanto all'interno degli Stati membri resta applicabile lo IAS 39<sup>403</sup>.

## **2.2. – Il valore attuale di scambio può essere desunto anche da bilanci redatti secondo i principi contabili nazionali.**

Un secondo argomento a fondamento delle critiche dell'interpretazione restrittiva del criterio del valore contabile consiste nella considerazione che l'esclusione delle società che redigono i propri bilanci secondo criteri diversi dagli IAS/IFRS avverrebbe in modo arbitrario ed immotivato se si considera che il *fair value* (nel suo significato di "valore attuale di scambio") non è riscontrabile solo nei bilanci IAS-compliant, ma anche nei bilanci redatti secondo la disciplina nazionale.

Anzitutto, infatti, non è detto che la valutazione effettuata applicando i principi contabili codicistici differisca necessariamente dal valore reale del bene in quel preciso momento. Basti pensare al caso in cui il bene sia stato iscritto nel bilancio della conferente pochi mesi prima del conferimento in altra società e il suo valore non sia nel frattempo mutato. In tale situazione non si comprende perché dovrebbe essere esclusa la valutazione effettuata secondo i principi del

---

<sup>402</sup> Così STRAMPELLI, *Gli IAS/IFRS*, cit., 396, nt. n. 3.

<sup>403</sup> Per un quadro aggiornato dei principi contabili internazionali v. MEZZABOTTA, *Principi contabili internazionali. EFRAG e IASB: le ultime novità*, in *Riv. dott. comm.*, 2013, 215 ss. in cui si osserva che l'omologazione dell'IFRS 9 (e quindi la sostituzione dello IAS 39) dovrebbe avvenire «in base alle indicazioni dello IAS» con efficacia «per gli esercizi che si aprono il 1 gennaio 2015 o in data successiva, nel caso di periodo amministrativo non coincidente con l'anno solare».

codice civile, il cui risultato non sarebbe differente da quello che si sarebbe ottenuto applicando gli IAS/IFRS<sup>404</sup>.

Inoltre, come è stato osservato, il *fair value* è espressamente previsto e desumibile anche nei principi contabili nazionali: l'esempio più noto è quello disciplinato all'art. 2427-bis c.c. con riferimento agli strumenti finanziari «esposto nella nota integrativa, ma non nello stato patrimoniale»<sup>405</sup>, documento a cui, peraltro - secondo la tesi esposta dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili<sup>406</sup> - si può fare riferimento ai fini dell'art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c.<sup>407</sup>.

Ancora, ove il legislatore nazionale si adoperasse per recepire le previsioni contenute nelle direttive 2001/65/CE e 2003/51/CE<sup>408</sup> - che consentono la

---

<sup>404</sup> Alla data di acquisizione, o comunque a una data prossima ad essa, infatti, il *fair value* e il costo storico coincidono: v. AMELIO-GAVANA-GAZZOLA, *Op. cit.*, 33. Cfr., altresì, CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *Circolare n. 11/IR, cit.*, 8.

<sup>405</sup> Così il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, nel documento “*La determinazione dei valori di conferimento di beni in natura o crediti senza relazione di stima (artt. 2343-ter e 2343-quater, c.c.)*”, *cit.*, 20, in cui si precisa che è il legislatore medesimo ad aver richiesto, per tali attività, l'indicazione del *fair value*, individuando, peraltro, le disposizioni necessarie per poterlo misurare». Per una analisi completa della norma richiamata v., per tutti, SCETTRI - STRAMPELLI, *Commento sub artt. 2423-ter - 2427-bis*, in M. Notari-L.A. Bianchi (a cura di), *Obbligazioni-Bilancio*, in P. Marchetti-L. A. Bianchi-F. Ghezzi-M. Notari (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2006, 578 ss.

<sup>406</sup> Cfr. *supra* nt. n. 131.

<sup>407</sup> Il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, nel documento citato, riporta ulteriori possibili esempi di beni iscritti al valore equo ricavato da bilanci redatti secondo i principi contabili nazionali, tra cui: (i) il conferimento di un impianto oggetto di svalutazione in bilancio per perdita durevole; (ii) il conferimento di una immobilizzazione finanziaria il cui *fair value* è iscritto nella nota integrativa (art. 2427-bis, co. 1, numero 2), c.c.); (iii) valori di bilancio determinati a seguito di operazioni di compravendita in cui la transazione sia avvenuta a valori di mercato e non siano intervenuti successivamente fatti idonei a modificarne il valore; (iv) valori di bilancio determinati al verificarsi di aggregazioni aziendali, contabilizzate secondo il principio contabile nazionale OIC n. 17 che prevede l'iscrizione a “valori correnti” degli elementi patrimoniali della società aggregata.

<sup>408</sup> Elaborate con l'obiettivo di eliminare i conflitti esistenti tra le esistenti direttive [più precisamente la c.d. IV direttiva contabile (78/660/CEE del Consiglio, del 25 luglio 1978) e la c.d. VII direttiva (83/349/CEE del Consiglio del 13 giugno 1983), recentemente peraltro abrogate e sostituite dalla direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 su cui *infra*] e principi IAS/IFRS e nell'ottica di una maggior armonizzazione dei principi contabili applicabili all'interno dell'Unione europea. Tali direttive, peraltro, si rivolgevano solo alle società di capitali mentre per le altre società e tipi di imprese non esisteva un quadro normativo obbligatorio comune a livello UE: v. CASÒ, *Linee generali del progetto OIC*

valutazione al *fair value* di alcune categorie di attività – anche secondo i principi contabili nazionali alcuni beni non verrebbero più valutati secondo il costo storico, ma secondo il *fair value*<sup>409</sup>. Al riguardo si deve precisare che il legislatore italiano ha recepito la direttiva 2003/51/CE, ma solo parzialmente, limitandosi ad adottare solo la parte obbligatoria di essa, e precisamente, quella relativa alla relazione sulla gestione e alle modifiche della disciplina del controllo legale dei conti, attraverso il d.lgs. 2 febbraio 2007, n. 32. Manca, invece, la trasposizione della parte della direttiva relativa ai prospetti di bilancio e quella – che qui più rileva – relativa ai principi di iscrizione e di valutazione delle poste.

Nell'inerzia del legislatore sul punto, è intervenuto l'OIC che ha elaborato una proposta, intitolata "ipotesi di attuazione della direttiva 2003/51/CE con modifiche al d.lgs. 127/91", pubblicata nel 2007<sup>410</sup> con lo scopo di rendere il quadro

---

*e prospettive future*, in AA.VV., *Le modifiche della disciplina codicistica del bilancio di esercizio: il progetto OIC di attuazione delle direttive n. 51/2003 e 65/2001*, Atti del Convegno Roma, 21 giugno 2007, a cura di Provasoli e Vermiglio, Milano, Giuffrè, 2008, 26 ss. La recente direttiva 2013/34/UE – che dovrà essere recepita a livello nazionale entro il 20 luglio 2015 a partire dai bilanci 2016 (cfr. art. 53 della direttiva) – invece, espressamente prevede che «nell'ambito di applicazione della presente direttiva dovrebbero rientrare alcune società di capitali, quali le società per azioni o le società a responsabilità limitata. Inoltre esiste un numero considerevole di società in nome collettivo e di società in accomandita semplice di cui tutti i soci illimitatamente responsabili sono organizzati in società per azioni o in società a responsabilità limitata e tali società di persone dovrebbero essere dunque assoggettate alle misure di coordinamento previste dalla presente direttiva. La presente direttiva dovrebbe inoltre assicurare che le società di persone rientrino nel suo ambito di applicazione qualora i soci che non sono organizzati in società a responsabilità limitata o in società per azioni abbiano di fatto una responsabilità limitata relativamente ai loro obblighi in quanto tale responsabilità è limitata da altre imprese che rientrano nell'ambito di applicazione della presente direttiva» (così il quinto Considerando). Sul recente provvedimento europeo (con indicazione del testo integrale) v. SOTTORIVA, *Direttiva 2013/34/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio*, in *Il controllo nelle società e negli enti*, 2013, 781 ss.

<sup>409</sup> Più analiticamente sulla prospettiva dell'adozione di tali direttive nell'ordinamento italiano v. STRAMPELLI, *Distribuzioni*, cit., 97 ss.; ID., *I regimi alternativi*, cit., 217.

<sup>410</sup> Poi integrata con un altro documento, reso pubblico il 6 maggio 2008, dal titolo "ipotesi di attuazione della direttiva 2003/51/CE e della direttiva 2006/46/CE che modificano la direttiva n. 83/349/CEE in materia di bilanci consolidati – bozza di articolato del D.lgs. n. 127/91 e relazione illustrativa". Tutti i documenti elaborati dall'OIC citati sono disponibili sul sito internet dell'organizzazione, al link <http://www.fondazioneoic.eu>. Sulla proposta v. i vari contributi contenuti in AA.VV., *Le modifiche della disciplina codicistica*, cit.



normativo italiano, di derivazione della IV direttiva e VII direttiva, più vicino al “sistema” degli IAS/IFRS<sup>411</sup>.

Le modifiche più significative rispetto al tema di queste pagine riguardano la disciplina delle valutazioni di bilancio. In particolare, con tale Progetto - con cui è stato espressamente precisato che non si vuole «costituire un pieno adeguamento della disciplina degli IAS/IFRS»<sup>412</sup> - è stato reso facoltativo, anche per le società che redigono i propri bilanci secondo i principi del codice civile, l'utilizzo dei criteri valutativi dettati dai principi contabili internazionali, tra cui, *in primis*, il *fair value* (con l'eccezione degli strumenti finanziari derivati per i quali il Progetto ha - addirittura - imposto l'utilizzo del *fair value*)<sup>413</sup>.

Parallelamente, però, a tutela della conservazione del capitale sociale, sono stati previsti dei correttivi analoghi alla previsione di riserve non distribuibili per

---

<sup>411</sup> Cfr. al riguardo CASÒ, *Linee generali, cit.*, 26; PROVASOLI, *Principi ispiratori e tratti salienti del Progetto OIC*, in AA.VV., *Le modifiche della disciplina codicistica: il progetto OIC di attuazione delle direttive n. 51/2003 e 65/2001*, Atti del Convegno Roma, 21 giugno 2007, a cura di Provasoli e Vermiglio, Milano, Giuffrè, 2008, 11 ss.; COLOMBO, *I principi generali, cit.*, 31 ss.; CARATTOZZOLO, *L'introduzione del "fair value" nella IV e VII direttiva comunitaria: una prima valutazione*, in *Soc.*, 2002, 1343 ss.

<sup>412</sup> Così COLOMBO, *I principi generali, cit.*, 31, il quale afferma che il Progetto OIC del 2007 rappresenta «soltanto un tentativo di avvicinamento della disciplina 'comune' del bilancio ai principi internazionali». Un'importante differenza che, per esempio, secondo l'A. permane anche alla luce del Progetto in esame consiste nella rilevanza del principio di prudenza che, mentre nel sistema IAS/IFRS è meno valorizzato (come si dirà meglio *infra*), rimane centrale nel sistema di principi nazionali.

<sup>413</sup> Più precisamente, nel Progetto OIC è prevista la possibilità di effettuare la valutazione al *fair value* in alternativa al criterio del costo per le immobilizzazioni materiali e immateriali; per i terreni e fabbricati destinati ad investimento immobiliare; per gli strumenti finanziari detenuti per negoziazione o disponibili per la vendita e per le quote di partecipazione non correnti. In un primo momento era stata valutata l'opportunità di rendere obbligatorio l'uso del *fair value* negli stessi casi in cui il suo utilizzo è imposto dai principi IAS/IFRS o di applicare il nuovo criterio al solo bilancio consolidato, ma entrambe tali prospettive sono state abbandonate dall'OIC a favore della scelta descritta: sul punto v. PROVASOLI, *Principi ispiratori, cit.*, 15 s. che ha definito la scelta dell'OIC «ponderata» anche con riferimento alla sua estensione alle valutazioni contenute nel bilancio di esercizio poiché risolve «l'anomalia» che deriva dall'eventuale utilizzo di «criteri valutativi differenti, per una medesima posta, nel bilancio consolidato ed in quello di esercizio, qualora l'impresa non adottasse in entrambi i principi internazionali».

plusvalori da *fair value* di cui all'art. 6 del d.lgs. 38/2005, su cui si tornerà più approfonditamente *infra*<sup>414</sup>.

Più recentemente, nel corso del 2010, l'OIC ha proposto un ulteriore progetto finalizzato all'aggiornamento dei vigenti principi contabili nazionali, ritenuto necessario per prendere atto degli sviluppi verificatisi nella materia contabile, conseguenti all'evoluzione normativa nonché all'evolversi della prassi e della dottrina contabile nazionale e internazionale<sup>415</sup>: al riguardo si segnala che al momento della redazione del presente lavoro, l'elaborazione dei nuovi principi contabili è ancora in corso<sup>416</sup>.

In questo contesto si segnala, infine, la recente direttiva 2013/34/UE<sup>417</sup> in cui si prevede la facoltà per gli Stati membri di consentire l'applicazione del criterio di valutazione al valore netto (*fair value*) per la valutazione (art. 8)<sup>418</sup>: a) degli

---

<sup>414</sup> Sugli adattamenti previsti con l'obiettivo di assicurare la tutela dell'integrità del capitale sociale introdotti nel Progetto OIC v. PROVASOLI, *Principi ispiratori*, cit., 18 s. dove si evidenzia che «la disciplina delle riserve proposta dall'OIC ricalca quella dell'art. 6 in parola, con alcuni cambiamenti dettati dall'esigenza di ovviare a soluzioni normative che non appaiono complete o chiare». La proposta di allineare la disciplina contabile nazionale a quella dei soggetti che applicano gli IAS/IFRS porta a concludere l'A. nel senso che «proprio per questa ragione potrebbe anche rappresentare un'utile chiave di lettura per interpretare alcune norme presente nel menzionato art. 6 del D.lgs. 38/2005». Specificamente sul tema delle riserve per plusvalenze non realizzate nel Progetto OIC, v. BUSSOLETTI, *La disciplina del patrimonio netto, il regime delle riserve*, in AA. VV., *Le modifiche della disciplina codicistica: il progetto OIC di attuazione delle direttive n. 51/2003 e 65/2001*, Atti del Convegno Roma, 21 giugno 2007, a cura di Provasoli e Vermiglio, Milano, Giuffrè, 2008, 63 ss., dove sono messe in luce le precisazioni contenute nel Progetto volte a colmare eventuali lacune del d.lgs. 38/2005.

<sup>415</sup> In questi termini la *Lettera di presentazione del progetto*, consultabile sul sito ufficiale dell'OIC, già citato.

<sup>416</sup> E' stato, infatti, stabilito il termine indicativo del 28 febbraio 2014 per far pervenire all'OIC osservazioni sui seguenti principi: (i) OIC 17 (rubricato "Il bilancio consolidato e il metodo del patrimonio netto"); (ii) OIC 9 (rubricato "Svalutazioni per perdite durevoli di valore delle immobilizzazioni materiali e immateriali"); (iii) OIC 12 (rubricato "Composizione e schemi del bilancio d'esercizio"); (iv) OIC 28 (rubricato "Il Patrimonio netto"); (v) OIC 10 (rubricato "La redazione del rendiconto finanziario"); (vi) il documento relativo alla cancellazione dei crediti che integra il principio contabile OIC 15 (rubricato "Crediti"). Lo stato attuale del progetto può essere verificato al seguente link: [http://www.fondazioneoic.eu/?page\\_id=7209](http://www.fondazioneoic.eu/?page_id=7209).

<sup>417</sup> Pubblicata sulla Gazzetta ufficiale dell'Unione europea del 29 giugno 2013, L 182/32, da recepire dagli Stati membri entro il 20 luglio 2015 (art. 53), che abroga le precedenti direttive comunitarie in materia di conti annuali e consolidati: direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE (art.52).

<sup>418</sup> Ai sensi del quale: «1. In deroga alle disposizioni dell'articolo 6, paragrafo 1, lettera i), e fatte salve le condizioni di cui al presente articolo:

strumenti finanziari, compresi gli strumenti finanziari derivati; b) delle attività diverse dagli strumenti finanziari<sup>419</sup>. Tale direttiva dovrà essere adottata per i bilanci 2016, rispetto ai quali sarà, così, potenzialmente più frequente il ricorso al criterio del *fair value*, anche a prescindere dall'adozione dei principi contabili internazionali.

### **2.3. – Incompatibilità con il tenore dell'art. 10-bis della Seconda direttiva (come introdotto dalla direttiva 2006/68/CE) e con i principi di diritto comunitario.**

Ulteriori conferme della erroneità della limitazione dell'ambito applicativo dell'art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c. ai soli bilanci IAS-compliant si rinvengono nella lettera e negli scopi della direttiva 2006/68/CE, la quale non impone affatto che il bilancio da considerare ai fini della valutazione dei conferimenti secondo il criterio alternativo sia redatto in conformità agli IAS/IFRS.

Anzitutto, la Direttiva, si è limitata a stabilire che il «valore equo sia ricavato [...] dai conti obbligatori», senza imporre che tale valore sia calcolato alla stregua dei principi contabili internazionali<sup>420</sup>.

A tale rilievo si potrebbe, peraltro, obiettare che il fatto che la Direttiva parli di “valore equo” – quindi un concetto più ampio del *fair value* IAS-IFRS –

---

a) gli Stati membri autorizzano o prescrivono, per tutte le imprese o per talune categorie di imprese, la valutazione al valore netto degli strumenti finanziari, compresi gli strumenti finanziari derivati; e

b) gli Stati membri possono autorizzare o prescrivere, per tutte le imprese o per talune categorie di imprese, che determinate categorie di attività diverse dagli strumenti finanziari siano valutate».

<sup>419</sup> Mentre è espressamente esclusa con riferimento: «a) agli strumenti finanziari non derivati detenuti fino a scadenza; b) ai prestiti e ai crediti originati dall'impresa e non detenuti a scopo di negoziazione; e c) alle partecipazioni in imprese figlie, collegate e in joint venture, agli strumenti di capitale emessi dall'impresa, ai contratti che prevedono un corrispettivo potenziale nell'ambito di un'operazione di aggregazione aziendale, nonché ad altri strumenti finanziari le cui specificità esigono, secondo quanto generalmente ammesso, una contabilizzazione diversa da quella degli altri strumenti finanziari» (così il punto n. 4 dell'art. 8).

<sup>420</sup> Così SPOLIDORO, *Attuazione, cit.*, 69.

non esclude la facoltà per gli Stati Membri di recepire una versione più limitata, soprattutto considerato che l'introduzione del criterio del valore contabile di bilancio – come si è detto – è stata prevista in termini di facoltà per i legislatori nazionali.

Sennonché, se da un lato è vero che la normativa comunitaria sul punto non è imperativa, potendo il singolo Stato membro optare perfino per la non adozione del criterio in esame, è altrettanto necessario che – anche considerati gli interessi tutelati dalla disciplina di valutazione dei conferimenti in natura di cui si è già detto – una volta effettuata la scelta di introdurre il criterio del valore contabile di bilancio, la disciplina nazionale di implementazione sia coerente con gli scopi e il tenore della Direttiva.

A tal riguardo, occorre considerare che il concetto di “valore equo” viene in rilievo nel provvedimento comunitario sia per quanto riguarda il criterio del valore contabile di bilancio, sia rispetto a quello della perizia di stima di un esperto nominato dalle parti<sup>421</sup>. E con riferimento a tale secondo criterio viene precisato espressamente che si considera “equo” il valore individuato dall'esperto in base «ai principi e ai criteri di valutazione generalmente riconosciuti nello Stato membro per il tipo di attività da cui è costituito il conferimento». In generale, tale espressione è ricondotta ai principi applicati dalla prassi ed elaborati dalla

---

<sup>421</sup> Più precisamente l'art. 1, punto n. 2), della direttiva 2006/68/CE prevede che sia inserito nella Seconda direttiva l'articolo 10-*bis* ai sensi del quale, per la parte che qui rileva: «2. Gli Stati membri possono decidere di non applicare l'articolo 10, § 1, 2 e 3, qualora, su decisione dell'organo di amministrazione o di direzione, il conferimento non in contanti sia costituito da attività diverse dai valori mobiliari e dagli strumenti del mercato monetario di cui al § 1 il cui *valore equo* sia già stato valutato da un esperto indipendente abilitato e siano soddisfatte le seguenti condizioni:

a) il valore equo è determinato con riferimento ad una data non anteriore di oltre sei mesi rispetto alla data effettiva del conferimento;

b) *la valutazione è stata effettuata conformemente ai principi e ai criteri di valutazione generalmente riconosciuti nello Stato membro per il tipo di attività da cui è costituito il conferimento.*

[...] 3. Gli Stati membri possono decidere di non applicare l'articolo 10, § 1, 2 e 3, qualora, su decisione dell'organo di amministrazione o di direzione, il conferimento non in contanti sia costituito da attività diverse dai valori mobiliari o dagli strumenti del mercato monetario di cui al § 1 il cui *valore equo* sia ricavato, per ogni singolo cespite, dai conti obbligatori dell'esercizio precedente, a condizione che i conti siano stati sottoposti a revisione ai sensi della direttiva 2006/43/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2006, relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati» [n.d.r.: corsivo aggiunto].

dottrina interna e dalle organizzazioni professionali, che non necessariamente equivalgono a quelli dettati dagli IAS/IFRS<sup>422</sup>.

Ciò premesso e considerato che vi sarebbe un'incoerenza tra disposizioni contenute nel medesimo atto normativo, è illogico ritenere che la stessa espressione ("valore equo") sia utilizzata dal legislatore UE nella medesima norma con significati difformi rispetto ai due criteri alternativi di valutazione del conferimento.

La Direttiva non si riferisce, dunque, al criterio tecnico del *fair value*, rispetto al quale non è confacente né l'utilizzo della formula al plurale "principi e criteri generalmente riconosciuti", posto che il *fair value* è un unico criterio, né la precisazione "generalmente riconosciuti nello Stato membro", visto che - come si è già chiarito - il *fair value ex IAS/IFRS* non è propriamente "generalmente riconosciuto"<sup>423</sup>.

Si deve, pertanto, concludere che anche il valore equo previsto in relazione al criterio del valore contabile di bilancio deve essere desunto applicando i principi di valutazione generalmente riconosciuti in ogni Stato membro, e quindi solo eventualmente coincidenti con quelli contenuti nel sistema degli IAS-IFRS<sup>424</sup>.

---

<sup>422</sup> V. ABRIANI, *Il nuovo regime*, cit., 304; NOTARI, *Il regime*, cit., 90 ss. (e in particolare a pagina 92); ID., *The Appraisal*, cit., 72; OLIVERI, *I sistemi alternativi*, cit., 238; PORTALE, *Le nuove norme*, cit., 31; SPOLIDORO, *Attuazione*, cit., 69; STRAMPELLI, *I regimi alternativi*, cit., 216 testo e nt. n. 18; WESTERMANN, *Kapitalschutz*, cit., 150; MORO VISCONTI, *Conferimenti*, cit., 862. In questo senso anche CAGNASSO, *Profili del "raccordo" tra regole "comuni" in tema di bilancio d'esercizio e criteri "eccezionali" di valutazione nella legislazione anticrisi*, in *Riv. dott. comm.*, 2010, 519 ss. Sul punto v. altresì la Commissione massime societarie del Consiglio Notarile di Milano nella motivazione della massima n. 104 ove si affermava che «la Seconda Direttiva si riferisce anzitutto e in prima battuta, nell'art. 10, par. 2, ad un concetto generico di "valore equo" che sia "già stato valutato da un esperto (...) conformemente ai principi e ai criteri generalmente riconosciuti nello Stato membro per il tipo di attività da cui è costituito il conferimento", con ciò lasciando intendere, che non si tratta in questo caso, in senso stretto, del *fair value* dei principi IAS/IFRS, posto che altrimenti non avrebbe senso il rinvio ai criteri riconosciuti nello Stato membro per la tipologia di beni costituenti il conferimento».

<sup>423</sup> V. al riguardo CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *Circolare n. 11/IR*, cit., 9, in cui si afferma che il valore equo potrebbe essere desunto sia dai bilanci redatti in conformità agli IAS/IFRS sia ai principi previsti nella IV Direttiva, poiché «in entrambi i casi, infatti, quel valore risulterebbe essere conforme ai criteri e principi generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento».

<sup>424</sup> Cfr. STRAMPELLI, *I regimi alternativi*, cit., 216.

Tali conclusioni sono confermate *a fortiori* dalla recente direttiva 2013/34/UE già citata - e precisamente all'art. 8, punto 7<sup>425</sup> - dove viene fornita una autonoma definizione del concetto di *fair value*, parallela ma distinta a/da quella fornita dai principi contabili internazionali (IFRS 13, su cui più ampiamente *infra*).

Infine, un ulteriore argomento che dimostra che il legislatore comunitario non ha inteso limitare il criterio di valutazione del valore contabile ai soli bilanci IAS-compliant discende poi dai principi di diritto UE.

Come noto, ai sensi dell'art. 288 TFUE (che ha sostituito l'art. 249 TCE) lo strumento normativo della direttiva è vincolante per gli Stati membri a cui si rivolge<sup>426</sup>. Questo implica che le previsioni contenute nella direttiva devono essere almeno astrattamente recepibili in tutti i paesi a cui è diretta, pena l'impossibilità della loro implementazione nei singoli ordinamenti (e conseguente violazione dell'art. 288 citato)<sup>427</sup>.

---

<sup>425</sup> Che, rubricato "Valutazione alternativa basata sul valore netto", recita testualmente: «Il valore netto a norma del presente articolo è determinato con riferimento a uno dei seguenti valori:

a) nel caso di strumenti finanziari per i quali sia possibile individuare facilmente un mercato attendibile, al valore di mercato; qualora il valore di mercato non sia facilmente individuabile per un dato strumento, ma possa essere individuato per i suoi componenti o per uno strumento analogo, il valore di mercato può essere derivato da quello dei componenti o dello strumento analogo;

b) nel caso di strumenti finanziari per i quali non sia possibile individuare facilmente un mercato attendibile, al valore che risulta da modelli e tecniche di valutazione generalmente accettati, purché questi modelli e tecniche di valutazione assicurino una ragionevole approssimazione al valore di mercato.

Gli strumenti finanziari che non possono essere valutati attendibilmente mediante uno dei metodi descritti alle lettere a) e b) del primo comma, sono valutati in base al prezzo di acquisto o al costo di produzione, nella misura in cui sia possibile effettuare tale valutazione».

<sup>426</sup> Ai sensi dell'art. 288 co. 3 TFUE: «La direttiva vincola lo Stato membro cui è rivolta per quanto riguarda il risultato da raggiungere, salva restando la competenza degli organi nazionali in merito alla forma e ai mezzi».

<sup>427</sup> E' pur vero che rispetto all'adozione dello strumento normativo della direttiva ogni Stato membro può avere margini di discrezionalità circa le modalità con cui tradurre in normativa interna la disciplina di fonte sovraordinata (salvo il caso della direttiva dettagliata, ossia la direttiva chiara, precisa ed incondizionata, talmente dettagliata da non lasciare margini di discrezionalità agli Stati membri nella attuazione e completa in tutti i suoi elementi, per la quale - scaduto il termine per la sua adozione - da tempo la Corte di Giustizia ha affermato l'effetto diretto), ma affinché tale discrezionalità sia concretamente esercitabile è necessario che ogni previsione contenuta nella direttiva sia almeno astrattamente recepibile in tutti gli ordinamenti interni. Al riguardo v. TESAURO, *Diritto Comunitario*, Padova, Cedam, 2003, 169

Ciò posto, se la direttiva 2006/68/CE intendesse fare riferimento solo al principio del *fair value* iscritto in bilanci d'esercizio redatti secondo gli IAS/IFRS, tale previsione potrebbe essere recepita solo da quegli Stati membri che hanno recepito l'obbligo/facoltà di applicare i principi contabili internazionali a tale documento contabile, che (come visto nel § 2 del precedente capitolo) sono ancora pochi all'interno dell'Unione europea<sup>428</sup>.

Dall'analisi effettuata si è, infatti, osservato che in Paesi che hanno adottato il regime di valutazione speciale dei conferimenti, come la Germania, la Spagna e il Belgio (dove è stato adottato anche il criterio del valore contabile), i legislatori interni non hanno utilizzato la facoltà prevista dall'art. 5 del Regolamento 1606/2002/CE di redigere i bilanci d'esercizio a norma dei principi contabili internazionali e, pertanto, in tali Paesi non sarebbe nemmeno ipotizzabile l'interpretazione qui criticata<sup>429</sup>.

Si è già detto dell'importanza di un'analisi di diritto comparato quale strumento d'interpretazione delle norme di diritto nazionale: in questo specifico ambito il dato comparatistico consente di confermare l'erroneità dell'interpretazione restrittiva del criterio del valore di bilancio poichè mette in luce come essa possa trovare applicazione solo in alcuni (pochi) ordinamenti giuridici e non nella maggior parte dei Paesi dell'Unione europea, in conseguenza di scelte legislative - peraltro ampiamente criticate da una parte consistente della dottrina<sup>430</sup> - quale quella di estendere l'applicazione dei principi contabili internazionali al bilancio di esercizio.

---

ss.; FRANCHI, *sub art. 249 TCE*, in *Trattati dell'Unione europea e della Comunità europea*, (a cura di ) Tizzano, Milano, Giuffrè, 2004, 1177.

<sup>428</sup> Solo sette Stati membri hanno consentito l'adozione degli IAS/IFRS per la redazione del bilancio d'esercizio per alcune categorie di società e due di essi - Cipro e Malta - l'hanno imposta sia per il bilancio di esercizio che per il consolidato di tutte le società di capitali. Per un'analisi più approfondita v. *retro*, capitolo II, § 2.

<sup>429</sup> Come rilevano PORTALE, *Le nuove norme*, cit., 30 ss. e STRAMPELLI, *I regimi alternativi*, cit., 216 ss. Cfr. altresì nella dottrina tedesca SCHÄFER, *Op. cit.*, 409 s.; HÜFFER, *Aktiengesetz*, München, 2009, § 33a, Rdn. 5, 163 e il § 255, Abs. 4, HGB (in materia di disciplina del bilancio di esercizio), in cui si precisa che «*Der beizulegende Zeitwert entspricht dem Marktpreis*» [ossia il *fair value* corrisponde al prezzo di mercato].

<sup>430</sup> Cfr., tra gli altri, SACCHI, *Principi contabili*, cit., 599; ID., *Capitale sociale*, cit., 158 ss.; STRAMPELLI, *Le riserve*, cit., 313; ID., *Distribuzioni*, cit., 101 ss.

Probabilmente si potrebbe ritenere non violato il citato principio di diritto dell'Unione europea affermando che, con tale previsione, il legislatore europeo abbia voluto consentire di far riferimento non solo alle valutazioni contenute nei bilanci di esercizio, ma anche alle iscrizioni indicate nei bilanci consolidati, in modo tale da riconoscere la possibilità di introdurre questa tecnica valutativa nella totalità degli Stati membri (e, quindi, anche in quelli che, pur non ammettendo l'applicazione al bilancio di esercizio dei principi IAS/IFRS, in conformità a quanto imposto dall'art. 4 del Regolamento CE n. 1606/02, hanno previsto l'obbligo di seguire tali standard per i bilanci consolidati)<sup>431</sup>.

Ciò peraltro è discutibile per varie ragioni.

Da un lato, in molti paesi dell'Unione europea (tra cui l'Italia) le società che in concreto sono obbligate a redigere i propri bilanci secondo i principi contabili internazionali (le quotate) costituiscono, comunque, una minoranza<sup>432</sup>; pertanto resterebbero escluse dall'ambito applicativo del criterio in esame la maggior parte delle società presenti nei vari paesi dell'UE e non pare questo lo scopo della Direttiva.

Dall'altro lato, una tale interpretazione si scontra con la difficoltà tecnica derivante dal fatto che il significato del bene iscritto in un bilancio consolidato è determinato alla stregua della capacità finanziaria del gruppo, ossia in un contesto ben più ampio di quello della singola società. I beni iscritti nel bilancio consolidato rappresentano la ricchezza economica di un gruppo e non il patrimonio giuridico di una persona giuridica considerato isolatamente<sup>433</sup>.

A prescindere dalle considerazioni che precedono, è poi decisivo e dirimente il fatto che la Direttiva stessa parla di «conti obbligatori *dell'esercizio*

---

<sup>431</sup> In questo senso v. PECORARO, *Formazione, cit.*, 345 in nt. n. 176, secondo cui «poiché (...) la legittimazione che deriva dal diritto comunitario ad utilizzare i principi contabili IAS/IFRS non può che riferirsi "principalmente" al bilancio "consolidato", sarà giocoforza ritenere che la direttiva 2006/68, e segnatamente l'art. 10-bis, comma terzo, nel dare rilevanza al valore che risulta dall'iscrizione a *fair value* (...), non avrebbe potuto non dare spessore anche alle rilevazioni contabili contenute nel "bilancio consolidato" delle società quotate (...)». *Contra*, invece, PORTALE, *Le nuove norme, cit.*, 31 s. che cita in tal senso anche dottrina tedesca.

<sup>432</sup> Cfr. *supra*, § 2.1.

<sup>433</sup> V. TESSITORE, *Op. cit.*, 228 ss.



precedente»<sup>434</sup> ed è, infatti, interpretata (stavolta) correttamente dal legislatore italiano (e dagli altri legislatori che l'hanno adottata) nel senso che si deve trattare del bilancio di esercizio. Più precisamente, per quanto riguarda la norma italiana, occorre evidenziare che con il decreto correttivo del 2010 già più volte citato, si è intervenuti (anche) proprio sull'aspetto in esame, chiarendo che il precedente generico riferimento al "bilancio approvato da non oltre un anno" deve essere ricondotto al (più specifico) «bilancio dell'esercizio precedente» a quello nel quale avviene il conferimento<sup>435</sup>.

In conclusione, l'interpretazione restrittiva dell'art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c. risulta in contrasto con il principio per cui le direttive devono essere astrattamente recepibili in ogni Paese dell'Unione Europea<sup>436</sup> e non può, quindi, essere accolta.

### **3. – L'interpretazione "esatta" del criterio del valore contabile di bilancio.**

Quanto precede suggerisce di individuare una soluzione correttiva idonea a garantire una maggior applicabilità del criterio in esame, in coerenza con gli obiettivi posti a fondamento dell'introduzione del sistema speciale di valutazione dei conferimenti in natura.

---

<sup>434</sup> Così il § n. 3 dell'art. 10-bis della Seconda direttiva come modificata dalla direttiva 2006/68/CE.

<sup>435</sup> Ritengono determinante per giungere alla medesima conclusione indicata la novella normativa anche LAZZARATO-MANCIN, *Op. cit.*, 184 ss., i quali, pur sostenendo che sarebbe auspicabile includere anche il riferimento a bilanci consolidati, al fine di attribuire al criterio del valore contabile di bilancio un più ampio ambito applicativo, riconoscono che «le modifiche apportate allo stesso art. 2343-ter s[ono] orientate a circoscrivere l'impiego del *fair value* solamente nel caso in cui sia desumibile dall'ultimo bilancio di esercizio approvato prima del conferimento». In questo senso anche il CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *Circolare n. 11/IR, cit.*, 10.

<sup>436</sup> In questi termini STRAMPELLI, *I regimi alternativi, cit.*, 217 e 239; PORTALE, *Le nuove norme, cit.*, 31. Cfr. altresì nella dottrina tedesca BAYER-SCHMIDT, *Op. cit.*, 806 i quali affermano che se agli Stati membri è data la possibilità, alle condizioni specificate, di evitare il controllo di valore da parte di un esperto esterno, gli stessi Stati devono avere la possibilità di concedere poi in concreto una scelta corrispondente alle società.

A favore di questa conclusione si è già espressa una parte autorevole della dottrina<sup>437</sup> che ha commentato l'intervento correttivo apportato dal d.lgs. 224/2010 al testo dell'art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c. a pochi mesi dalla sua entrata in vigore. In particolare – oltre a evidenziare alcune delle incongruenze sopra descritte della tesi dell'esclusione dei bilanci non IAS-compliant – si è osservato che, in realtà, la novella non impone di considerare solo i bilanci redatti secondo i principi contabili internazionali, bensì detta un criterio ermeneutico alla luce del quale individuare il valore attendibile del conferimento, che viene individuato in ciò che il *fair value* rappresenta, ossia «il corrispettivo al quale un'attività potrebbe essere scambiata in una libera transazione fra parti consapevoli e disponibili». In breve, il valore attuale-reale del bene<sup>438</sup>.

Il co. 5 dell'art. 2343-ter c.c. dispone, infatti, che «per la definizione di '*fair value*'» – ai fini dell'applicazione del secondo comma, lettera a) della medesima norma – si rinvia alla definizione a cui fanno riferimento i principi contabili internazionali adottati dall'Unione europea. Con tale precisazione, perciò, il legislatore ha esclusivamente voluto precisare che il valore di bilancio idoneo ai fini della valutazione di un conferimento in natura ai sensi dell'art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c. è (solo) quello espressivo del valore attuale-reale delle entità conferite.

A sostegno di siffatta conclusione depone la Relazione al decreto correttivo, in cui si afferma che «sembra ragionevole attribuire al concetto di valore equo quello di valore di scambio del bene: [ed è solo] in questa prospettiva [che] il riferimento al *fair value* sembra più corretto, essendo il criterio del *fair value* maggiormente idoneo a far emergere il valore di mercato del bene» (n.d.r.: parentesi aggiunte).

In conclusione, pertanto, anche alla stregua dell'intervento correttivo operato dal d.lgs. 224/2010, il vero significato della norma è quello di individuare, quale criterio idoneo di valutazione del conferimento in natura, il valore attuale di

---

<sup>437</sup> In particolare PORTALE, *Le nuove norme*, cit., 30 ss.; STRAMPELLI, *I regimi alternativi*, cit., 217 ss.

<sup>438</sup> In tal senso STRAMPELLI, *I regimi alternativi*, cit., 240; PELLEGRINO, *Brevi riflessioni*, cit., 665 s., la quale afferma che la novella intende fornire «un'interpretazione autentica» del concetto di valore equo di cui alla precedente versione.

scambio<sup>439</sup> del bene da conferire, con la conseguenza che possono essere presi in considerazione, ai fini della valutazione di cui all'art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c., tutti quei valori contabili, correttamente individuati secondo qualsiasi sistema di principi contabili, che rappresentino siffatto valore.

L'impostazione in questi termini della disciplina è avvalorata dal dato comparatistico (più ampiamente analizzato nel capitolo II), da cui emerge un'interpretazione estensiva del concetto di *fair value*, comprensiva anche delle valutazioni effettuate secondo principi diversi da quelli contabili internazionali. In Belgio, ad esempio, come si è visto, la definizione di valore equo è stata chiarita dal legislatore nazionale nel senso del più ampio richiamo al generico "valore di mercato" sulla base della definizione contenuta nell'Arrête royal dell'8 marzo 2005.

Si tratta, dunque, della ricostruzione "esatta"<sup>440</sup> e l'unica corrispondente al testo della Direttiva, che deve guidare l'interprete e l'operatore pratico nella applicazione concreta della norma in forza, anzitutto, del principio che stabilisce di interpretare le disposizioni attuative conformemente alle direttive originarie<sup>441</sup>. Applicando, infatti, il principio dell'interpretazione conforme<sup>442</sup> «nell'applicare il diritto interno nazionale, e in particolare la legge nazionale adottata per l'attuazione della direttiva (...), il giudice nazionale deve interpretare il proprio diritto nazionale alla luce della lettera e dello scopo della direttiva»<sup>443</sup>. Secondo

---

<sup>439</sup> In questi termini anche OLIVIERI, *I sistemi*, cit., 235 (testo e nt. n. 23) e 238, il quale precisa che il «*fair value* (...) corrisponde (...) al valore di mercato» come espressamente indicato nell'art. 2427 bis, comma 3°, c.c. (per gli strumenti finanziari) e precisa che «l'individuazione di questo valore costituisce l'obiettivo comune di tutte le procedure di valutazione dei conferimenti in natura».

<sup>440</sup> In questi termini PORTALE, *Le nuove norme*, cit., 30 s.

<sup>441</sup> Sul punto v. SPOLIDORO, *Op. cit.*, 70.

<sup>442</sup> Il criterio dell'interpretazione conforme è lo strumento utilizzato rispetto a direttive prive di effetto diretto per pretendere l'applicazione immediata della direttiva, nonostante la mancanza di detto effetto. Al riguardo v. TESAURO, *Op. cit.*, 178 ss. testo e note; PIZZETTI, *Principio di leale cooperazione nell'ordinamento europeo*, in *L'ordinamento europeo. I principi dell'Unione*, (a cura di) Mangiameli, Milano, Giuffrè, 2006, 350; LUMINOSO, *Fonti comunitarie, fonti internazionali e regole dell'interpretazione*, in *Contratto e impr. Eur.*, 2009, 659 ss.; nonché *infra* nel testo ed in nota.

<sup>443</sup> Corte di Giustizia, 10 aprile 1984, causa C-14/83, Von Colson e Kamann, punto 26: in tale sentenza la Corte ha seguito la teoria della "interpretazione conforme", stabilendo che il giudice nazionale deve interpretare la legge nazionale in maniera conforme ai principi

l'ormai consolidata giurisprudenza della Corte di Giustizia UE, infatti, «spetta al giudice nazionale conferire alla legge nazionale che è chiamato ad applicare un'interpretazione per quanto possibile conforme ai precetti del diritto comunitario (...). Se una tale applicazione conforme non è possibile, il giudice nazionale ha l'obbligo di applicare integralmente il diritto comunitario e di tutelare i diritti che questo attribuisce ai singoli, eventualmente disapplicando ogni disposizione nazionale la cui applicazione, date le circostanze della fattispecie, condurrebbe a un risultato contrario al diritto comunitario»<sup>444</sup>. Applicando il principio dell'interpretazione conforme si realizza di fatto il medesimo risultato raggiungibile per effetto del riconoscimento alla disposizione dell'effetto diretto, con la conseguenza che il giudice nazionale deve applicare la norma di diritto interno (nel nostro caso l'art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c.) in modo conforme ai precetti contenuti nella direttiva (ossia, nel caso di specie, nell'art. 10-bis, n. 2, co. 2 e 3, della Seconda direttiva), onde evitare un esito contrario al diritto UE<sup>445</sup>.

L'interpretazione estensiva si pone, del resto, in linea con l'obiettivo proprio di ogni sistema di valutazione dei conferimenti che, come si è già ricordato nel primo capitolo, consiste nell'assicurare la copertura del capitale sociale, attraverso la ricerca del valore effettivo del bene conferito, evitando quindi sopravvalutazioni dei conferimenti. In quest'ottica non vi è ragione per escludere dall'ambito applicativo di questo metodo semplificato di valutazione

---

comunitari, applicando la normativa interna tenendo in considerazione le esigenze espresse dalla specifica direttiva.

<sup>444</sup> Così la Corte di Giustizia, 27 febbraio 2003, causa C-327/00, Santex c. USL Pavia, punti 63 e 64.

<sup>445</sup> Così in dottrina PORTALE, *Le nuove norme, cit.*, 32 che suggerisce una lettura dell'art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c. «in conformità al testo dell'art. 10-bis della II Direttiva modificata, come se non avesse subito alcun intervento di ortopedia giuridica», ossia come nella sua versione antecedente al decreto correttivo n. 224/2010. Negli stessi termini STRAMPELLI, *I regimi alternativi, cit.*, 217. Cfr. altresì, per la necessità che si interpreti la disciplina prevista agli artt. 2343-ter e 2343-quater c.c. in modo conforme al diritto comunitario DE STASIO, *Op. cit.*, 28 s. In generale, sul principio dell'interpretazione conforme, in giurisprudenza, oltre la già citata sentenza della Corte di Giustizia, 27 febbraio 2003, causa C-327/00, Santex c. USL Pavia, punto 64, v. altresì: Corte di Giustizia, 26 settembre 2000, causa C-262/97, Engelbrecht, punti 39 e 40; Corte di Giustizia, 5 marzo 1998, causa C-347/96, Solred, punti 30 e 31; Corte di Giustizia, 5 ottobre 1994, causa C-165/91, Van Munster, punto 34.

criteri di valutazione tendenzialmente più prudentiali<sup>446</sup> e meno fluttuanti rispetto al *fair value*, quali sono quelli che informano la disciplina contabile tradizionale, ove il risultato concreto raggiunto sia quello di indicare, comunque, il valore attuale-reale del bene.

Secondo una parte della dottrina<sup>447</sup> tale risultato sarebbe raggiunto anche quando la valutazione effettuata al costo storico si discosti da quella al *fair value*. In tal caso il valore contabile risultante - nella maggior parte delle ipotesi - potrebbe essere eventualmente inferiore a quello reale e, quindi, porre un tema di sottovalutazione del conferimento (che non è considerata problematica dal punto di vista della società e dei terzi<sup>448</sup>, ma solo per il conferente, che potrebbe peraltro decidere di partecipare alla società conferendo un bene di valore superiore a quello riconosciutogli).

Tale conclusione non pare, però, condivisibile, poiché in contrasto con il tenore letterale dell'art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c., che richiede pur sempre

---

<sup>446</sup> L'utilizzo della parola "tendenzialmente" è d'obbligo, considerato che, in alcune ipotesi, i principi contabili internazionali possono condurre a valutazioni più prudentiali rispetto a quelle risultanti dall'applicazione del principio del costo storico. Mentre, infatti, secondo i principi contabili nazionali, per alcuni beni (quali le immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie) è imposta la svalutazione solo ove il valore effettivo dei medesimi «risulti durevolmente inferiore» a quello contabile (v. art. 2426, co. 1, n. 3, c.c.), al contrario nel sistema degli IAS/IFRS rispetto a determinate attività è previsto l'obbligo di *impairment* (v. IAS 36, 38 e IFRS 3) – ossia un test che ha l'obiettivo di verificare che le attività siano iscritte in bilancio ad un valore non superiore a quello recuperabile – che conduce a svalutazioni superiori. Sul punto COLOMBO, *Principi contabili internazionali, capitale e patrimonio netto*, in *La società per azioni oggi: tradizione, attualità e prospettive: atti del Convegno internazionale di studi*, Venezia, 10-11 novembre 2006 / [a cura di] P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventoruzzo, Milano, Giuffrè, 2007, 86; STRAMPELLI, *Gli IAS/IFRS dopo la crisi*, cit., 383; ID., *I regimi alternativi*, cit., 222 s.

<sup>447</sup> Così NOTARI, *I regimi*, cit., 71; ABRIANI, *Il nuovo regime*, cit., 305; MALTONI, *Brevi considerazioni*, cit., § 3.3.

<sup>448</sup> V., tra gli altri, MALTONI, *Brevi considerazioni*, cit., il quale osserva che «nessun interesse è leso dalla sottovalutazione». Più precisamente, l'A. – pur essendo uno dei fautori dell'interpretazione restrittiva qui criticata – afferma che «deve riconoscersi che un conferimento effettuato a valori storici non sembra ledere alcun interesse se non quello del conferente, dal medesimo liberamente disponibile, ad ottenere azioni di valore coerente rispetto a quello effettivo (equo) dell'apporto»; ID., *Questioni*, cit., 8 s. Così anche MORO VISCONTI, *Conferimenti*, cit., 866.

l'impiego di valori "equi"<sup>449</sup> (quindi, secondo l'interpretazione che si è qui data di tale aggettivo, di valori effettivi)<sup>450</sup>.

Si può allora coerentemente concludere che, alla luce del dato sistematico e funzionale (con significative conferme di diritto comparato), il criterio del valore contabile di bilancio può essere utilizzato sia dalle società conferenti che redigono il proprio bilancio in conformità ai principi IAS/IFRS, sia da quelle che ancora utilizzano i principi contabili nazionali, purché, rappresentativo del valore attuale-effettivo del bene, ossia del valore "veritiero"<sup>451</sup>.

#### **4. – Difficoltà nell'applicazione di valutazioni determinate secondo il *fair value*.**

Chiarito il fondamento della ricostruzione ermeneutica suggerita, occorre procedere alla disamina di alcuni problemi che determina in concreto il riferimento al *fair value* (nel senso tecnico previsto dagli IAS/IFRS) quale criterio di valutazione del conferimento in natura.

Anche aderendo all'interpretazione "esatta" sopra illustrata, infatti, non si può escludere che si faccia riferimento, ai fini della valutazione del conferimento

---

<sup>449</sup> I difetti di un'interpretazione "abrogativa" del riferimento all'espressione «valore equo» sono stati evidenziati da FERRI JR., *La nuova disciplina*, cit., 270 s.; OLIVIERI, *I sistemi*, cit., 238; CARATOZZOLO, *Il «valore equo»*, cit., 1215 s.; STRAMPELLI, *I regimi alternativi*, cit., 219. *Contra* invece ABRIANI, *Il nuovo regime*, cit., 305, il quale osserva che «la *fairness* del valore contabile di riferimento tende pertanto a trascolorare nella semplice "correttezza" del criterio di appostazione a bilancio dei beni e dei crediti conferendi, intesa come conformità ai criteri di redazione dettati (e in taluni casi imposti) dalla legge»; NOTARI, *Il regime*, cit., 77.

<sup>450</sup> Da cui si potrebbe desumere un *favor* verso questo tipo di conferimenti e nei confronti del conferente in natura rispetto agli interessi degli altri soggetti che vengono in rilievo nell'operazione (altri soci e creditori).

<sup>451</sup> L'esigenza di tradurre il concetto di *fair value* come valore "veritiero"- "realistico" è sostenuta in dottrina anche in relazione ad altre fattispecie rispetto alle quali si pongono, seppur in termini non coincidenti, istanze di protezione degli interessi della società, degli altri soci e di tutela dei creditori, tra cui quella della liquidazione della partecipazione in caso di recesso del socio di s.p.a. ai sensi dell'art. 2437-ter c.c.: così VENTORUZZO, *Recesso*, cit., 71e 128 ss.

in natura, al valore contabile iscritto in un bilancio redatto in conformità ai principi contabili internazionali.

Alla luce del tenore letterale dell'art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c., il criterio del valore contabile di bilancio è, infatti, sicuramente direttamente applicabile a tutti i cespiti che: (i) siano iscritti in un bilancio redatto, in via obbligatoria o facoltativa, secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS; e (ii) siano valutati, in tale bilancio, con il criterio del *fair value* in conformità ai principi contabili medesimi<sup>452</sup>.

Ciò su cui, però, occorre ragionare è se rispetto a un siffatto risvolto applicativo del criterio in esame sia necessario individuare dei correttivi per rendere coerente il nuovo modello di valutazione al nostro sistema di diritto societario.

L'analisi che segue assume, perciò, rilevanza sia per verificare le ricadute di una ricostruzione diversa da quella proposta – alla luce della quale si ritenga applicabile il criterio del valore di bilancio solo quando questo sia redatto in conformità ai principi IAS/IFRS – sia se si interpreta il concetto richiamato dall'art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c. come comprensivo delle valutazioni effettuate secondo i principi previsti nel nostro codice civile, quando comunque si utilizzi in concreto un bilancio IAS-compliant.

Anche alla luce di tale seconda interpretazione è, infatti, possibile che – in una fattispecie concreta – la società conferente rediga il proprio bilancio in conformità ai principi contabili internazionali e che, quindi, la valutazione alla quale fare riferimento ai fini della stima del conferimento sia stata effettuata alla stregua di tali regole.

Prima di procedere a siffatta analisi, è bene premettere che i dubbi che si evidenzieranno rispetto all'idoneità del *fair value* a fungere quale parametro per la valutazione del conferimento in natura non nascono da un problema ideologico

---

<sup>452</sup> In questo senso già la Commissione massime societarie del Consiglio Notarile di Milano con la massima n. 104 (oggi sostituita dalla massima n. 120); dopo il d.lgs. 224/2010: così ad esempio STRAMPELLI, *I regimi alternativi*, cit., 218.

rispetto a tale criterio e, più in generale, rispetto ai principi contabili internazionali – a cui (lo si riconosce) sono collegati anche effetti positivi<sup>453</sup>.

L'applicazione dei principi internazionali può, infatti, aumentare la trasparenza e migliorare la qualità della comunicazione finanziaria<sup>454</sup>. In particolare, le valutazioni al *fair value* sono in grado di determinare un accrescimento del livello di confidenza degli investitori, recando benefici anche all'immagine dell'impresa: si dice spesso, infatti, che il passaggio ai principi contabili internazionali produce degli effetti positivi sul reddito, in parte dovuti alle valutazioni al *fair value* e, in parte, all'eliminazione dell'ammortamento dell'avviamento.

Inoltre, applicando gli IAS/IFRS, le svalutazioni dei beni vengono effettuate secondo un metodo differente rispetto ai principi contabili nazionali, per i quali la svalutazione dei beni iscritti in bilancio è obbligatoria solo se risultino di valore durevolmente inferiore all'importo registrato (v. art. 2426 c.c.). Diversamente, secondo lo IAS 36, l'*impairment test* impone la svalutazione indipendentemente da previsioni sulla permanenza della minusvalenza. Alla luce di tale differenza la valutazione condotta secondo i principi contabili internazionali potrebbe rivelarsi

---

<sup>453</sup> Per una specifica analisi degli aspetti positivi dei principi contabili internazionali cfr. CASÒ, *L'utilizzo opzionale degli IFRS: un'opportunità per le società italiane non quotate*, in *Riv. dott. comm.*, 2006, 215 ss., tra cui l'Autore cita: (i) agevolazione dei rapporti con i fornitori di capitale di prestito; (ii) semplificazione dei processi di *reporting* esterno per quelle società che - già facendo parte di un gruppo - predispongono un bilancio conforme agli IFRS a fini interni; (iii) comparabilità dell'informativa finanziaria tra società appartenenti al medesimo settore industriale e tra settori diversi; (iv) accrescimento dell'utilità delle informazioni per effetto, tra gli altri, dell'applicazione di un rigoroso processo di *impairment*; (v) agevolazione delle strategie di crescita esterna e riduzione dei costi di transazione.

<sup>454</sup> Cfr. GIUSSANI, *L'impairment test, norme giuridiche e IAS/IFRS*, in AA. VV., *IAS/IFRS, cit.*, 376; GUIDANTONI-PALCHETTI, *Op. cit.*, 92 e 94; al riguardo anche ENRIQUES-GATTI, *Op. cit.*, 3, i quali evidenziano che «*thanks to the fair value principle (one of the cornerstones of IFRS), hidden reserves, which companies of certain EU countries such as Germany and Italy were once able to accumulate due to conservative accounting policies, are likely to emerge. As a consequence, investors should be better able to understand if companies retain excessive cash in the effort to maximize the size of the firm and the ensuing private benefits. Thus, agency costs should be reduced*»; tuttavia *contra* i risultati dello studio di LUCHESE, *La disclosure dei resoconti semestrali di gestione IAS-compliant. Evidenze empiriche sulle società quotate italiane*, in *Financial Reporting*, 2012, 75 ss.



in alcuni casi più prudente rispetto a quella condotta secondo i principi del codice civile<sup>455</sup>.

Ciò, peraltro, può condurre a una situazione peculiare rispetto all'operazione di conferimento in natura: si pensi al caso in cui il bene viene conferito *ex art. 2343-ter*, co. 2, lett. a), c.c. al *fair value* (essendo il bilancio della conferente *IAS-compliant*) in una società (conferitaria) che utilizza, invece, per la redazione del proprio bilancio i principi contabili nazionali; in tal caso, se dopo il conferimento (e la verifica operata dagli amministratori ai sensi dell'art. 2343-*quater* c.c.) il bene subisse una svalutazione non durevole, tale evento sarebbe stato preso in considerazione nel bilancio della conferente (e, quindi, si sarebbe operata una svalutazione di quel bene nel bilancio IAS) ma non in quello della conferitaria, dove rilevano solo minusvalenze durevoli<sup>456</sup>.

A prescindere da tali questioni che non possono essere approfondite in questa sede, e pur considerando, dunque, alcuni aspetti positivi derivanti dall'utilizzo dei principi contabili internazionali, la critica rispetto all'applicazione di valutazioni al *fair value* all'operazione di conferimento deriva, più che altro, dal riscontrare un'incoerenza a livello sistematico nell'imputazione a capitale di valori determinati secondo tale criterio e dalle difficoltà tecniche che l'utilizzo di valutazioni di tal sorta comporta, su cui si tornerà *infra*.

---

<sup>455</sup> V. al riguardo NOTARI, *Il regime*, cit., 76; STRAMPELLI, *I regimi alternativi*, cit., 223 testo e note.

<sup>456</sup> In generale, rispetto agli impatti dell'adozione degli IAS/IFRS sulla qualità dell'informativa di bilancio, in particolare rispetto all'evidenziazione delle perdite, cfr. MARCHI-POTITO, *L'impatto dell'adozione degli IAS/IFRS sui bilanci delle imprese italiane quotate*, Milano, Franco Angeli, 2012; MATTEI-RICCIARDI, *Il principio di prudenza*, cit., 41 ss. in cui si conclude che le società quotate italiane dopo l'adozione degli IAS/IFRS hanno «ridotto la velocità con la quale le perdite probabili vengono riconosciute in bilancio, in quanto la relazione negativa che esiste fra gli *accruals* (ossia la componente non monetaria dell'utile d'esercizio) e la variazione del *net cash flow* operativo non solo permane ampiamente negativa in caso di perdite probabili, ma addirittura diventa ancor più negativa», con la conseguenza che «di fronte a una situazione economica di peggioramento (variazione del flusso di cassa operativo negativa), dopo l'applicazione degli IAS/IFRS, i risultati economici riportati dalle società quotate s(ono) in media più alti di quelli che loro stesse avrebbero riportato se avessero utilizzato ancora i principi contabili nazionali, a parità di *net cash flow* operativo».

#### 4.1. – Effetti sull'istituto del capitale sociale: l'imputazione di valori volatili.

Come si è anticipato, l'applicazione al conferimento (e, quindi, l'imputazione a capitale) di valutazioni redatte secondo il principio del *fair value* (nel significato tecnico indicato negli IAS/IFRS) può risultare problematico rispetto all'obiettivo della formazione di un capitale sociale effettivo e solido.

Si è già accennato che il legislatore italiano ha introdotto con il d.lgs. 38/2005 l'obbligo per talune società e la facoltà per altre di redigere, non solo il bilancio consolidato, ma anche quello di esercizio secondo i principi contabili internazionali<sup>457</sup>.

Questo ha inciso significativamente sui criteri di redazione di tale bilancio, considerato che, a differenza dei principi contabili nazionali fondati sui principi di prudenza e di realizzazione<sup>458</sup> ed aventi come criterio valutativo di riferimento il

---

<sup>457</sup> Più precisamente, si è già detto (cfr. § 2, capitolo II) che il nostro legislatore, avvalendosi della facoltà riconosciuta agli Stati membri dall'articolo 4 del regolamento n. 1606/2002, non si è limitato (attraverso il d.lgs. 28 febbraio 2005 n. 38), ad imporre l'adozione dei principi contabili internazionali nel bilancio consolidato delle quotate, come richiesto a livello comunitario, ma l'ha imposto (articolo 3 del d.lgs. 38/2005) anche per il bilancio consolidato delle società con titoli diffusi tra il pubblico, di banche e di intermediari finanziari e imprese assicurative, estendendo poi tale obbligo anche al bilancio d'esercizio delle citate società, pur se non tenute al consolidato e prevedendo, inoltre, la facoltà anche delle altre società (incluse nel perimetro di consolidamento o che redigono il bilancio consolidato o non altrimenti tenute ad adottare gli IAS/IFRS) di avvalersi dei principi contabili internazionali nella redazione dei bilanci d'esercizio, con l'esclusione soltanto di quelle aventi i requisiti per la redazione del bilancio in forma abbreviata *ex* articolo 2435-*bis* c.c. per le quali ne è stato previsto il divieto. Sull'opportunità di tale scelta cfr. SACCHI, *Capitale sociale*, cit., 1136 s. e 1139 s.; STRAMPELLI, *L'introduzione dei Principi IAS/IFRS*, cit., 351 ss.; SCOGNAMIGLIO, *La ricezione*, cit., 7, 41 e 61 ss.; CARATOZZOLO, *Principi contabili internazionali (diritto commerciale e diritto tributario)* in *Enc. Dir., Annali*, Milano, 2007, 938 ss.; FORTUNATO, *I principi contabili internazionali e le fonti del diritto (pluralismo giuridico, diritto riflessivo e 'governance' nel modello europeo)*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 193 e 201 ss.; PECORARO, *Formazione*, cit., 345, nt. n. 176.

<sup>458</sup> Principi che si articolano nell'esigenza che il redattore del bilancio adotti un atteggiamento generale prudente per tutte le valutazioni di bilancio, nella possibilità di indicarvi solo gli utili effettivamente realizzati al momento della chiusura dell'esercizio e nell'obbligo di prendere in considerazione anche perdite e rischi non realizzati alla data di chiusura dell'esercizio. Per una compiuta disamina di tale principio e della sua declinazione all'interno dei principi IAS/IFRS v. BIANCHI, *I principi generali di bilancio (artt. 2423-bis c.c.)*, in *Bilanci, operazioni straordinarie e governo dell'impresa*, di L.A. Bianchi, Milano, Egea, 2013, 49 ss., il quale definisce il principio di prudenza come «canone generale di comportamento per gli amministratori (...) destinato a

costo storico, gli IAS/IFRS prevedono l'utilizzo, tra gli altri<sup>459</sup>, del criterio valutativo del *fair value* che determina l'introduzione nel bilancio di valori non ancora realizzati secondo una rappresentazione produttivistica del capitale sociale.

Ciò, peraltro, è connesso al fatto che i principi contabili internazionali – a differenza dei criteri di valutazione previsti nel codice civile – non sono orientati alla redazione di un bilancio finalizzato alla conservazione del capitale e a porre limiti prudenziali alla distribuzione di dividendi (o comunque di valore) ai soci; lo scopo a cui tendono è, invece, quello di fornire informazioni utili alle varie categorie di investitori, al fine di consentire loro di effettuare scelte ponderate anche sulla capacità dell'impresa di generare in futuro flussi finanziari<sup>460</sup>.

---

operare alla stessa stregua della clausola generale di "diligenza"»; MATTEI-RICCIARDI, *Op. cit.*, 37 ss.; SACCHI, *Capitale sociale, cit.*, 1133; STRAMPELLI, *Le riserve, cit.*, 245 testo e nt. n. 4. Tale principio è ritenuto fondamentale anche dal legislatore europeo come dimostra il fatto che ha imposto l'applicazione degli IAS/IFRS solo per i bilanci consolidati che assolvono, come detto, a una funzione esclusivamente informativa. Inoltre, nella recente direttiva 2013/34/UE (con cui, si ripete, sono state abrogate la IV e la VII direttiva) che dovrà essere recepita negli Stati membri entro il 20 luglio 2015, per i bilanci 2016, il principio di prudenza viene riconfermato essere un principio generale, che si atteggia nei seguenti corollari: «i) possono essere rilevati esclusivamente gli utili realizzati alla data di chiusura del bilancio; ii) sono rilevate tutte le passività che hanno origine nel corso dell'esercizio o nel corso di un esercizio precedente (...); iii) sono rilevate tutte le rettifiche di valore negativo (...)» (così l'art. 6, lett. c); e ancora: iv) «le voci rilevate nel bilancio sono valutate secondo il principio del prezzo di acquisto o del costo di produzione» (così l'art. 6, lett. i); nonché – sempre a conferma del principio di prudenza – v) si consente che «gli Stati membri possono autorizzare o prescrivere che si tenga conto di tutte le passività prevedibili e delle potenziali perdite che hanno origine nel corso dell'esercizio in questione o nel corso di un esercizio precedente». Viene, dunque, confermato il principio del costo storico quale criterio base di valutazione e si prevedono, però, anche dei criteri di valutazione alternativi al costo, ossia "valutazione alternativa delle immobilizzazioni basata sugli importi rideterminati" (art. 7, in cui, peraltro, si prevede, altresì, la necessità di iscrizione in apposita riserva indistribuibile sino al realizzo delle plusvalenze da rivalutazione) e "valutazione alternativa basata sul valore equo" (art. 8, dove viene fornita anche una definizione di tale criterio).

<sup>459</sup>V. AMELIO-GAVANA-GAZZOLA, *Op. cit.*, 31, in cui si precisa che nel Framework dei principi contabili internazionali si prevedono anche ulteriori criteri ai fini delle valutazioni in bilancio, ossia quello del costo storico, del costo corrente, del valore di realizzo e del valore attuale, oltre al *fair value*.

<sup>460</sup> Al riguardo v. SACCHI, *Capitale sociale, cit.*, 1136 s.; STRAMPELLI, *Le riserve, cit.*, 251 ss.; CASÒ, *Gli IFRS e gli istituti giuridici nazionali: le difficoltà applicative e gli ostacoli istituzionali*, in *Riv. dott. comm.*, 2006, 1353; AMELIO-GAVANA-GAZZOLA, *Op. cit.*, 26 ss. e 45 ss.

Per comprendere tale rilievo è necessario ricostruire i tratti essenziali della disciplina prevista dai principi contabili internazionali per il calcolo del *fair value*, che, come noto, è determinato generalmente attraverso un riferimento al valore di mercato del bene oggetto di valutazione, da cui si desume «un'approssimazione del valore corrente»<sup>461</sup> del bene stesso.

Più precisamente, la nozione completa di *fair value* è contenuta nell'IFRS 13<sup>462</sup>, già citato, in vigore dal 1° gennaio 2013, dove viene definito come «il prezzo che si percepirebbe per la vendita di un'attività ovvero che si pagherebbe per il trasferimento di una passività in una regolare operazione tra operatori di mercato alla data di valutazione» (così il § 9 dell'IFRS 13<sup>463</sup>).

La stessa definizione di *fair value* sottolinea, quindi, che la valutazione si fonda su uno scambio *potenziale* caratterizzato da una serie di presunzioni:

(i) che l'attività o passività venga scambiata in una *regolare*<sup>464</sup> operazione tra operatori di mercato;

(ii) che l'operazione di vendita dell'attività o di trasferimento della passività abbia luogo: *nel mercato principale* dell'attività o passività; o in assenza di

---

<sup>461</sup> STRAMPELLI, *Le riserve*, cit., 253.

<sup>462</sup> L'IFRS 13 si applica tendenzialmente ogni volta in cui un Principio prevede la valutazione o l'informativa aggiuntiva al *fair value*, con alcune specifiche esenzioni espressamente indicate (ad esempio in forza dell'IFRS 2 per le operazioni con pagamento basato su azioni; dello IAS 17 per le operazioni di leasing, nonché casi specifici che si riferiscono all'informativa aggiuntiva). Al riguardo v. MEZZABOTTA, *Op. cit.*, 220 s.; AVERSANO-SANNINO-POLCINI, *Il fair value nei principi contabili internazionali. Origini e recenti tendenze*, in *Il controllo nelle società e negli enti*, 2013, 447 ss., i quali osservano che il nuovo principio contabile «nasce dall'esigenza, da una parte, di fornire una definizione più puntuale di *fair value*, dall'altra, di ridurre la complessità nella sua determinazione e migliorare la coerenza tra i vari standard che ne fanno uso». Per il testo completo e vigente di tale principio v. *Principi contabili internazionali 2014, Testo completo e integrato dei Principi Contabili IAS/IFRS e Interpretazioni SIC/IFRIC secondo i Regolamenti (CE)*, Gruppo24ore, Milano, 2014, 834 ss.

<sup>463</sup> Nel testo contenuto in *Principi contabili internazionali 2014, Testo completo e integrato dei Principi Contabili IAS/IFRS e Interpretazioni SIC/IFRIC secondo i Regolamenti (CE)*, cit., 835.

<sup>464</sup> Con il termine "regolare" si intende fare riferimento a quella transazione che si ritiene eseguibile nel mercato principale, ossia il mercato caratterizzato dal più grande volume di scambi per l'elemento considerato. Esso esclude che si prenda a riferimento il prezzo di una transazione forzata, come può essere il caso di una liquidazione coatta amministrativa o di una vendita sottocosto.

un mercato principale, nel mercato *più vantaggioso*<sup>465</sup> per l'attività o passività (così il § 16);

(iii) che «gli operatori di mercato agiscano per soddisfare *nel modo migliore* il proprio interesse economico» (così il § 22; n.d.r.: corsivo aggiunto)<sup>466</sup>.

Inoltre si evince che è attribuita rilevanza a elementi in grado di massimizzare il corrispettivo che può essere incassato dalla vendita di un'attività (o di minimizzare l'importo che sarebbe versato per trasferire una passività). In questo senso si pone anche il § 27 dell'IFRS 13 che, rispetto alle "attività non finanziarie", precisa che la «valutazione del *fair value* (...) considera la capacità di un operatore di mercato di generare benefici economici impiegando l'attività *nel suo massimo e migliore utilizzo* o vendendola a un altro operatore di mercato che *la impiegherebbe nel suo massimo e miglior utilizzo*» (v. § 27; n.d.r.: corsivi aggiunti)<sup>467</sup>.

Il prezzo viene poi determinato prescegliendo l'ottica del venditore attraverso l'uso di una tecnica valutativa appropriata alla circostanza<sup>468</sup> e massimizzando l'uso di dati e di informazioni osservabili rispetto a quelli non osservabili (così il § 61).

L'IFRS 13 lascia ampia discrezionalità ai redattori del bilancio nella decisione relativa all'approccio e al criterio che ritengono più corrispondente alla fattispecie oggetto di valutazione (purché utilizzato in modo costante<sup>469</sup>), non essendo, infatti, imposta a priori una tecnica di valorizzazione specifica<sup>470</sup>.

---

<sup>465</sup> Individuato presumendo che esso coincida con il mercato nel quale normalmente è negoziata la specifica attività o passività: v. il § 17 dell'IFRS 13.

<sup>466</sup> Cfr. AVERSANO-SANNINO-POLCINI, *Op. cit.*, 463, i quali osservano che «la nozione di *fair value* si caratterizz[a]: - per il fondamentale riferimento al libero mercato e ai valori che in esso si formano (o si formerebbero, ove un vero e proprio libero mercato manchi ...); - per l'adesione all'alternativa dell'*exit price*, quale tipologia di prezzo rilevante; - per il riferimento temporale alla data alla quale la misurazione si colloca».

<sup>467</sup> Si precisa inoltre che «si presume che l'utilizzo corrente di un'attività non finanziaria da parte di un'entità rappresenti il massimo e migliore utilizzo, a meno che il mercato o altri fattori non suggeriscano che un utilizzo diverso da parte degli operatori di mercato massimizzerebbe il valore dell'attività» (così il § 29 dell'IFRS 13).

<sup>468</sup> Tra le tecniche di valutazione ampiamente utilizzate vengono citati (al § 62): il metodo basato sulla valutazione di mercato, il metodo del costo e il metodo reddituale.

<sup>469</sup> Il § 65 richiede, infatti, che «le tecniche di valutazione utilizzate per valutare il *fair value* devono essere applicate in maniera uniforme», salva però la facoltà di mutare tecnica di valutazione quando intervengano circostanze che rendano necessaria la sostituzione (tra cui

L'unico "limite" a tale autonomia discende dal fatto che il nuovo IFRS 13 fissa una sorta di "gerarchia del *fair value*"<sup>471</sup>, ossia un elenco, articolato, in tre livelli, degli input delle tecniche di valutazione a cui gli amministratori devono rifarsi per valutare il *fair value*.

Al primo livello è posto il prezzo quotato in un mercato attivo per attività o passività identiche, ritenuto in grado di fornire «la prova più attendibile del *fair value*»<sup>472</sup>.

Al secondo livello, come si ricava dal principio contabile, il *fair value* viene, invece, ricavato in base ai prezzi di elementi identici scambiati su mercati non attivi o in base ai prezzi di elementi simili scambiati su mercati attivi o ancora in relazione a dati diversi<sup>473</sup> dai prezzi quotati osservabili per l'attività o passività (input, tutti, ricompresi nei c.d. "dati osservabili").

Infine, il terzo livello - a cui si accede nell'ipotesi in cui non sia possibile individuare in maniera attendibile il *fair value* seguendo i livelli precedenti (ad esempio, nel caso di mercati poco attivi o inattivi) - prende in considerazione la «migliore informazione disponibile», ossia le assunzioni che gli operatori di mercato utilizzerebbero nel determinare il prezzo dell'attività o passività (c.d. "dati inosservabili")<sup>474</sup>.

La scelta dell'utilizzo dei dati relativi all'uno o all'altro livello, nel rispetto della indicata gerarchia, è lasciata agli amministratori sulla base di un giudizio che

---

sono citate il sopraggiungere di nuove informazioni o il venir meno di informazioni precedentemente utilizzate, mutamenti delle condizioni di mercato o miglioramenti nella tecnica estimativa).

<sup>470</sup> Così in taluni casi è possibile fare uso di una singola tecnica di valutazione, mentre in altri casi si possono applicare valutazioni multiple per definire una gamma di valori ragionevoli (v. il § 63 dell'IFRS 13). Al riguardo cfr. AVERSANO-SANNINO-POLCINI, *Op. cit.*, 467 s.

<sup>471</sup> V. i §i 72-90 dell'IFRS 13 (di cui vi era già una prima versione nello IAS 39).

<sup>472</sup> E rispetto al quale si prevede che «quando disponibile, deve essere utilizzato senza alcuna rettifica per valutare il *fair value*» (così il § 77), salvo quelle espressamente disciplinate dal successivo § 79. Per un'analisi dettagliata del livello 1 v. AVERSANO-SANNINO-POLCINI, *Op. cit.*, 470 ss.

<sup>473</sup> Tra cui sono indicati i tassi d'interesse e le curve dei rendimenti osservabili a intervalli comunemente quotati, le c.d. volatilità implicite e gli *spread* creditizi (v. § 82). Per un'analisi dettagliata del livello 2 v. AVERSANO-SANNINO-POLCINI, *Op. cit.*, 472 s.

<sup>474</sup> Per un'analisi dettagliata del livello 1 v. AVERSANO-SANNINO-POLCINI, *Op. cit.*, 473 ss.

tenga conto dei fattori specifici dell'attività (o passività) da valutare e in base alla tecnica valutativa prescelta<sup>475</sup>.

Maggiore è il riferimento a dati osservabili, più i *fair value* che ne derivano sono qualificati come attendibili.

Già da questa sintetica disamina della definizione data dall'IFRS 13 si evince, dunque, il carattere discrezionale e approssimativo che caratterizza le valutazioni al *fair value*<sup>476</sup>, tanto dal condurre la dottrina che ha commentato il nuovo principio contabile ad affermare che «il riferimento è a stime se non addirittura a congetture»<sup>477</sup>.

A volte si verifica una “associazione fideistica”<sup>478</sup> del *fair value* ai “prezzi di mercato” – senza ragionare sul fatto se il mercato sia in grado di esprimere “valori equi” o meno – che è potenzialmente rischiosa e non conduce ad incrementare la *value relevance*<sup>479</sup> dell'informativa di bilancio, ma può dar luogo all'iscrizione di

---

<sup>475</sup> V. al riguardo AVERSANO-SANNINO-POLCINI, *Op. cit.*, 469, i quali osservano che «il *fair value* di livello 1 fa, pertanto, riferimento alle quotazioni in mercati attivi. Il livello 2, invece, fa riferimento ai cosiddetti “input osservabili” diversi dalla quotazione in un mercato attivo. Tale *fair value* è ricavabile da attività e passività similari in mercati attivi o inattivi, e anche da altre variabili, quali i tassi d'interesse. Il livello 3, infine, si basa sugli “input inosservabili”, ovvero quelli che utilizzano la “migliore informazione disponibile”».

<sup>476</sup> Cfr. STRAMPELLI, *Gli IAS/IFRS dopo la crisi, cit.*, 411 s., il quale sottolinea il rischio che, a fronte dell'ampia discrezionalità di cui godono gli amministratori nelle valutazioni al *fair value* (e in particolare in caso di disapplicazione del *Mark to market*), si verificano condotte opportunistiche. Per uno studio approfondito degli argomenti alla base delle critiche al *fair value*, v. FORTUNATO, *Dal costo storico al “fair value”: al di là della rivoluzione contabile, Aa. Vv., IAS/IFRS. La modernizzazione del diritto contabile in Italia*, Milano, Giuffrè, 2007, 353 ss.

<sup>477</sup> Così AVERSANO-SANNINO-POLCINI, *Op. cit.*, 469; nei medesimi termini LUCARELLI, *Il fair value prende posizione con il nuovo standard: l'Ifrs 13*, in *Fisco Oggi*, 13 maggio 2011.

<sup>478</sup> V. PROVASOLI, *Luci ed ombre delle nuove regole per i bilanci di impresa: lettura più chiara o specchio deformante?*, in *La valutazione delle Aziende*, 2009, fascicolo 55, 17-27, consultata in data 26 dicembre 2013 al seguente link: [http://www.economia.unimib.it/DATA/moduli/3\\_6766/materiale/relazione%20oscar%20bilancio%202008\\_def.pdf](http://www.economia.unimib.it/DATA/moduli/3_6766/materiale/relazione%20oscar%20bilancio%202008_def.pdf), il quale afferma che «il “prezzo di mercato” non sempre può essere considerato come incontrovertibile fonte di stima dei *fair value*: ed è questo forse il vero “virus” (spesso, per fortuna, solo in incubazione) contenuto nei principi IAS/IFRS».

<sup>479</sup> In generale si afferma che il costo storico (essendo fondato su eventi definiti) è criterio maggiormente affidabile ma meno significativo rispetto al *fair value* e, parallelamente, che il *fair value* conduce a una minor affidabilità delle valutazioni di bilancio (in quanto fondato su stime potenziali) ma a maggior significatività (perché in grado di offrire un'informazione più aggiornata). Ciò peraltro deve essere posto in relazione agli scopi specifici per cui le valutazioni sono effettuate e, più precisamente, a quale tipo di bilancio sono destinate. V. al

valori soltanto stimati e che potrebbero, pertanto, non trovare futura conversione in entrate monetarie<sup>480</sup>.

Quando poi il prezzo di mercato non si rivela idoneo come fonte di stima<sup>481</sup> - ad esempio, poiché si è in presenza di un mercato non attivo<sup>482</sup> o, comunque,

---

riguardo FORTUNATO, *Dal costo storico, cit.*, 367; SACCHI, *Capitale sociale, cit.*, 1134 s. il quale osserva che la maggior *relevance* del criterio del *fair value* si pone rispetto alle esigenze specifiche dell'investitore a cui «interessa, per decidere come orientare le sue decisioni, un'informazione rivolta al futuro e non al passato».

<sup>480</sup> V. STRAMPELLI, *Le riserve, cit.*, 253 s.; ID., *Gli IAS/IFRS, cit.*, 409, il quale osserva inoltre che «possono registrarsi consistenti oscillazioni delle quotazioni degli strumenti finanziari anche quando il mercato è attivo e le transazioni sono regolari, giacché anche in tali condizioni i prezzi di mercato registrano talora fluttuazioni determinate da fattori "esogeni" - correlati all'andamento dei mercati o a variabili macroeconomiche - indipendenti dai risultati economici e dalla situazione patrimoniale dell'emittente. In simili circostanze la valutazione al *fair value* delle attività può determinare la volatilità dei valori di bilancio e la rilevazione di consistenti utili o perdite non realizzate, senza che sia permesso dagli IAS/IFRS disapplicare il *Mark to market* e discostarsi dai prezzi di mercato». Sul punto cfr. altresì AVERSANO-SANNINO-POLCINI, *Op. cit.*, 469, i quali concludono affermando che «certamente rende perplessi l'insistito riferimento al mercato, anche laddove manchino del tutto i presupposti per la sua esistenza; con la conseguenza che risulta posta quasi in secondo piano la considerazione del contributo specifico che un elemento patrimoniale può esplicare all'interno della particolare combinazione produttiva nella quale è inserito che, viceversa, per molti versi, apparirebbe il più ragionevole parametro per attribuzioni di valore all'interno di un bilancio di esercizio».

<sup>481</sup> Non sempre è possibile determinare il *fair value* con approccio *mark-to-market*: cfr. CARATOZZOLO, *Effetti giuridici dell'applicazione dei principi contabili internazionali in Italia*, in *Soc.*, 2004, 309; ID., *Applicazione delle disposizioni, cit.*, 1470, il quale afferma che la illiquidità dei mercati - che determina la mancanza di attendibilità di valutazioni condotte secondo il *fair value* - è «nel nostro Paese, (...) l'ipotesi principale e più frequente, dato l'esiguo numero di società quotate e la scarsa significatività dei corsi di borsa di alcuni titoli per l'esiguità del flottante». Cfr. altresì STRAMPELLI, *Gli IAS/IFRS, cit.*, 399, il quale afferma che «il *fair value* è inadatto ad esprimere l'effettivo valore delle attività finanziarie quando i mercati sono illiquidi e la volatilità dei prezzi è elevata» essendo «influenzato in modo decisivo da fattori "esogeni" legati al generale andamento del mercato e non rispecchia i "valori fondamentali" della specifica attività»; ID., *Le riserve, cit.*, 253.

<sup>482</sup> Il mercato si definisce "attivo" quando è in grado di esprimere il «valore realizzabile di un'attività come il prezzo previsto in un accordo vincolante tra parti consapevoli e disponibili in una transazione libera» e si caratterizza, quindi, per l'accessibilità al pubblico dei prezzi; l'omogeneità dei beni negoziati sul mercato; la spontaneità e il confronto tra compratori e venditori. Per questa definizione v. MORO VISCONTI, *Conferimenti, cit.*, 863; cfr. altresì: il Principio contabile OIC 3, *Le informazioni sugli strumenti finanziari da includere nella nota integrativa e nella relazione sulla gestione (artt. 2427-bis e 2428, comma 2, n. 6-bis, c.c.)*; e il documento, elaborato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, «*La determinazione dei valori di conferimento di beni in natura o crediti senza relazione di stima (artt. 2343-ter e 2343-quater, c.c.)*», già citato. Il mercato è invece definito "inattivo", ad esempio, quando si verificano: un rilevante decremento dei volumi scambiati, la scarsità delle



quando il bene oggetto di valutazione non è oggetto di un numero significativo di transazioni - si deve ricorrere a tecniche valutative alternative, che, come si è visto, sono affidate alla scelta degli amministratori (il che incide, evidentemente, sul carattere discrezionale delle valutazioni al *fair value* di cui si è già accennato)<sup>483</sup>.

L'applicazione del *fair value* può, inoltre, comportare «un effetto pro ciclico, che esaspera i *trend* economici, soprattutto in situazioni di forte volatilità dei mercati: in tal caso si alimenta una spirale in cui i mercati incidono sulle valutazioni correnti di bilancio, le quali a loro volta influenzano i corsi di borsa»<sup>484</sup>. L'andamento del mercato può effettivamente incidere sui risultati delle imprese che riverberano i propri effetti, a loro volta, sul mercato finanziario, amplificandone le oscillazioni. La conseguenza di tale effetto consiste nel rischio che il valore individuato non risulti affidabile nel tempo, poiché le situazioni patrimoniali anteriori (anche solo fino a quattro mesi rispetto alla stima), in base alle quali esso è individuato, divengono obsolete velocemente e, conseguentemente, stessa sorte vale anche per le valutazioni condotte sulla base di siffatte situazioni, che possono rivelarsi, così, non attendibili.

Uno dei grandi limiti del principio contabile internazionale in esame è, dunque, quello di essere caratterizzato da una significativa volatilità, generata dal riferimento a valori correnti (quindi, in un'ottica a breve termine)<sup>485</sup> che rende le

---

informazioni disponibili, andamenti delle quotazioni "slegati" da queste ultime: per tale definizione v. la guida applicativa *On Measuring and Disclosing the Fair Value of Financial Instruments in Markets that are no Longer Active* (precisamente a pagina 10) predisposta dallo IASB, consultata in data 20 maggio 2013, al link: [http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Fair-Value-Measurement/EAP/Documents/IASB\\_Staff\\_Summary\\_October\\_2008.pdf](http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Fair-Value-Measurement/EAP/Documents/IASB_Staff_Summary_October_2008.pdf).

<sup>483</sup> I criteri alternativi al prezzo di mercato a cui fare riferimento variano a seconda della categoria di attività ed alla luce del nuovo IFRS 13 sopra citato. Sulla necessità di delimitare tali criteri alternativi, onde evitare i rischi connessi a valutazioni soggettive v. PROVASOLI, *Luci e ombre*, cit., 17 e 24; FORTUNATO, *Dal costo storico*, cit., 368; MEZZABOTTA, *Op. cit.*, 220 s.; BINI, *Verso*, cit., 320 ss.

<sup>484</sup> MORO VISCONTI, *Conferimenti*, cit., 864. Analogamente STRAMPELLI, *Gli IAS/IFRS*, cit., 400, testo e nt. n. 10. V. anche AVERSANO-SANNINO-POLCINI, *Op. cit.*, 454.

<sup>485</sup> Cfr. SACCHI, *Capitale sociale*, cit., 1137; MARCHI, *Introduzione*, cit., 19, il quale osserva che «l'ottica valutativa del mercato (utilizzata nelle valutazioni al *fair value*) esprime gli andamenti di breve e brevissimo termine, determinando un alto grado di 'volatilità' dei risultati». Sul rischio di un eccesso di volatilità, considerata anche la possibilità di incorrere in errori di misurazione a causa del «la confusione concettuale su ciò che il *fair value* dovrebbe esprimere» – soprattutto quando lo si deve individuare «al di fuori di quelle attività/passività

valutazioni soggette a variazioni talvolta anche repentine in caso di mercato oscillante e che si riflette, conseguentemente, sull'affidabilità delle stesse<sup>486</sup>.

Inoltre, in difformità rispetto a quanto previsto dagli artt. 2423 ss. c.c., i principi internazionali prevedono che al termine di ogni esercizio si debba procedere alla rivalutazione del bene iscritto in bilancio rispetto al valore di iscrizione, al fine di adeguare il *fair value* a tali risultanze.

Ove il bene risulti aumentato di valore, da questa operazione emergono plusvalenze di ammontare pari alla rivalutazione riscontrata. Tali plusvalori, però, non sono realizzati ma soltanto programmati.

In tal modo si ignora<sup>487</sup> il principio di prudenza alla base del diritto contabile italiano<sup>488</sup>, previsto dall'art. 2423-bis, co. 1, n. 2, c.c. il quale pone fra i principi di redazione del bilancio il precetto secondo cui si possono indicare esclusivamente gli utili realizzati alla data della chiusura dell'esercizio. Tale principio si arricchisce della regola secondo cui si deve tenere conto delle perdite e degli oneri d'esercizio, anche se solo probabili (principio di disimmetria<sup>489</sup>)<sup>490</sup>.

---

caratterizzate da un mercato attivo» v. BINI, *I principi contabili internazionali fra rilevanza economica e rappresentazione fedele*, in *La società per azioni oggi: tradizione, attualità e prospettive*. Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006 / [a cura di] P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventoruzzo - Milano, Giuffrè, 2007, 128 s.; AMELIO-GAVANA-GAZZOLA, *Op. cit.*, 34 e 37, i quali precisano che in conseguenza della volatilità collegata al *fair value* «l'attendibilità del dato può essere discutibile».

<sup>486</sup> V. STRAMPELLI, *Gli IAS/IFRS, cit.*, 400 secondo cui «durante le fasi di instabilità economica, la contabilizzazione delle attività al *fair value* introduce la volatilità del mercato nel bilancio d'esercizio e comporta la rilevazione di utili o perdite non realizzate (che non emergerebbero secondo il criterio del costo storico), rendendo maggiormente volatili la *performance* e la consistenza patrimoniale delle società».

<sup>487</sup> Nei limiti, peraltro, di quanto si dirà *infra* circa l'esistenza anche nel sistema IAS-IFRS del principio di prudenza, seppur con un significato parzialmente differente.

<sup>488</sup> Principio confermato anche nel Progetto OIC del 2007 di cui si è già parlato: al riguardo v. COLOMBO, *Linee generali, cit.*, 34 ss.

<sup>489</sup> V. COLOMBO, *Il regime civilistico degli utili e delle riserve da adozione degli IAS/IFRS*, in *Soc.*, 2006, 1337.

<sup>490</sup> Il principio di prudenza, così articolato, rientra tra i principi generali previsti dall'art. 2423-bis nn. 1-5 che si ritiene non debbano mai essere disapplicati. In questo senso v. VENTORUZZO, *La disapplicazione obbligatoria delle disposizioni sul bilancio*, in L.A. Bianchi (a cura di), *La disciplina giuridica del bilancio di esercizio*, Milano, Il Sole 24 Ore, 2001, 77 e 101, dove ulteriori riferimenti bibliografici, il quale esclude l'applicazione dell'art. 2423, co. 4, c.c. - norma che prevede l'obbligo di disapplicazione dei criteri ordinari del codice civile quando risultino incompatibili con una rappresentazione veritiera e corretta (ad esempio, quando si siano verificati degli

Il principio di prudenza è enunciato anche nel *Framework*<sup>491</sup> dei principi contabili internazionali tra gli elementi indispensabili al fine di garantire che l'informazione di bilancio sia attendibile, ma assume in tale contesto un significato diverso<sup>492</sup>, non essendo imposta alcuna regola o espresso divieto, quale l'impossibilità di rilevare utili non realizzati<sup>493</sup>.

Ne discende che, come è stato osservato, «l'adozione del *fair value*, in luogo del costo storico, segna pertanto il sostanziale superamento del principio di realizzazione in quanto ad essa consegue "naturalmente" la rilevazione di utili non ancora realizzati»<sup>494</sup>.

---

incrementi di valore di carattere eccezionale, come nel caso di successiva edificabilità di un terreno precedentemente di natura agricola: esempio tratto da COLOMBO, *Il bilancio di esercizio*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo-Portale, Torino, Utet, 1994, vol 7\*, 338) – rispetto ai principi generali di prudenza, di realizzazione degli utili e di competenza. L'A. discende tale conclusione «oltre che dalla formulazione dell'art. 2423-bis, che stabilisce che il solo principio contenuto nel n. 6 (continuità dei criteri di valutazione) sia, in casi eccezionali, derogabile» anche «dalla constatazione che tali principi costituiscono l'applicazione di regole fondamentali di natura ragionieristica immanenti alla redazione del bilancio, il cui rispetto non pare possa risultare incompatibile con la rappresentazione vera e corretta».

<sup>491</sup> Nel *Framework for the preparation and presentation of financial statements* (Quadro sistematico per la preparazione e la presentazione del bilancio) sono contenuti i principi contabili generali della continuità aziendale, della competenza economica dei costi e ricavi, della comprensibilità-chiarezza, della significatività, della comparabilità e della attendibilità del bilancio. Solo quale aspetto formante tale ultimo principio (quello dell'attendibilità del bilancio) è ricompreso il principio di prudenza, che «non si configura come un vero e proprio principio», ma si traduce «nella richiesta di un atteggiamento mentale "prudente" innanzi a valutazioni effettuate in condizioni di incertezza», dal quale, dunque, non deriva alcuna regola operativa o espresso divieto (quale quello vigente nei principi contabili nazionali del divieto di iscrivere in stato patrimoniale un'attività ad un valore superiore rispetto al suo costo storico): MATTEI-RICCIARDI, *Il principio di prudenza*, cit., 42 ss. Cfr. altresì CARATOZZOLO, *Effetti giuridici*, cit., 308.

<sup>492</sup> V. COLOMBO, *Linee generali*, cit., 34. Ritengono che il sistema delineato dai principi contabili internazionali sia incompatibile con il principio di prudenza (prima, peraltro, dell'introduzione degli artt. 6 e 7 d.lgs. 38/2005 di cui *infra*): PISONI-BUSSO, *Introduzione del fair value, principi di prudenza e risultato economico*, in *Contabilità Finanza e Controllo*, 2003, 459, secondo cui sarebbe «strutturale la presenza, nel conto economico, di utili non realizzati».

<sup>493</sup> V. MATTEI-RICCIARDI, *Il principio di prudenza*, cit., 37; AMELIO-GAVANA-GAZZOLA, *Op. cit.*, 39 ss. i quali evidenziano che a fronte dell'adozione degli IAS/IFRS si ha un passaggio dal principio di prudenza a quello della "performance potenziale".

<sup>494</sup> STRAMPELLI, *Le riserve*, cit., 254; SACCHI, *Capitale sociale*, cit., 1133. Sul punto anche COLOMBO, *Principi contabili internazionali, capitale*, cit., 84 ss., il quale parla di utili soltanto «realizzabili» e - pur dando conto del fatto che applicando il c.d. *impairment test* si potrebbe ottenere una svalutazione superiore con i principi contabili internazionali rispetto ai valori che

Più precisamente, si determina un diverso trattamento delle plusvalenze derivanti dall'applicazione del *fair value* che varia a seconda del principio IAS/IFRS applicato al bene oggetto di valutazione.

In alcuni casi i plusvalori sono iscritti direttamente a patrimonio netto e quindi non "transitano" per il conto economico (non contribuendo conseguentemente alla quantificazione dell'utile dell'esercizio). In altri casi<sup>495</sup>, invece, le plusvalenze derivanti dalle valutazioni al *fair value* sono imputate a conto economico e concorrono a determinarne il risultato di periodo<sup>496</sup>.

Ciò, quindi, determina l'iscrizione nei bilanci IAS «sia di utili di conto economico che non potrebbero essere iscritti in base alla disciplina tradizionale, sia di riserve da rivalutazione, direttamente iscritte nel netto in contropartita della rivalutazione iscritta nell'attivo (senza transito dal conto economico), che non esisterebbero in base ai criteri tradizionali»<sup>497</sup>.

Ove le plusvalenze così formate fossero ritenute disponibili e distribuibili si potrebbe verificare una lesione dell'integrità del capitale sociale, per effetto, ad esempio, della restituzione di parte del patrimonio ai soci, nel caso in cui tali valori non trovino poi effettiva realizzazione e si confermino come solo sperati<sup>498</sup>.

Come è stato osservato<sup>499</sup>, il legislatore italiano avrebbe (forse) potuto evitare il problema alla radice prendendo spunto dalla tecnica utilizzata da quello tedesco<sup>500</sup> che ha previsto un sistema di doppio bilancio d'esercizio: un primo

---

risulterebbero da un bilancio redatto secondo le norme del codice civile – sottolinea come «l'effetto prevalente del passaggio dai principi tradizionali a quelli internazionali è certamente nel senso dell'incremento dei valori di bilancio».

<sup>495</sup> Cfr. al riguardo STRAMPELLI, *Le riserve, cit.*, 257 ss.

<sup>496</sup> COLOMBO, *Il regime, cit.*, 1337, il quale relativamente a tali plusvalori osserva come di fatto «vengono considerati non come "rivalutazioni" ma come veri e propri "utili dell'esercizio", e come tali vengono iscritti quali componenti positivi di reddito nel conto economico».

<sup>497</sup> COLOMBO, *Il regime, cit.*, 1337 s.

<sup>498</sup> Al riguardo v. STRAMPELLI, *Le riserve, cit.*, 245 ss.

<sup>499</sup> COLOMBO, *La disciplina delle plusvalenze e delle riserve, paper* presentato al Convegno Assolombarda, in data 23 febbraio 2006, consultabile al link: [http://www.odcec.mi.it/Libraries/Materiale\\_Convegni/Il\\_regime\\_civilistico\\_2006.pdf](http://www.odcec.mi.it/Libraries/Materiale_Convegni/Il_regime_civilistico_2006.pdf), 3.

<sup>500</sup> Attraverso l'emanazione in data 4 dicembre 2004 del *Bilanzrechtsreformgesetz-BilReg* con cui è stato introdotto nell'HGB il § 325, Abs. 2a, con cui si è prevista la facoltà per alcune società di capitali (quelle che fanno ricorso al mercato dei capitali nonché quelle che superano determinati limiti dimensionali: attività pari a euro 16.060.000, fatturato dell'ultimo esercizio

bilancio redatto in conformità agli IAS/IFRS (destinato alla pubblicazione), che svolge esclusivamente una funzione informativa; un secondo bilancio, obbligatorio, redatto secondo le regole tradizionali (basate sul principio del costo). Solo questo secondo bilancio viene in rilievo ai fini della determinazione degli utili distribuibili, dell'eventuale riduzione del capitale per perdite e dell'imposizione fiscale.

La soluzione abbracciata nel nostro ordinamento è stata, invece, un'altra: si è previsto l'obbligo, per le società che redigono il proprio bilancio di esercizio secondo tali principi contabili, di accantonare in riserva i plusvalori derivanti dall'applicazione del *fair value* (cfr. artt. 6 e 7 d.lgs. n. 38/2005<sup>501</sup>) così determinando di fatto la neutralizzazione delle componenti non ancora realizzate che vengono vincolate in una riserva indisponibile<sup>502</sup>. Con tale previsione si è, quindi, tentato di rendere compatibili con il sistema interno di redazione del bilancio d'esercizio gli effetti derivanti dall'utilizzo del criterio del *fair value* raggiungendo una soluzione di "compromesso" apprezzabile<sup>503</sup>, ma non del tutto risolutiva<sup>504</sup>.

---

pari a euro 32.120.000; 250 dipendenti) di predisporre – accanto al bilancio di esercizio conforme alle disposizioni dell'HGB e finalizzato alla tutela del capitale sociale e alla determinazione dell'utile distribuibile – un secondo bilancio avente funzione esclusivamente informativa redatto in conformità agli IAS/IFRS. Per ulteriori approfondimenti cfr. STRAMPELLI, *Distribuzioni*, cit., 112 ss. con riferimenti alla dottrina tedesca; ID., *L'introduzione dei principi IAS/IFRS e gli effetti sulla disciplina giuridica del bilancio di esercizio*, in *Commentario alla riforma delle società*, (diretto da) P. Marchetti-L.A. Bianchi-F. Ghezzi-M. Notari, vol VI, *Obbligazioni-Bilancio*, (a cura di M. Notari-L.A. Bianchi), Milano, Egea, 2006, 377; ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE OF GERMANY, "Report (...)", cit., 1.

<sup>501</sup> Previsione contenuta anche negli artt. 2433, 2478-bis e 2481-ter c.c. come modificati secondo il Progetto OIC già citato.

<sup>502</sup> Sulla natura e la disciplina di queste riserve v. BUSSOLETTI, *L'influenza degli IAS/IFRS su determinazione degli utili e impiego delle riserve*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, 321 ss.; COLOMBO, *Principi contabili internazionali*, cit., 94 ss.; ID., *Il regime*, cit., 1337 ss.; ID., *La disciplina delle plusvalenze*, cit., 4 ss.; QUAGLI, *Le "riserve IAS" nel d.lgs. n. 38/2005 e il riflesso sulla politica dei dividendi: una proposta per l'informativa sugli utili distribuibili*, in *Riv. dott. comm.*, 2006, 745 ss.; SACCHI, *Capitale sociale*, cit., 1137 s. testo e nt. n. 23; STRAMPELLI, *Le riserve*, cit., 295 ss.; ID., *Distribuzioni*, cit., 117 ss.; ID., *L'introduzione*, cit., 358 ss.; DE LUCA, *Riserve indisponibili, riserve indisponibili e incidenza delle perdite*, in *Riv. soc.*, 2013, 464 ss.

<sup>503</sup> In questi termini STRAMPELLI, *Le riserve*, cit., 260; ID., *Distribuzioni*, cit., 120 s. che individua tra gli effetti positivi i seguenti: (i) «non compromette la piena applicazione degli IAS/IFRS»; (ii) «consente di "correggere" il principale profilo di incompatibilità (ossia la rilevazione degli

Mentre la soluzione adottata nell'ordinamento tedesco è stata criticata in quanto, pur avendo il pregio di separare la funzione informativa del bilancio da quella organizzativa (e di rendere così compatibili il sistema IAS/IFRS con le regole poste a tutela del capitale sociale e della determinazione dell'utile distribuibile) si rivela comunque costosa<sup>505</sup>, l'opzione individuata dal legislatore

---

utili soltanto sperati da *fair value*)»; (iii) favorisce «una maggior chiarezza informativa rispetto alla redazione di due bilanci» e (iv) risolverebbe anche il problema - configurabile in caso di adozione da parte del legislatore italiano delle direttive 2001/65/CE e 2003/51/CE nella parte in cui introducono alcune ipotesi di applicazione del criterio del *fair value* ai bilanci redatti secondo i principi codicistici - della neutralizzazione delle componenti di reddito non realizzate in bilanci non IAS-compliant.

<sup>504</sup> V. STRAMPELLI, *Le riserve*, cit., 260; ID., *Distribuzioni*, cit., 120, COLOMBO, *Il regime*, cit., 1338, che sottolineano come la soluzione adottata dal legislatore italiano non risolva, peraltro, il problema della compatibilità di altre previsioni contenute negli IAS/IFRS rispetto alla disciplina codicistica di bilancio in grado di incidere sul regime della distribuzione ai soci. E' stato, in particolare, evidenziato che la previsione di tali riserve non risolve i problemi connessi all'applicazione del criterio del *fair value* rispetto al funzionamento degli artt. 2446-2447 c.c., e nello specifico della regola "ricapitalizza o liquida": così SACCHI, *Capitale sociale*, cit., 1137 e ss., il quale osserva che l'applicazione dei principi contabili internazionali del bilancio d'esercizio «può condurre sia a un'anticipazione, sia a un ritardo nell'operatività dei meccanismi previsti da queste norme, in particolare della regola c.d. "ricapitalizza o liquida". Si può verificare un'anticipazione perché, data la volatilità dei valori esposti in base al *fair value*, è possibile che i presupposti per l'applicazione della disciplina in questione maturino in presenza di perdite di carattere transitorio e contingente». E' altresì possibile che le misure previste dagli artt. 2446 e 2447 c.c. siano attuate in ritardo quando «i plusvalori non realizzati influiscano sul risultato dell'esercizio abbassando le perdite al di sotto dei limiti previsti dalle disposizioni appena menzionate», anche tenuto conto che «le riserve da *fair value* possono – anzi, devono, data la gerarchia fra le varie poste del netto – essere utilizzate prima del capitale sociale per coprire le perdite, quando queste non sono assorbite da altre voci del netto patrimoniale (...)». Tale problema è analizzato anche da STRAMPELLI, *Distribuzioni*, cit., 298 ss.; ID., *Gli IAS/IFRS*, cit., 430; ID., *Le riserve*, cit., 305 ss. Per completezza si segnala che sulla regola "ricapitalizza o liquida" hanno inciso di recente due interventi [(i) il d.l. 22 giugno 2012, n. 83, convertito in legge con modificazioni dalla legge 7 agosto 2012, n. 134 (cd. decreto sviluppo) che ha previsto nella L. fall. l'art. 182-sexies e (ii) il d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 recante "Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese" coordinato con la legge di conversione 17 dicembre 2012, n. 221] con cui sono state introdotte delle deroghe ai meccanismi previsti dagli artt. 2446 e 2447 c.c. per le imprese in crisi e per le c.d. start-up innovative. Sugli effetti di tali interventi si tornerà *infra* al § 6.

<sup>505</sup> Tale soluzione è stata criticata da COLOMBO, *Il regime*, cit., 1338, in quanto «assai onerosa per le imprese, costrette a redigere due bilanci». L'A. ha analizzato anche la soluzione alternativa «di richiedere la redazione di un "prospetto di raccordo", nel quale alle voci del conto economico e dello stato patrimoniale del bilancio IAS venissero apportate le rettifiche idonee a far "scompare" gli utili non realizzati e le riserve di patrimonio netto corrispondenti a plusvalenze non realizzate». Ma anche rispetto a questa soluzione – adottata in un primo momento dal legislatore italiano tributario (cfr. gli artt. 11 e 12 del d.lgs. 38/2005 che hanno

parrebbe esente da tale critica. In realtà si può muovere la stessa anche nei confronti della scelta del legislatore italiano, se si considera che il bilancio di esercizio redatto secondo gli IAS/IFRS presenta una struttura più articolata di quella prevista secondo i principi civilistici. Oltre alla redazione dello stato patrimoniale, del conto economico e delle note di bilancio – che corrispondono in termini di contenuto alla nota integrativa – si devono predisporre altri due documenti (il prospetto delle variazioni delle voci del patrimonio netto e il rendiconto finanziario) e si deve dare evidenza delle riserve da plusvalori da *fair value*<sup>506</sup>. Pare, quindi, che ne derivino, così, “costi” non molto distanti rispetto al sistema del doppio bilancio.

La tecnica utilizzata dal legislatore italiano è già stata oggetto di ampio dibattito in relazione ai riflessi che può comportare in punto di determinazione

---

integrato gli artt. 83 e 109 TUIR) ma successivamente abbandonata (a seguito dell’emanazione della L. 24 dicembre 2007 n. 244) – peraltro, l’A. ha evidenziato le medesime perplessità mosse alla scelta del doppio bilancio (costi eccessivi). Critico anche STRAMPELLI, *Distribuzioni, cit.*, 114 ss. (con riferimenti anche alla dottrina tedesca) che mette in evidenza, altresì, il rischio che dall’adozione del sistema del doppio bilancio possa derivare un’«incertezza su quale sia l’effettiva consistenza patrimoniale e il reale andamento della società». Esclude la possibilità per il legislatore italiano di adottare il sistema tedesco del doppio bilancio CARATOZZOLO, *Effetti giuridici, cit.*, 311, in base alla osservazione per cui «il Reg. n. 1606/2002 e l’art. 25, L. comunitaria 2003 si riferiscono in modo inequivocabile al “bilancio d’esercizio” o bilancio individuale delle società interessate ed esso è quello previsto dalla IV dir. e disciplinato in Italia dagli artt. 2423 ss. c.c. con le finalità previste da tali norme ed il suo valore “organizzatorio” nell’ambito del diritto delle società di capitali. Non sembra, dunque, possibile pensare a due distinti bilanci, uno con le finalità previste dagli artt. 2423 ss. ed un altro, quello redatto con gli IAS, a soli “scopi informativi”».

<sup>506</sup> Più precisamente, ai sensi dello IAS 1, § 10: «Un’informativa di bilancio completa include:

- (a) un prospetto della situazione patrimoniale-finanziaria alla fine dell’esercizio;
  - (b) un prospetto di conto economico complessivo dell’esercizio;
  - (c) un prospetto delle variazioni di patrimonio netto dell’esercizio;
  - (d) un rendiconto finanziario dell’esercizio;
  - (e) note, contenenti un elenco dei principi contabili rilevanti e altre informazioni esplicative; e
  - (f) un prospetto della situazione patrimoniale-finanziaria all’inizio del primo esercizio comparativo quando un’entità applica un principio contabile retroattivamente o ridetermina retroattivamente le voci nel proprio bilancio, o quando riclassifica le voci nel proprio bilancio».
- Inoltre, ai sensi del § 14 del medesimo principio, sono previsti ulteriori rendiconti e documenti quali bilanci ambientali e sociali per le società che svolgono attività ove i fattori ambientali sono significativi e quando i dipendenti sono considerati un importante gruppo di utilizzatori. Cfr. AMELIO-GAVANA-GAZZOLA, *Op. cit.*, 12 ss., i quali osservano in particolare che la struttura e il contenuto dei prospetti richiesti per un bilancio IAS-compliant sono molto diversi rispetto a quanto previsto dalla normativa italiana.

degli utili da distribuire e di utilizzabilità della riserva da *fair value* per coprire le perdite eventualmente verificatesi (e quindi, di riflesso, rispetto al tema della tutela dell'integrità del capitale sociale)<sup>507</sup>, mentre ancora manca una disamina completa degli effetti dell'applicazione del *fair value* al conferimento (ossia direttamente rispetto al tema dell'effettività del capitale sociale nella fase della sua formazione).

L'introduzione della nuova disciplina della valutazione dei conferimenti in natura – e in particolare della previsione dell'utilizzo del *fair value* come criterio di valutazione del conferimento alternativo alla perizia dell'esperto nominato dall'autorità giudiziaria – potrebbe determinare mutamenti di prospettiva sul ruolo del capitale sociale<sup>508</sup>. Ammettere, infatti, che il valore del bene sia imputato a capitale sociale sempre e incondizionatamente al *fair value*, anche dopo un lungo periodo di tempo rispetto alla sua iscrizione e prevedere, come unica garanzia di attendibilità, il controllo successivo da parte degli amministratori (con i problemi già citati in punto di sindacabilità da parte dei tribunali di tale controllo<sup>509</sup>) non pare sufficiente a soddisfare gli interessi protetti dalla disciplina dei conferimenti in natura<sup>510</sup>.

Estendendo l'applicazione delle valutazioni al *fair value* al conferimento – e, quindi, direttamente al capitale sociale – si introducono delle regole che, a fronte del mantenimento dell'istituto del capitale sociale, ne determinano la perdita di certezza, perché il capitale può risultare formato da beni che al momento della loro valutazione sono considerati corrispondenti ad un certo ammontare monetario e, un momento dopo, subiscono una riduzione di valore (per il venir

---

<sup>507</sup> Al riguardo v. STRAMPELLI, *Distribuzioni*, cit., 81 ss.; ID., *Le riserve*, cit., 243 ss.; SACCHI, *Capitale sociale*, cit., 1125 ss.; BUSSOLETTI, *L'influenza*, cit., 178 ss.; QUAGLI, *Le «riserve IAS»*, cit., 745 ss.

<sup>508</sup> Così BACCETTI, *Creditori*, cit., 484 s. che, evidenziando l'ampia discrezionalità collegata alle valutazioni del *fair value* e il contestuale arretramento dei controlli esterni, ritiene fortemente minacciata l'effettiva formazione del capitale sociale. Analogamente: MIOLA, *Capitale sociale e tecniche*, cit., 391; NOTARI, *The Appraisal*, cit., 63 ss. Di diverso avviso, invece, FERRI JR., *La nuova disciplina*, cit., 272 testo e nt. n. 50.

<sup>509</sup> V. retro, capitolo I, § 6, nonché *infra* § 6.

<sup>510</sup> Cfr. NOTARI, *The Appraisal*, cit., 63 ss.



meno del presupposto in base al quale erano stati iscritti a detto ammontare), che determina la mancata copertura della minusvalenza venutasi a creare<sup>511</sup>.

In altre parole, si costruisce una tecnica che fa apparire reale un capitale che in parte è (forse) solo sperato; ed anche quando, al momento della sua costituzione, è reale, può venir meno per il semplice fatto che il mercato, in crescita nell'esercizio X, sia poi in calo nell'esercizio X +1<sup>512</sup>.

#### 5. – L'incoerenza tra l'art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c. e l'art. 6, co. 4, d.lgs. 38/2005.

La questione sopra enunciata circa i pericoli che una valutazione del conferimento al *fair value* può comportare sulla copertura del capitale sociale è strettamente collegata al tema relativo al trattamento della riserva da *fair value* (che si crea, come già accennato sopra, ai sensi degli artt. 6 e 7<sup>513</sup> del d.lgs. 38/2005) una volta conferito il bene a cui la riserva fa riferimento.

---

<sup>511</sup> V., ad esempio, TRIMARCHI, *Studio n. 99-2011/I, Le modificazioni del capitale nominale senza modificazione del patrimonio netto*, consultabile sul sito [www.notariato.it](http://www.notariato.it) che, con riferimento alle riserve da *fair value* puntualizza che «trattasi di riserve "incerte" in quanto se viene meno la plusvalenza cui corrispondono, esse spariscono con la stessa».

<sup>512</sup> Cfr. SACCHI, *Capitale sociale, cit.*; COLOMBO, *Il regime, cit.*, 1340 s. che applica tale ragionamento alle riserve ex art. 6 d.lgs. 38/2005 su cui *infra*.

<sup>513</sup> In particolare, le riserve ex art. 7 d.lgs. 38/2005 sono le c.d. riserve da patrimonio netto per prima applicazione dei principi contabili internazionali: per effetto del passaggio dai principi contabili nazionali agli IAS/IFRS ai fini della redazione del bilancio, ai sensi dell'IFRS 1, possono verificarsi variazioni del patrimonio netto che sono rilevate nello stato patrimoniale del primo bilancio redatto secondo tali principi. Nel testo si farà principalmente riferimento alle riserve di cui all'art. 6 (quelle c.d. "a regime") in considerazione del fatto che la maggior parte delle società che adottano gli IAS/IFRS oggi hanno già superato la prima fase di applicazione dei principi contabili internazionali e sarà, pertanto, più frequente riscontrare nei bilanci delle società che li applicano riserve iscritte ai sensi dell'art. 6. Tuttavia, molti aspetti della disciplina delle riserve "a regime" sono analoghi a quella prevista dall'art. 7, quindi la trattazione che segue vale in linea generale anche per queste ultime riserve (in particolare, per le riserve da applicazione del *fair value* alle attività materiali e immateriali e agli strumenti finanziari disponibili per la vendita, che sono espressamente assoggettate alle stesse regole previste per le riserve di cui all'art. 6, co. 1, lett. b, - compresa, quindi, anche la regola della non imputabilità a capitale di cui si dirà meglio *infra*). Per un'analisi della disciplina specifica delle riserve ex art. 7 d.lgs. 38/2005 v. COLOMBO, *Il regime, cit.*, 1341 s.; STRAMPELLI, *Le riserve, cit.*, 263 ss. e 309 ss.; BUSSOLETTI, *L'influenza, cit.*, 178 ss.; QUAGLI, *Le «riserve IAS», cit.*, 754 ss.

Tale profilo costituisce una delle difficoltà tecniche maggiori rispetto all'utilizzo di bilanci IAS-compliant come fonte per la valutazione del conferimento di beni in natura e non trova una sua soluzione nel dettato normativo.

Come è stato osservato da Notari<sup>514</sup>, si verifica, infatti, una evidente incoerenza tra due regole introdotte dal legislatore italiano: l'una – prevista dall'art. 6, co. 4, del d.lgs. 38/2005 – secondo cui l'applicazione del *fair value* determina la creazione di riserve indisponibili anche ai fini dell'imputazione a capitale (nel bilancio della società conferente); l'altra, in base alla quale il valore di *fair value* di un bene conferito ex art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c., è interamente (e automaticamente) imputabile a capitale (nel bilancio della società conferitaria).

La prima di esse – come sopra accennato – è stata introdotta al fine di risolvere il problema sorto in relazione all'applicazione degli IAS/IFRS al bilancio d'esercizio consistente nel fatto che il *fair value* porta ad esporre valori formati (anche) da plusvalenze non realizzate e legate alle oscillazioni del mercato, con le già evidenziate ripercussioni sull'obiettivo della adeguata copertura del capitale sociale. La *ratio* sottesa a tale disposizione è, dunque, quella «di evitare che utili non realizzati possano essere imputati a capitale sociale»<sup>515</sup>.

Più precisamente è stato prescritto (art. 6, co 1 e 2 del d.lgs. citato) che, in caso di emersione di plusvalori da *fair value*, devono essere create due riserve patrimoniali indisponibili:

- l'una è costituita mediante accantonamento delle plusvalenze registrate per effetto dell'applicazione del criterio del *fair value* e confluite nel conto economico (art. 6, co. 1, lett. a) in combinato disposto con il co. 2)<sup>516</sup>. La riserva, in questo caso, si riferisce principalmente ai valori relativi a plusvalori da valutazione di immobili detenuti ai fini di investimento (IAS 40), di attività biologiche (IAS 41) e di strumenti finanziari detenuti a fini di scambio (IAS 39)<sup>517</sup>.

---

<sup>514</sup> NOTARI, *Il regime*, cit., 78 s.

<sup>515</sup> COLOMBO, *La disciplina delle plusvalenze*, cit., 3.

<sup>516</sup> Per maggiori approfondimenti circa i criteri di determinazione dei plusvalori che formano tale riserva v. STRAMPELLI, *Le riserve*, cit., 277.

<sup>517</sup> Occorre precisare che la stessa lett. a) del co. 1 dell'art. 6 prevede tre eccezioni alla regola della indisponibilità per le plusvalenze riferibili: (i) agli strumenti finanziari di negoziazione, (ii) alle operazioni compiute sul mercato dei cambi e (iii) agli utili riferibili all'attività di

Rispetto a questo tipo di riserva si prevede che se i valori ad essa imputati si realizzano (ad esempio, perché il bene a cui si riferisce è venduto ad un prezzo comprensivo della stimata plusvalenza), la parte corrispondente di essa viene riclassificata a riserva disponibile (e così utilizzabile per un eventuale aumento gratuito di capitale); se, invece, la plusvalenza viene meno, in tutto o in parte, la riserva si riduce proporzionalmente (v. co. 3, art. 6);

- l'altra (la c.d. "riserva in contropartita diretta") è creata direttamente in conformità ai principi IAS in relazione a plusvalori di immobilizzazioni materiali (IAS 16), immateriali (IAS 38) e da strumenti finanziari disponibili per la vendita (IAS 39)<sup>518</sup>. Le plusvalenze che generano tale riserva non transitano nel conto economico della società e, pertanto, non incidono a formare il risultato di esercizio (cfr. art. 6, co. 1, lett. b).

Rispetto a tali riserve il legislatore si è preoccupato di dettare una disciplina completa, in cui è centrale, ai fini della presente analisi, la regola prevista nel già citato co. 4 dell'art. 6 d.lgs. 38/2005. Ai sensi di tale norma, è prescritta l'indisponibilità di entrambe le riserve disciplinate all'art. 6 rispetto a «tutte [quelle] operazioni che equivalgono o implicano distribuzione di utili»<sup>519</sup> (sono infatti espressamente richiamati gli artt. 2350 co. 3; 2357, co. 1; 2358, co. 3;

---

copertura. La *ratio* delle prime due eccezioni viene ricondotta alla qualità di siffatte plusvalenze che «pur derivando da valutazioni, (...) possono ritenersi "quasi realizzate". Quelle da operazioni in valuta per la ragione che esse possono essere con immediatezza realizzate sul mercato dei cambi; quelle relative a strumenti finanziari destinati a negoziazione perché proprio tale destinazione degli strumenti finanziari ne fa giudicare probabile e prossimo il realizzo sul mercato»: così COLOMBO, *Il regime, cit.*, 1338; ID., *La disciplina delle plusvalenze, cit.*, 4 s. L'A. critica, però, l'eccezione relativa agli strumenti finanziari destinati alla negoziazione, osservando che «per queste ultime la sicura realizzabilità presuppone l'esistenza di un mercato attivo, e con elevato volume di transazioni, sul quale il realizzo possa avvenire in ogni momento e senza rilevante incidenza negativa sul valore di mercato: il che non sempre accade». Per analogia critica v. BUSSOLETTI, *Op. cit.*, 155. Quanto alla terza eccezione – quella relativa agli utili riferibili all'attività di copertura – viene collegata agli strumenti finanziari che coprono rischi derivanti da variazioni del *fair value*: al riguardo v. COLOMBO, *Il regime, cit.*, 1338. Sulle eccezioni alla regola dell'art. 6, cfr., altresì, STRAMPELLI, *Le riserve, cit.*, 262.

<sup>518</sup> Per maggiori approfondimenti circa i criteri di determinazione dei plusvalori che formano tale riserva v. STRAMPELLI, *Le riserve, cit.*, 277 s.

<sup>519</sup> COLOMBO, *La disciplina delle plusvalenze, cit.*, 9.

2359-bis, co. 1; 2432; 2478-bis, co. 4, c.c.) e, soprattutto, si chiarisce che il vincolo di indisponibilità opera anche ai fini dell'imputazione a capitale sociale.

Tale particolare trattamento si giustifica in considerazione della loro natura di riserve da utili solo stimati e di esistenza incerta<sup>520</sup>, che le distingue dalle riserve "da utili"<sup>521</sup> e da quelle "da capitale"<sup>522</sup>.

Per effetto dei limiti indicati dal co. 4 dell'art. 6, le riserve per plusvalori da *fair value* sono state classificate in dottrina come poste «"neutre" sul piano

---

<sup>520</sup> Tale specificazione è stata accolta positivamente in dottrina in considerazione della natura delle riserve di cui all'art. 6: si tratta, infatti, di riserve formate da utili «solo stimati», diverse dalle «altre componenti del patrimonio netto, che sono "certe" e "definitive"(...)», le riserve da *fair value* sono "instabili"» e, quindi, inidonee a confluire a capitale: cfr. COLOMBO, *Il regime, cit.*, 1340; ID., *La disciplina delle plusvalenze, cit.*, 10 s., il quale osserva che «il divieto di imputazione a capitale disposto dal co. 4 deve essere giudicato favorevolmente. Le riserve di cui al co. 1 lett. b ed al co. 2 sono, infatti, delle "strane" riserve: diversamente da quelle costituite con utili realizzati (quali sono le riserve "di utili" che possono risultare da un bilancio "tradizionale", basato sul principio del costo) e da quelle "di capitale" (che sono, solitamente, il risultato di apporti, di esistenza certa: si pensi alla riserva sovrapprezzo azioni, ai versamenti in conto capitale, all'avanzo da conversione di obbligazioni), le nostre speciali riserve sono costituite a fronte di utili solo stimati (plusvalenze da *fair value*). Esse forse sono reali, forse sono solo sperate; ed anche quando, al momento della loro costituzione, esse sono reali, possono venir meno per il semplice fatto che il mercato, in crescita nell'esercizio X, è poi in calo nell'esercizio X +1».

<sup>521</sup> Ossia le riserve formate mediante imputazione di utili di esercizio, in forza di un atto di destinazione da parte dell'assemblea. In tale categoria rientra, ad esempio, la riserva legale e le riserve che possono risultare da un bilancio "tradizionale" redatto in conformità al principio del costo storico. Al riguardo v. STRAMPELLI, *Le riserve, cit.*, 282 ss. (e in particolare 284 s.) il quale, differentemente da quanto affermato nel testo, ritiene assimilabile alla riserva da utili le riserve di cui all'art. 6 co. 2 (ossia quelle previste alla lettera a) del co. 1 dell'art. 6) poiché formate anch'esse mediante imputazione di utili e pure le riserve di cui alla lett. b) del co. 1 dell'art. 6 in base a un ragionamento analogico. Più precisamente l'A. conclude proponendo di «introdurre un'ulteriore distinzione nell'ambito delle riserve "da utili", sì da distinguere quelle formate mediante destinazione di aliquote del saldo risultante dal conto economico (che potrebbero definirsi "riserve da utili imputati a conto economico") da quelle movimentate in contropartita diretta della variazione di valore delle attività, senza che i relativi utili transitino previamente da conto economico». *Contra*, invece, COLOMBO, *Il regime, cit.*, 1340, che distingue, come nel testo, le riserve dell'art. 6 da quelle "da utili", in quanto formate da utili solo stimati e, perciò, definite dall'A. «"strane" riserve».

<sup>522</sup> Come la riserva sovrapprezzo azioni, la riserva per versamenti in conto capitale, ossia quelle riserve che vengono costituite in forza di apporti di esistenza certa, per la cui creazione non è richiesto un atto di destinazione da parte dell'assemblea, rientrando nelle competenze dell'organo amministrativo. Al riguardo v. COLOMBO, *Il regime, cit.*, 1340; STRAMPELLI, *Le riserve, cit.*, 283.

“organizzativo”»<sup>523</sup>, con l’eccezione del caso in cui si presentino delle perdite, rispetto alle quali le riserve in esame sono equiparate a vere e proprie riserve “di utili”. Le riserve *ex art. 6*, infatti – pur non essendo definitive – vengono utilizzate a copertura del capitale sociale e sono, pertanto, colpite dalle perdite prima che le stesse lo intacchino<sup>524</sup>.

Proprio per la natura di poste “incerte”, però, sono collocate in ultima posizione rispetto alle altre riserve, potendo essere utilizzate a copertura delle perdite «solo dopo aver utilizzato le riserve di utili disponibili e la riserva legale» (così il co. 5 dell’art. 6) e, comunque, con obbligo di successiva ricostituzione mediante gli utili di esercizi successivi (v. co. 6, art. 6)<sup>525</sup>.

Solo qualora le plusvalenze da *fair value* trovino effettiva realizzazione mediante la cessione o l’ammortamento del bene a cui si riferiscono, si determina la cessazione del vincolo di indistribuibilità.

Fino a tale momento, invece, ai sensi e per gli effetti dell’art. 6, co. 4, del d.lgs. 38/2005 non possono confluire in alcun caso nel capitale sociale.

Diversamente, ai sensi dell’art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c. il *fair value* assegnato al conferimento in natura (come risultante dall’iscrizione del bene nel bilancio della conferente) è direttamente imputato al capitale della conferitaria.

---

<sup>523</sup> STRAMPELLI, *Le riserve*, cit., 282.

<sup>524</sup> Ciò chiarisce che si tratta di vere riserve e non di mere poste rettificative dei valori esposti nell’attivo dello stato patrimoniale. Così COLOMBO, *Il regime*, cit., 1340 s.; STRAMPELLI, *Le riserve*, cit., 279 ss. Più precisamente, il comma 5 dell’art. 6 citato prevede l’utilizzo a copertura delle perdite solo per le riserve di cui al 2° comma, ossia per le riserve indicate alla lett. a) del co. 1, dell’art. 6 (quelle formate mediante accantonamento delle plusvalenze transitate nel conto economico). In dottrina si sono espressi a favore dello stesso trattamento anche per quanto riguarda le riserve da *fair value* costituite in contropartita diretta: COLOMBO, *Il regime*, cit., 1341, il quale propone tale applicazione «o in via di interpretazione estensiva del quinto comma (il legislatore *minus dixit quam voluit*) o, alla peggio, in via di applicazione analogica». Giungono alla stessa conclusione anche: BUSSOLETTI, *L’influenza*, cit., 171 ss.; ID., *La disciplina del patrimonio netto*, cit., 70, in cui si evidenzia che nel Progetto OIC del 2007 (citato al § 2.2 di questo capitolo) l’incongruenza del d.lgs. 38/2005 è sanata per effetto della parificazione di trattamento tra le riserve *ex art. 6*, co. 1, lett. a) e lett. b) anche con riguardo all’aspetto in esame. In un primo tempo si era schierato a favore dell’utilizzo di tali riserve a copertura delle perdite anche STRAMPELLI, *Le riserve*, cit., 303, il quale, però, ha successivamente mutato opinione in ID., *Gli IAS/IFRS*, cit., 431 ss.

<sup>525</sup> Al riguardo v. COLOMBO, *Il regime*, cit., 1341; STRAMPELLI, *Le riserve*, cit., 302 ss.

Al riguardo la norma non prevede alcun adattamento rispetto alla esistenza nel bilancio medesimo delle riserve *ex art. 6*, con la conseguenza che se la valutazione al *fair value* si compone in parte anche di una tale riserva, nella società che riceve il conferimento potrebbero essere ascritti a capitale valori la cui realizzazione è solo stimata e non ancora definitiva e rispetto ai quali il legislatore nazionale ha - seppur altrove - imposto espresso divieto di imputazione a capitale sociale.

Un esempio renderà la situazione più chiara: si pensi al caso in cui il bene sia iscritto nel bilancio della società Alfa s.p.a. per un valore complessivo di 100, di cui 30 indichi il valore della riserva da *fair value*. Quando la società Alfa conferisce quel bene nella società Beta s.p.a., in Beta si imputerebbe a capitale il valore di 100, nonostante il bene, in quel momento, abbia un valore effettivo di 70 e un valore soltanto sperato di 30 (per di più sperato in quanto probabile sul piano delle previsioni di mercato in una diversa realtà economica, con prospettive possibilmente diverse da quelle della società conferitaria), mentre in Alfa i plusvalori corrispondenti alla riserva troverebbero effettiva realizzazione (in quanto ad Alfa sarebbe data in cambio una partecipazione del valore di 100).

Il fatto che la questione in esame non abbia ricevuto alcuna considerazione da parte del legislatore nazionale comporta la necessità di uno studio delle possibili soluzioni e dei risvolti pratici delle stesse.

Prima di procedere in tal senso è, però, necessario da subito confutare la critica – già affermata in dottrina<sup>526</sup> – secondo cui non vi sarebbe incoerenza tra

---

<sup>526</sup> CARATOZZOLO, *Il «valore equo»*, cit., 1219, il quale sembra fondare la sua conclusione in base al convincimento per cui il conferimento sarebbe equiparabile ad «un atto di scambio» in cui «il valore del bene conferito rappresenta il prezzo di tale scambio, che viene soddisfatto con un corrispettivo in azioni della società conferitaria». V. anche ID., *Applicazione*, cit., 1473 s., in cui l'A., analizzando il regime giuridico della c.d. "riserva da *business combination*" – che si verifica quando dall'applicazione dell'IFRS 3 si determina un incremento del patrimonio netto della conferitaria pari non al valore di perizia bensì al più alto costo dell'aggregazione – riconosce che «se, invece, la "riserva da *business combination*" non è stata, sia pure in parte, confermata dall'esperto *ex art. 2343*, la parte non confermata resta priva delle garanzie di effettività e stabilità del valore che si ritengono generalmente necessarie per la "disponibilità" di tali riserve». Per maggiori dettagli sulla ricostruzione dell'A. v. *infra* nt. n. 641. Afferma l'insussistenza del contrasto tra l'art. 2343-ter co. 2, lett. a) c.c. e l'art. 6 co. 4 d.lgs. 38/2005 anche OLIVIERI, *I sistemi*, cit., 240, il quale – pur evidenziando le differenze tra l'operazione di

l'art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c. e l'art. 6 d.lgs. 38/2005 poiché le due norme non sarebbero «confrontabili in quanto disomogenee».

Al riguardo non si può certo negare che – in concreto – le fattispecie disciplinate dalle due norme in esame siano differenti: l'art. 6 riguarda le rivalutazioni effettuate nel bilancio di esercizio di una stessa società, mentre il *fair value* ex art. 2343-ter si riferisce ad una fattispecie traslativa tra soggetti diversi. Non v'è dubbio, dunque, che la riserva che può emergere a seguito dell'operazione di conferimento nella conferitaria non è propriamente la contropartita di una rivalutazione da applicazione del *fair value* all'interno del bilancio della conferente.

Se, però, ci si concentra sulla *ratio* dell'art. 6 co. 4 d.lgs. 38/2005, di cui si è già detto<sup>527</sup>, si individua agevolmente il parallelismo con l'operazione di valutazione del conferimento in natura, volta a garantire che al capitale sociale siano imputati soltanto valori certi. In questi termini, ove si ammettesse che i plusvalori iscritti nella riserva da *fair value* nel bilancio della conferente confluissero automaticamente nel capitale sociale della conferitaria, a prescindere dalla loro concreta realizzazione, si eluderebbe la *ratio* del divieto previsto dall'art. 6 co. 4 citato (e quella che sta alla base della disciplina della valutazione dei conferimenti in natura), con gli evidenti riflessi sulla copertura del capitale sociale

---

conferimento e una normale alienazione contro prezzo – giunge a tale conclusione sostenendo che nel caso del conferimento «siamo in presenza di una vicenda traslativa che (...) impone di evidenziare (tutto e solo) il valore attuale dell'oggetto di conferimento» mentre nel caso disciplinato dall'art. 6 «la vicenda si risolve, di fatto, in una rivalutazione di alcuni cespiti aziendali che, come tale, non può di regola consentire un incremento del capitale sociale». Rispetto a tale osservazione, come si dirà meglio nel testo, si ritiene di poter osservare che la contraddizione evidenziata si pone quando la riserva da *fair value* indichi valori solo stimati ed incerti e comporti, quindi, l'individuazione del valore potenziale del conferimento, non di quello suo attuale-effettivo. Afferma, invece, l'esistenza dell'antinomia – definendola però “apparente” – PECORARO, *Formazione*, cit., 347 nt. n. 177; l'A. ritiene sufficiente al fine di superare il rischio di pregiudizio per l'effettività del capitale sociale della conferitaria derivante dall'imputazione dei valori indicati nella riserva ex art. 6, il controllo successivo degli amministratori e dell'organo di controllo sulla affidabilità della rilevazione contabile. Secondo il medesimo sarebbe, infatti, “convincente” adottare il correttivo dell'asseverazione dei plusvalori da *fair value* «con gli strumenti di cui agli artt. 2343 ss., comprese le risultanze contabili di cui alla lett. a), dell'art. 2343-ter c.c.».

<sup>527</sup> Cfr. *supra* testo e nt. n. 515.

della società che riceve il conferimento e lo capitalizza al valore complessivo di tali plusvalori.

Nel caso del conferimento valutato al *fair value*, il riconoscimento nella conferitaria dei plusvalori iscritti nella riserva ex art. 6 d.lgs. 38/2005 nel bilancio della conferente implicherebbe, infatti, l'imputazione al capitale di altra società (la conferitaria) di valori che possono rivelarsi solo potenziali, il cui realizzo dipende dai processi futuri di gestione e che al momento del conferimento non sono ancora "attuali" né effettivi. Questo effetto indesiderato appare ancor più inaccettabile quando la conferitaria rediga il proprio bilancio d'esercizio alla stegua dei principi contabili nazionali che, come si è già ricordato, elevano a principi fondamentali quelli della prudenza e della realizzazione.

In generale, poi, occorre considerare che non si tratta di una semplice operazione di cessione del bene contro un prezzo, rispetto alla quale le parti sono libere di determinare il corrispettivo dando già rilevanza in tal sede a eventuali prospettive reddituali del bene venduto, ma di un conferimento da imputare a capitale<sup>528</sup>, a cui «non fa seguito la corresponsione di un prezzo, bensì

---

<sup>528</sup> Ampiamente sostenuta è, infatti, la ricostruzione del conferimento in termini di negozio di natura associativa distinto dalla compravendita, che rientra, invece, nella categoria più generale dei contratti di scambio (e la cui disciplina viene richiamata per il conferimento ma nei limiti di compatibilità). Evidenziano la natura associativa dell'operazione di conferimento rispetto ai contratti di scambio, tra gli altri: FERRO LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, Giuffrè, 1971, 115 ss., 314 ss., il quale afferma che, ritenendo il conferimento caratterizzato da una specifica "destinazione all'attività" si può «superare la totale parificazione che viene operata dalla dottrina tra conferimento e prestazione nei contratti di scambio». Sul legame strumentale tra il bene conferito e l'attività d'impresa si è espressa anche la giurisprudenza (Cass., 20 agosto 1990, n. 8492, in *Giur. comm.*, 1992, II, 408, con nota di RIMINI, *Sulla natura e sulla funzione dei conferimenti di beni in proprietà nelle società per azioni*, *ivi*, 410 ss.), secondo cui: «l'intero fenomeno traslativo che scaturisce dal conferimento è radicalmente caratterizzato dalla destinazione che al bene apportato viene impressa». Per approfondimenti rispetto alla natura giuridica dell'operazione di conferimento si vedano altresì: RIMINI, *La mancata attuazione dei conferimenti in natura nelle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1993, 35 ss.; CASSOTTANA, *Rappresentazioni e garanzie nei conferimenti d'azienda in società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2006, 49 ss. Peculiare la posizione di CINCOTTI, *Il contratto*, *cit.*, 30 ss., il quale distingue all'interno dell'operazione di conferimento due distinti atti: la «conversione del valore» dell'entità conferitaria in un controvalore espresso in moneta azionaria e il «conferimento dello stesso a titolo di capitale sociale» ai quali l'A. riconosce rispettivamente «causa di scambio e causa associativa». Tale distinzione viene desunta in base alla considerazione che «allorquando si procede alla stima del conferimento in natura e si determina il prezzo di emissione delle nuove



l'attribuzione di un certo numero di azioni, dotate di un determinato valore»<sup>529</sup>, riguardo al quale vengono in rilievo anche interessi ulteriori (e potenzialmente configgenti) rispetto a quelli delle parti (conferente e società conferitaria)<sup>530</sup>.

Se si trattasse di una mera operazione di scambio il conferente – d'accordo con l'amministratore connivente – potrebbe offrire il proprio bene alla società contro un corrispettivo del tutto sproporzionato rispetto al valore del bene, dando

---

azioni, il conferente non è ancora socio, giacché non ha ancora sottoscritto le nuove azioni, né ha effettuato il suo apporto. Conseguentemente, i suoi interessi non coincidono né con quelli della società, né con quelli di coloro che sono già soci», ponendosi, anzi rispetto ad essi «astrattamente in contraddizione». Sulla base di tali riflessioni l'A. nega, quindi, la natura associativa ed organizzativa della fase della conversione del bene conferito in valore. Tuttavia, il medesimo riconosce che, al momento della «manifestazione del consenso traslativo volto a perfezionare il conferimento, gli interessi del conferente – a questo punto ormai socio – andranno a coincidere con quelli di tutti gli altri soci [...] e, pertanto, potrà esplicarsi appieno la funzione organizzativa del conferimento». Inoltre, riconosce che anche nella fase della conversione occorre tenere in considerazione che l'obbligo di stima comporta «l'obbligatoria identità tra valore del conferimento e valore delle azioni», con la conseguenza che i margini per una "valorizzazione negoziata del conferimento" si limitano alla «possibilità di conferire un bene per un valore inferiore a quello indicato dalla stima *ex art. 2343*» (37), tanto che «la "clausola correlativa del soprapprezzo" e la delibera di aumento di capitale della conferitaria adottata in esecuzione sarebbero illegittime ove il prezzo di emissione, nel concreto, dovesse determinare una *sopravalutazione* del conferimento e, parallelamente, una *svalutazione* del patrimonio della società conferitaria» (81).

<sup>529</sup> VITALI, *Op. cit.*, 741, dove ulteriori riferimenti bibliografici.

<sup>530</sup> Come si è già detto, a differenza di quanto avviene in caso di cessione di un bene le parti del negozio di conferimento (conferente e società) non sono libere di negoziare il valore del bene conferito non potendo prescindere dall'interesse degli altri soci e dei terzi all'integrità del capitale. Al riguardo v. FERRI, voce *Contratto plurilaterale*, in *Noviss. Dig. It.*, IV, Torino, Utet, 1959, 680, il quale evidenzia che il conferimento non è diretto alla realizzazione dell'interesse del singolo socio, ma a garantire i mezzi per l'esercizio in comune dell'attività d'impresa, e quindi, per tale via, a soddisfare l'interesse di tutti i soci (e dei terzi). Sul tema cfr., altresì, FERRUCCI-FERRENTINO, *Dell'azienda*, Milano, Giuffrè, 2006, 213 ss. i quali individuano la differenza principale tra una cessione di azienda e il suo conferimento nel fatto che in quest'ultima operazione «non vengono in rilievo (...) solo gli interessi di due parti contrattuali contrapposte, con la conseguenza che il tutto si traduce nella negoziazione di un prezzo di un affare, ma assume prevalente rilievo la tutela degli interessi degli altri soci e dei terzi all'integrità ed effettività del capitale sociale» (225). Inoltre, si è già evidenziato che la sopravvalutazione del conferimento comporterebbe un "*leverage-Effekt*", poiché il conferente, oltre a ricevere più azioni di quanto spettante in proporzione al valore effettivo del conferimento, continuerebbe anche a ricevere utili maggiori, in base al valore della propria quota di partecipazione (e non, invece, proporzionato al valore del bene in natura conferito): in questi termini v. per tutti nella dottrina tedesca PENTZ – PRIESTER – SCHWANNA, *Bar- und Sachkapitalaufbringung*, cit., 71.

luogo così a una sopravvalutazione del conferimento che, come si è più volte ricordato, costituisce il principale effetto che si intende scongiurare attraverso la disciplina della valutazione dei conferimenti<sup>531</sup>. Ed invero, come è stato osservato, «la vigenza del principio del *legal capital* e la rilevanza organizzativa delle vicende relative agli aumenti di capitale, determinano evidenti restrizioni alla libertà contrattuale degli amministratori in relazione alla predeterminazione del valore dei conferimenti e, quindi, alla fissazione del “prezzo” del conferimento»<sup>532</sup>.

E', dunque, proprio in considerazione degli interessi diversi da quelli del conferente il bene in natura che il legislatore predispose delle specifiche regole per la sua valutazione, finalizzate ad evitare che le parti determinino liberamente il corrispettivo in modo scollegato rispetto al valore effettivo del bene conferito<sup>533</sup>.

L'esigenza che il conferimento sia valutato in modo almeno pari al valore ad esso attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale (e dell'eventuale sovrapprezzo)<sup>534</sup> si riflette sull'integrità del capitale sociale che – in ordinamenti

---

<sup>531</sup> V. MARCHETTI P., *Spunti, cit.*, 208, che – con riferimento specifico al conferimento di azienda, ma formulando considerazioni applicabili ad ogni conferimento non in contanti (come osserva STRAMPELLI, *I regimi alternativi, cit.*, 213) – ha affermato che «l'esperto deve (...) non solo accertare, ma altresì dichiarare quale sia il valore oggettivo dell'azienda conferita. Non si tratta dunque di avallare l'effettività di valutazioni convenzionali, ma di render noti e diffondere attraverso la pubblicità legale, valori che si stimano oggettivi, indipendentemente dall'apprezzamento che le parti convengano di attribuire al conferimento». In termini analoghi, PORTALE, *Capitale sociale e conferimenti, cit.*, 30 ss. il quale, riferendosi ai beni oggetto di conferimento, afferma che si potrebbe prescindere «del tutto dalla considerazione del loro (eventuale) futuro prezzo di cessione, sempreché, naturalmente, venga rispettato il principio – desumibile dall'art. 2423, comma 2° e dallo stesso art. 2343 – che il criterio di stima applicato non deve portare all'esposizione, nel bilancio di apertura, di componenti patrimoniali aventi un valore fittizio». Cfr. altresì: MIOLA, *I conferimenti in natura, cit.*, 354; OLIVIERI, *I conferimenti, cit.*, 178 ss.; CASSOTTANA, *Rappresentazioni, cit.*, 117, il quale, con riferimento al conferimento d'azienda, osserva che «il disposto dell'art. 2343, comma 1, c.c. preclud[e] alle parti di interferire convenzionalmente nella determinazione del valore reale dell'azienda [...]». Così anche RIMINI, *La mancata attuazione, cit.*, 16, il quale sottolinea che «il contratto di società si inquadra in una dimensione d'investimento, dimensione quest'ultima che non consente di considerare il valore attribuito al conferimento del socio come un corrispettivo o una remunerazione della sua partecipazione». Per un recente studio sulle modalità di determinazione del c.d. “corrispettivo da conferimento” v. VITALI, *op. cit.*, 739 ss., dove si mettono in luce le differenze del conferimento rispetto ad un contratto di compravendita.

<sup>532</sup> Così CINCOTTI, *Il contratto, cit.*, 15; v. anche VITALI, *Op. cit.*, 744 ss.

<sup>533</sup> Cfr. MIOLA, *I conferimenti in natura, cit.*, 383 ss.

<sup>534</sup> Esigenza che, come noto, dopo la riforma delle società di capitali del 2003, si ritiene soddisfatta anche per effetto di assegnazioni non proporzionali in forza delle quali, tuttavia, il

giuridici come il nostro, ancora fondati su tale istituto (con le precisazioni di cui *infra* al § 6) – costituisce uno dei capisaldi irrinunciabili del sistema delle società dei capitali<sup>535</sup>.

Anche tenuto conto dell'opinione<sup>536</sup> secondo cui non vengono propriamente in rilievo le esigenze di prudenza che ispirano la redazione del bilancio di esercizio (in forza delle quali si giustificano iscrizioni secondo il criterio del costo storico) e, quindi, pur ammettendo una certa discrezionalità delle parti nel fissare il "corrispettivo" dell'operazione<sup>537</sup> – resta, comunque, fondamentale verificare (quanto meno) l'effettività dell'investimento, ossia che il socio conferente apporti effettivamente risorse di valore almeno pari al valore nominale

---

valore complessivo dei conferimenti risulti comunque almeno pari al valore nominale delle azioni complessivamente assegnate (cfr. art. 2346, co. 4 e 5, c.c.). V. al riguardo MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., 383 s.

<sup>535</sup> Come noto, invece, in ordinamenti dove non vige il principio del *legal capital*, il conferimento a titolo di capitale è stato inquadrato nell'ambito della teoria del *nexus of contracts* e considerato l'oggetto di un contratto di scambio, di cui vengono liberamente determinati il prezzo e i diritti sociali connessi. La teoria indicata trova le sue origini nella dottrina statunitense, tra cui: EASTERBROOK-FISHEL, *L'economia delle società per azioni*, Milano, Giuffré, 1996; COASE, *Impresa, mercato e diritto*, Bologna, Il Mulino, 1995; Per una ricostruzione della teoria in esame da parte della dottrina italiana v. MARCHETTI C., *La "nexus of contracts" theory. Teorie e visioni del diritto societario*, Milano, Giuffré, 2000; cfr., altresì, CINCOTTI, *Il contratto*, cit., 10 ss.

<sup>536</sup> In questi termini, MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., 354 testo e nt. n. 105; OLIVIERI, *I sistemi*, cit., 239 testo e nt. n. 34; STRAMPELLI, *I regimi alternativi*, cit., 213 ss. e in particolare 219 s.; FERRI JR., *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. not.*, 2008, 741 ss. che si esprime (§ 5.3.1) rispetto alla valutazione condotta ai sensi dell'art. 2343 c.c., affermando che il ruolo dell'esperto nominato dal Tribunale è «funzionale ad accertare che i soci investano effettivamente risorse di valore effettivo». L'A., però, conclude sostenendo che «si tratta (...) di verificare l'effettività dell'investimento, non anche quella del capitale», conclusione che non si condivide pienamente come indicato nel testo.

<sup>537</sup> Nei limiti indicati da VITALI, *Op. cit.*, 744 s., il quale – dopo aver ricordato che a seguito della riforma delle società di capitali si richiede l'attestazione che il valore dei beni conferiti sia *almeno pari* a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo senza che sia più necessario, invece, indicare la corrispondenza esatta tra tali valori – osserva che «il valore nominale e il sovrapprezzo delle azioni – in cui si sostanzia, in definitiva, il corrispettivo da conferimento – non rappresenta più il parametro per determinare le valutazioni dei beni conferiti», con la conseguenza che «il perito ex art. 2343 c.c. nell'adempimento della sua attività di verifica ed attestazione, può pertanto prescindere dal valore di emissione delle partecipazioni per concentrarsi sul rapporto tra la consistenza dei beni apportati rispetto alla copertura del capitale sociale». E', dunque, entro il limite massimo del valore individuato secondo la disciplina della stima del conferimento che si esplica la facoltà delle parti di commisurare il prezzo da conferimento.

delle azioni a questi destinate (e dell'eventuale soprapprezzo) e non ad esso inferiore in conseguenza della successiva (possibile) mancata realizzazione dei plusvalori da *fair value*.

Pertanto, pur non essendovi identità di fattispecie tra quella disciplinata dall'art. 6 d.lgs. 38/2005 e quella del conferimento in natura valutato al *fair value*, rispetto ad entrambe si pone la medesima esigenza di evitare che siano imputati al capitale valori solo probabili: in ambedue le fattispecie, infatti, sono accolte contropartite in funzione di valori correnti non concretamente realizzati ed è, quindi, possibile che si verifichi una lesione all'effettività del capitale sociale.

Ciò rende, dunque, opportuno individuare una soluzione che, tenendo conto di tale identità, permetta di superare il contrasto venutosi a creare per effetto dell'introduzione dell'art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c.

### **5.1. – Le possibili ricostruzioni per superare l'incoerenza tra l'art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c. e l'art. 6, co. 4, d.lgs. 38/2005. Critica.**

L'incoerenza delle due regole sopra citate potrebbe essere superata seguendo percorsi alternativi<sup>538</sup>.

Anzitutto, si potrebbe ritenere che con l'introduzione dell'art. 2343-ter c.c. si sia inteso superare la limitazione prevista dall'art. 6, co. 4, del d.lgs. 38/2005 e si sia così voluto rendere disponibile la riserva da *fair value*.

Il conferimento verrebbe conseguentemente imputato al capitale sociale al *fair value*, ossia al valore complessivo dei plusvalori iscritti a riserva nel bilancio della conferente, in modo automatico, senza che sia necessaria alcuna attestazione in ordine alla realizzazione di tali plusvalori (o, quanto meno, alla loro potenziale realizzazione all'interno del diverso contesto della società conferitaria)<sup>539</sup>.

---

<sup>538</sup> Su cui v. anche PECORARO, *Formazione, cit.*, 347, nt. n. 177.

<sup>539</sup> Per maggiori evidenze si riporta l'esempio già indicato nel precedente paragrafo, relativo al caso in cui il bene sia iscritto nel bilancio della società Alfa spa per un valore complessivo di 100, di cui 30 indichi il valore della riserva da *fair value*. Quando la società Alfa conferisce quel bene nella società Beta, in Beta si iscriverebbe a capitale il valore di 100, nonostante il bene, in

Una simile interpretazione, pur apparendo la più semplice e coerente con l'obiettivo di applicare al conferimento la valutazione contabile al *fair value*, non può essere condivisa poiché - comportando l'imputazione a capitale anche dei valori iscritti nel bilancio della conferente nella riserva da *fair value* - rischia di compromettere il già citato principio di effettività del capitale sociale.

Tale principio, ribadito dal legislatore della riforma del 2003 nell'art. 2346, co. 5, c.c., come si è già dimostrato in precedenza, sarebbe violato se si consentisse l'imputazione a capitale di valori soltanto probabili ed incerti. Il capitale sociale della conferitaria risulterebbe, infatti, formato in parte da valori non realizzati, con conseguente lesione della sua integrità<sup>540</sup>.

Occorre al riguardo ribadire che «le riserve da *fair value* sono 'instabili': oggi esistono, domani - sparita la plusvalenza a cui corrispondono - non esistono più. Di qui l'inopportunità di farle confluire nel capitale sociale, il quale deve - per definizione - essere certo e definitivo»<sup>541</sup>. Si metterebbe, pertanto, in pericolo l'effettiva copertura del capitale sociale, che dovrebbe, invece, rappresentare il principale obiettivo di ogni sistema di valutazione dei conferimenti, anche di quello alternativo del valore contabile di bilancio<sup>542</sup>.

Rispetto a tale soluzione, non appare del resto risolutiva nemmeno la verifica sulla persistenza del valore del bene conferito svolto dagli amministratori<sup>543</sup>, nel termine di trenta giorni dall'iscrizione della società (o della delibera di aumento) nel registro delle imprese, ai sensi dell'art. 2343-*quater* c.c., poiché, anzitutto, così la corretta formazione del capitale sociale sarebbe, di fatto, affidata alla correttezza dell'operato dell'organo amministrativo, anziché essere

---

quel momento, abbia un valore sicuro ed accertato di soli 70 e un valore di 30 soltanto sperato, mentre in Alfa i plusvalori corrispondenti alla riserva troverebbero effettiva realizzazione (in quanto ad Alfa sarebbe data in cambio una partecipazione del valore di 100).

<sup>540</sup> Cfr. STRAMPELLI, *Le riserve*, cit., 313.

<sup>541</sup> COLOMBO, *Il regime*, cit., 1340.

<sup>542</sup> Cfr. OLIVIERI, *I sistemi*, cit., 238 s.; STRAMPELLI, *I regimi alternativi*, cit., 215.

<sup>543</sup> Come, invece, sembrerebbe suggerire PECORARO, *Formazione*, cit., 348, nt. n. 177, secondo il quale «l'art. 2343-*ter*, comma secondo, lett. a), c.c., potrà legittimamente essere invocato allo scopo di imputare il *fair value* dei beni iscritti in bilancio al capitale di una "diversa" società (società beneficiaria dell'attribuzione patrimoniale), i cui organi direttivi e di controllo avranno eventualmente ritenuto affidabile la "rilevazione contabile" come tecnica di valutazione cd. alternativa alla stima dell'esperto nominato dal tribunale».

garantita dal procedimento (preventivo) di stima dei beni conferiti. La verifica sul valore effettivo del conferimento non precederebbe la costituzione della società (quando il conferimento è effettuato in fase costitutiva), ma sarebbe ad essa successiva, con il rischio di veder nascere società in violazione dei requisiti richiesti dalla Seconda direttiva<sup>544</sup>. E' invero fondamentale verificare la formazione effettiva del capitale sociale minimo prima che la società entri a far parte del mondo giuridico come società per azioni, attraverso l'iscrizione nel registro delle imprese, al fine di tutelare non solo (e non tanto) gli interessi degli azionisti, ma anche quelli dei creditori sociali. Pertanto tale verifica non può essere posticipata ad un momento successivo<sup>545</sup>.

Tale rilievo, peraltro, vale solo per la fase costitutiva, mentre non è puntuale rispetto al conferimento effettuato a seguito di un aumento di capitale, situazione in cui non si pone un problema di compatibilità con i dettami della Seconda direttiva in punto di costituzione della società per azioni.

(Anche) rispetto a tale fase vale, però, un'altra più conferente osservazione, ossia che il controllo previsto dall'art. 2343-*quater* c.c. a carico degli amministratori ha un contenuto e presupposti specifici, essendo condizionato alla rilevazione di «fatti nuovi *rilevanti* tali da modificare *sensibilmente* il valore dei beni o dei crediti conferiti» [n.d.r.: corsivi aggiunti]. Esso è, quindi, limitato all'intervento di "fatti nuovi", ossia sopravvenuti ed anomali<sup>546</sup> e non pare che in tale espressione rientri anche l'accertamento della realizzazione dei plusvalori da *fair value*.

Tra l'altro, anche volendolo considerare rientrante nel controllo *ex art.* 2343-*quater* c.c., l'unico parametro di riferimento previsto dalla norma è quello della "rilevanza" dei fatti nuovi, nel senso che l'intervento degli amministratori

---

<sup>544</sup> Come si è già ricordato nel I capitolo, l'art. 10 della Seconda direttiva richiede che la verifica del valore sia effettuata «prima della costituzione della società o prima che essa ottenga l'atto autorizzante l'inizio della propria attività».

<sup>545</sup> Così PENTZ – PRIESTER – SCHWANNA, *Raising Cash*, cit., 60, dove si evidenzia che «*a preventive control is crucial for creditors in order to have an accurate understanding of the company's initial assets at the formation of the company. If there is no recoverability check, creditors would be required to seek for additional information and suffer additional transaction costs*». V. Anche PORTALE, *Conferimenti in natura ed effettività del capitale*, cit., 65 ss.

<sup>546</sup> In questi termini SALAMONE, *Op. cit.*, § 3.2.

scatta obbligatoriamente solo nel momento in cui gli stessi ritengano che i fatti nuovi riscontrati siano in grado di «modificare sensibilmente il valore dei beni o dei crediti conferiti». Come si è già osservato<sup>547</sup>, non è previsto alcun criterio che spieghi quando la modifica dei valori sia da considerare “sensibile”<sup>548</sup>, con la conseguenza che i margini di discrezionalità che già di norma caratterizzano la verifica sulla valutazione del valore dei conferimenti in natura (ex art. 2343, co. 3, c.c.) sono qui ampliati dalla scarsità di elementi oggettivi a cui agganciare e parametrare il giudizio degli amministratori<sup>549</sup> (il che implica, di riflesso, maggiori difficoltà nella ricostruzione, poi, del percorso seguito dai medesimi e, quindi, nella fase eventuale dell’accertamento delle loro responsabilità).

Senza contare che, come noto – soprattutto nelle società c.d. “chiuse” – gli amministratori sono spesso espressione del socio di maggioranza e le loro valutazioni potrebbero, perciò, non essere sempre imparziali e risultare condizionate proprio da tale particolare rapporto (soprattutto ove il conferimento in natura da valutare sia effettuato dal socio di maggioranza o da soggetti a lui vicini)<sup>550</sup>.

Scartata, dunque, la prima ricostruzione, al fine di risolvere il problema dell’incoerenza tra l’art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c. e l’art. 6, co. 4, d.lgs. 38/2005 si potrebbe alternativamente ammettere l’imputazione al capitale della conferitaria dei valori indicati nel bilancio della conferente nella riserva da *fair value* a condizione che il plusvalore derivante dall’iscrizione a *fair value* sia asseverato ai

---

<sup>547</sup> V. *supra*, capitolo I, § 6.

<sup>548</sup> A differenza di quanto avviene, ad esempio, in Germania dove, come spiegato al capitolo II, § 3, il legislatore tedesco ha espressamente precisato quando la modifica debba ritenersi significativa.

<sup>549</sup> Mentre nell’art. 2343 c.c. è espressamente indicato quando la minusvalenza deve ritenersi rilevante (solo se supera il quinto del valore attribuito in sede di conferimento), nell’art. 2343-*quater* c.c. si fa riferimento genericamente al termine “sensibilmente”. Sul rischio che gli amministratori siano indotti a «fornire più facilmente “*misleading information about their expectations*”» per effetto di valutazioni condotte in considerazione anche di aspettative future v. FORTUNATO, *Dal costo storico, cit.*, 345 ss. (in particolare a pagina 371).

<sup>550</sup> In tal senso v. NOTARI, *The Appraisal, cit.*, 75 il quale osserva che: «*above-all in closed companies controlled by a single party or a small number of members, directors are often the direct expression of the member’s will, or even the same as the members*».

sensi dell'art. 2343 e ss. c.c. (o, al più, applicando il criterio previsto dalla lettera b) dell'art. 2343-ter c.c.).

Anche tale soluzione, tuttavia, non convince: anzitutto l'art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c. implica – come è stato osservato – l'imputazione a capitale della società conferitaria del *fair value* del bene «a prescindere da qualsiasi altra valutazione»<sup>551</sup> non essendo espressamente previsti dalla norma ulteriori controlli o attestazioni.

Ma ancor più dirimente è la considerazione che, sebbene l'interpretazione in esame potrebbe risolvere (almeno in linea di principio) il problema dell'accertamento del plusvalore attraverso la perizia di stima effettuata dall'esperto (nominato dal tribunale *ex art.* 2343 c.c. o dalle parti *ex art.* 2343-ter, co. 2, lett. b), c.c. se si aderisce alla interpretazione, peraltro criticabile, che estende quest'ultima norma al caso della perizia elaborata *ad hoc*<sup>552</sup>), contemporaneamente,

---

<sup>551</sup> Così NOTARI, *Il regime, cit.*, 79.

<sup>552</sup> Molto probabilmente in questi casi la perizia *ex art.* 2343-ter, co. 2, lett. b), c.c. sarebbe una perizia richiesta *ad hoc* e non già preesistente, avendo ad oggetto solo i plusvalori iscritti nella riserva da *fair value*. Il riferimento ad una perizia elaborata *ad hoc* per la valutazione del conferimento in natura sembrerebbe ammissibile alla luce del dettato dell'articolo 2343-ter, co. 2, lett. b), c.c. e dell'intento del legislatore italiano, nonché confermato dal particolare regime di responsabilità previsto per l'esperto. Più precisamente, a sostegno di tale conclusione (come rileva NOTARI, *Il regime, cit.*, 84) si porrebbe, anzitutto, la Relazione al d.lgs. n. 142/2008 che considera la possibilità di avvalersi di una stima richiesta *ad hoc* come circostanza "probabile" (così il commento all'art. 1, comma 2, lett. a) . Inoltre, il legislatore del 2010, consapevole del dibattito dottrinale sorto sulla questione rispetto alla versione originaria del criterio della perizia di stima di parte, ha deciso di mantenere il testo precedente e "permissivo" della norma. In questo senso sarebbe significativa la Relazione al decreto legislativo n. 224/2010, in cui si precisa che la mancata modifica della disposizione volta a chiarire l'aspetto in esame non è il frutto di una dimenticanza ma è intenzionale ed è diretta a confermare l'impianto normativo preesistente che consente la redazione di una valutazione *ad hoc* per il conferimento. Infine (come rilevato da OLIVIERI, *I sistemi, cit.*, 231), «una indiretta conferma della sua fondatezza può ricavarsi anche dal peculiare regime di responsabilità dell'esperto previsto dalla disposizione in esame, che sembrerebbe riferirsi proprio alle perizie commissionate *ad hoc* dal socio che intenda conferire il bene in natura, mentre – paradossalmente – appare difficilmente applicabile a quelle già rese ad altri fini». Sposano questa interpretazione, oltre agli Autori già citati, ABRIANI, *Il nuovo regime, cit.*, 308; FERRI JR., *La nuova disciplina, cit.*, 269; NIGRO, *La nozione di capitale, cit.*, 738, nt. n. 110; la massima n. 105 del Consiglio Notarile di Milano, che recita «La "valutazione precedente di non oltre sei mesi il conferimento" prevista dall'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), c.c., può consistere sia in una valutazione commissionata ed eseguita al solo fine di effettuare il conferimento avvalendosi del regime alternativo di cui agli artt. 2343-ter e seguenti c.c., sia in una valutazione già eseguita ad altri fini, purché rispondente ai requisiti richiesti dalla norma sopra citata. La perizia di cui ci si avvale ai fini del conferimento ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b),



però, annulla i benefici che stanno alla base dell'introduzione del criterio alternativo del valore contabile di bilancio. Si sminuirebbe, infatti, completamente di significato la previsione del criterio alternativo di valutazione previsto dall'art. 2343-ter c.c. che non verrebbe utilizzato nella pratica, posto che non porterebbe ad alcuna semplificazione, dovendosi comunque procedere ai sensi dell'art. 2343 c.c. (o dell'art. 2343-ter, co. 2, lett. b), c.c.) almeno per la parte di plusvalore iscritto in riserva.

La deroga al regime ordinario di stima è, infatti, conveniente per l'operatore pratico solo se riguarda la totalità del conferimento e, nel caso di specie, risulterebbe, perciò, probabilmente preferibile seguire il criterio alternativo della perizia non giurata per l'intero conferimento (sempre se si aderisce alla ricostruzione per cui sarebbe possibile richiedere una perizia *ad hoc* ai sensi dell'art. 2343-ter, co. 2, lett. b, c.c.).

---

c.c., non deve essere necessariamente asseverata di giuramento. Il termine di sei mesi richiesto dalla norma decorre dalla data a cui è riferita la valutazione peritale e deve ritenersi rispettato: (i) in sede di costituzione della società, qualora entro i sei mesi sia sottoscritto l'atto costitutivo; (ii) in sede di aumento di capitale, qualora entro i sei mesi sia eseguito il conferimento in natura».

Tale ricostruzione, però, si pone in contrasto con il dettato della direttiva 2006/68/CE e con la sua *ratio* (come osserva lo stesso OLIVIERI, *Op. cit.*, 231). Leggendo, infatti, il terzo Considerando della Direttiva (quando prevede che «gli Stati membri dovrebbero avere la facoltà di permettere alle società per azioni [...] di non dover ricorrere ad un'apposita valutazione da parte di un esperto, qualora già esista un parametro di riferimento chiaro per la valutazione del conferimento»; n.d.r.: corsivo aggiunto) e il testo della Direttiva medesima (laddove richiede che il «valore equo sia già stato valutato da un esperto indipendente abilitato»: così l'art. 10-bis, par. 2) sembrerebbe che il provvedimento europeo richieda la preesistenza della stima. Anche rispetto a questa fattispecie potrebbe, quindi, porsi - analogamente alla questione relativa alla interpretazione del richiamo al concetto di *fair value* - un tema di applicabilità conforme ai precetti della direttiva comunitaria, in forza della quale il criterio della perizia dell'esperto nominato dalle parti sarebbe utilizzabile solo in presenza di una perizia già disponibile. Tra l'altro, come osservato da OLIVIERI, *Op. cit.*, 231 s., accedendo alla tesi permissiva, si giungerebbe al paradosso di «assoggettare la società per azioni ad un sistema di valutazione dei conferimenti in natura addirittura meno garantista di quello (già piuttosto semplificato) previsto dalla riforma organica del 2003 per i conferimenti in natura nella s.r.l. dove, come noto, si richiede in ogni caso il deposito di una relazione giurata di stima da parte di un esperto professionalmente qualificato (art. 2465 c.c.)». Critici rispetto all'ammissibilità di una perizia *ad hoc* anche ENRIQUES-GARGANTINI, *Op. cit.*, 375, nt. n. 159, i quali osservano che se si aderisce alla tesi positiva «la disciplina generale in materia di conferimenti in natura - e in particolare la necessità che l'esperto sia designato o autorizzato da un'autorità amministrativa o giudiziaria - risulterebbe di fatto svuotata».

Tra l'altro, occorrerebbe vagliare la compatibilità di una tale soluzione rispetto al contenuto e ai propositi della direttiva 2006/68/CE, che, come si è già più volte detto, muove da una istanza di semplificazione della disciplina tradizionale di valutazione dei conferimenti in natura.

Il problema dei tempi e dei costi di una nuova valutazione rilasciata da un soggetto esterno potrebbe essere risolto affidando il compito di accertare la realizzazione dei plusvalori da *fair value* al conferente<sup>553</sup> oppure agli amministratori<sup>554</sup>.

Nemmeno tale correttivo pare, però, accettabile.

Nella prima ipotesi il soggetto che intende conferire il bene dovrebbe effettuare la verifica alla stregua di un'operazione di valutazione spesso molto complessa che potrebbe richiedere particolari conoscenze tecniche - per la quale il socio sarebbe, quindi, probabilmente costretto a rivolgersi comunque ad un esperto - e la cui correttezza dovrebbe poi essere verificata accentuando il controllo degli amministratori ai sensi dell'art. 2343-*quater* c.c. In assenza di un'adeguata verifica da parte degli amministratori, infatti, il criterio del valore di bilancio comprendente i plusvalori da *fair value* - come appurati dal socio (senza l'intervento di un esperto indipendente) - potrebbe risolversi in una sorta di "autocertificazione" del socio conferente, con il rischio di indebite sopravvalutazioni del bene da conferire, soprattutto ove la valutazione del conferimento non derivi da una meccanica trasposizione del valore di bilancio, ma sia effetto di una rielaborazione e integrazione dello stesso da parte del conferente<sup>555</sup>. Il che porrebbe anche l'ulteriore eventualità dell'insorgere di

---

<sup>553</sup> Sulla soluzione dell'autonomia negoziale nella determinazione della valutazione dei conferimenti e il relativo problema di tutela dei terzi v. DE STASIO, *Op. cit.*, 23 ss.

<sup>554</sup> Come pare invece suggerire OLIVIERI, *I sistemi, cit.*, 239.

<sup>555</sup> Sul rischio che la valutazione del conferimento in natura effettuata secondo il criterio del valore contabile di bilancio possa tradursi in una sorta di "autocertificazione" del conferente, ove «l'individuazione del valore equo da attribuire al conferimento non consista (né si esaurisca) in una mera trasposizione di dati dal bilancio della società conferente a quello della società conferitaria, ma presupponga una elaborazione, talvolta anche complessa, di quei dati da parte del socio conferente» v. OLIVIERI, *I sistemi, cit.*, 232 s., il quale in tal caso osserva che «sarebbe lecito nutrire dubbi sulla possibilità di avvalersi del criterio alternativo in esame» poiché si metterebbe «a repentaglio l'integrità del capitale sociale».

contenziosi tra la società (o comunque gli altri soci) e il socio conferente in relazione all'autocertificazione dei plusvalori, in contrasto con l'obiettivo di velocizzare il procedimento.

Analogamente, l'affidamento agli amministratori dell'accertamento dei plusvalori da *fair value* presterebbe il fianco a possibili sopravvalutazioni<sup>556</sup> dei beni oltre il loro valore attuale, alla luce delle perplessità già evidenziate rispetto a un loro intervento nella verifica della copertura del capitale sociale<sup>557</sup>.

Inoltre perderebbe di significato la previsione contenuta nell'art. 2343-*quater* c.c. che affida all'organo amministrativo il compito di effettuare il successivo controllo sull'eventuale modifica (sensibile) del valore del bene conferito per effetto dell'intervento di «fatti nuovi rilevanti». Se, infatti, fosse attribuito all'amministratore il compito di accertare la sussistenza dei plusvalori al momento del conferimento si configurerebbe la situazione, poco desiderabile, in cui l'amministratore sarebbe successivamente chiamato a svolgere una funzione rispetto alla quale si porrebbe quale controllore di se stesso.

Scartata, quindi, anche la seconda soluzione esaminata, onde recuperare la coerenza tra l'art. 2343-*ter*, co. 2, lett. a), c.c. e l'art. 6, co. 4, d.lgs. 38/2005 si potrebbe ritenere necessario procedere ad un'eventuale sottovalutazione del bene, che verrebbe conferito al valore epurato dai plusvalori da *fair value*.

---

<sup>556</sup> Sul rischio di sopravvalutazione per il caso in cui sia rimesso agli amministratori il compito di determinare il valore reale del bene conferito v. STRAMPELLI, *I regimi alternativi*, cit., 222, nt. n. 34; PORTALE, *I bilanci straordinari delle società per azioni* (Appunti), in *Riv. soc.*, 1978, 348 s. testo e note, il quale (con riferimento all'art. 2343 c.c. vigente *ante* riforma 2003, ma con riflessioni che possono estendersi al caso di specie) osserva che «il legislatore, con l'art. 2343 c.c., ha attribuito agli amministratori e ai sindaci il potere di correggere direttamente le eventuali sopravvalutazioni contenute nella relazione giurata, ma non anche le sottovalutazioni: se così non fosse perderebbe ogni significato la disposizione del primo comma dell'art. 2343 (dettata soprattutto a tutela del principio dell'esatta formazione del capitale sociale)»; MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., 404 s. testo e nt. n. 221, dove l'A. afferma che «del resto, la valutazione compiuta dalla società (n.d.r. ossia per il tramite dei suoi amministratori) non può considerarsi veritiera, in quanto quest'ultima è parte in causa».

<sup>557</sup> Al riguardo è utile, altresì, richiamare le considerazioni svolte dalla dottrina in relazione alla incompatibilità tra le funzioni di esperto e quelle di amministratore, elaborate con riferimento all'art. 2343 c.c., ma applicabili anche alla situazione in esame stante l'evidente analogia con il compito di accertamento dei plusvalori effettuato nell'ipotesi delineata dall'amministratore rispetto a quella dell'esperto. Sul punto v., per tutti, MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., 334 ss., ove ulteriori riferimenti.

Il socio dovrebbe così acconsentire ad attribuire al conferimento il (minor) valore al quale il cespite è appostato in bilancio al netto della riserva da plusvalori da *fair value*, rinunciando in tal modo a far emergere in quella sede il valore 'pieno' (ma solo potenziale) del bene. In altre parole, il socio accetterebbe una svalutazione del conferimento (peraltro solo eventuale per il caso in cui, anche rispetto al contesto della società conferitaria e alla luce dell'andamento del mercato, si concretizzassero i plusvalori da *fair value*).

Come già accennato, la possibilità di procedere ad una sottovalutazione del conferimento è generalmente ammessa in dottrina<sup>558</sup>, anche alla luce dell'art. 2343 c.c. che richiede soltanto che il valore dei beni conferiti sia almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo.

Tuttavia, nel caso di specie, non convince poiché – fermo il rilievo che per il conferente ciò rappresenterebbe un costo non necessariamente accettabile – non conduce alla valorizzazione di valori attuali<sup>559</sup>.

Ragionando in questi termini, infatti, si potrebbe giungere a rettificare il valore di *fair value* eliminando tutte le variazioni in incremento dopo l'iscrizione originale, il che equivarrebbe a prendere in considerazione valori individuati in

---

<sup>558</sup> Al riguardo v. OLIVIERI, *I sistemi*, cit., 233; STRAMPELLI, *I regimi alternativi*, cit., 220 ss. testo e nt. n. 30, che prende in esame il fenomeno della sottovalutazione del conferimento rispetto all'utilizzo di iscrizioni in bilancio effettuate al costo storico (bilanci non IAS-compliant), negando che possa verificarsi ove il bilancio sia redatto in conformità agli IAS/IFRS (v. 221 testo e nt. n. 33). Le considerazioni formulate dall'A. valgono peraltro in ogni ipotesi di conferimento in natura iscritto a un valore pari al costo, come quella in esame. L'A. al riguardo osserva che «la sottovalutazione del conferimento che verrebbe a determinarsi ove (come ammesso dalla tesi qui non condivisa) si attribuiscono ai beni conferendi i valori "storici" (...) sembra in realtà costituire un *tertium genus* di sottovalutazione, non configurabile prima della recente riforma: l'eventuale sottovalutazione emergente dal regime *ex art. 2343 ter c.c.* è da assimilare alla sottovalutazione operata dall'esperto, in quanto in entrambi i casi risulta dal procedimento legale di stima del valore effettivo dei beni conferiti». In generale sul tema della sottovalutazione del conferimento cfr., per tutti, MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., 389 ss.

<sup>559</sup> A cui già la dottrina riconduceva anche gli obiettivi della valutazione operata secondo il sistema "tradizionale", ossia ai sensi dell'art. 2343 c.c.: al riguardo v. FERRI JR., *Struttura finanziaria*, cit., § 5.3.1, secondo cui anche l'esperto nominato dal Tribunale deve aver riguardo al «valore effettivo, e dunque, di mercato, del bene conferito» poiché la sua valutazione «risulta infatti funzionale ad accertare che i soci investano effettivamente risorse di valore effettivo».

conformità al principio del costo storico. Una simile conclusione – come si è già anticipato – non pare coerente né con il tenore letterale dell’art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c., che richiede pur sempre l’impiego di valori “equi”<sup>560</sup>, né con la funzione assoluta dalla disciplina di stima dei conferimenti in natura<sup>561</sup>.

Inoltre, se si acconsentisse alla sottovalutazione del conferimento, si porrebbe poi il tema della possibilità di formazione di riserve occulte<sup>562</sup>, nel caso in cui, successivamente, il conferimento si rivelasse effettivamente di valore superiore a quello imputato a capitale in conseguenza della realizzazione dei plusvalori stimati<sup>563</sup>.

A prescindere da una valutazione di ammissibilità di tali riserve, è evidente che la determinazione di riserve occulte per effetto della sottovalutazione contrasterebbe col principio di rappresentazione veritiera e corretta e con la stessa

---

<sup>560</sup> Così FERRI JR., *La nuova disciplina*, cit., 270 s.; OLIVIERI, *I sistemi*, cit., 238; CARATOZZOLO, *Il «valore equo»*, cit., 1215 s.; STRAMPELLI, *I regimi alternativi*, cit., 219.

<sup>561</sup> In questi termini anche STRAMPELLI, *I regimi alternativi*, cit., 213 ss. e in particolare 219; nonché per tutti MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., 354 testo e nt. n. 105.

<sup>562</sup> Con la conseguente possibile distribuzione come utili dei plusvalori non imputati a capitale sociale o l’utilizzo degli stessi ai fini della copertura di perdite «senza che i soci o i terzi si rendano conto della loro esistenza, e quindi svuotando il bilancio di esercizio della funzione di verifica della conservazione dell’integrità del capitale sociale»: MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., 398, nt. n. 212. Sul problema delle riserve occulte cfr. altresì: ROSSI, *Utile di bilancio, riserve e dividendo*, Milano, Giuffrè, 1957, 32 ss.; ID., *Verità di bilancio e costituzione di riserve occulte*, in *Riv. dir. comm.*, 1957, I, 19 ss., che propende per la liceità, anche a fronte dei risultati dell’analisi comparatistica e delle ragioni che possono giustificare la creazione (tra cui individua «la necessità di avere dividendi stabili da un lato e di autofinanziarsi dall’altro»); diversamente PETTITI, *Contributo allo studio del diritto dell’azionista al dividendo*, Milano, Giuffrè, 1957, 122 ss., il quale evidenzia il pericolo che «ogni sottovalutazione dell’attivo può portare a una distribuzione di utili non realmente conseguiti, in violazione dell’art. 2433 e di quell’interesse dei creditori sociali cui si ispira la disciplina giuridica del bilancio azionario» e conclude, quindi, aderendo alla tesi della inammissibilità di riserve occulte. Sul tema cfr. altresì: TANTINI, *Capitale e patrimonio nelle società per azioni*, Padova, Cedam, 1980, 104 ss.; STRAMPELLI, *I regimi alternativi*, cit., 221; GALGANO, *Trattato di diritto civile: Le società in genere. Le società di persone. Le società di capitali. I gruppi di società. Il fallimento. E le altre procedure concorsuali. Indici generali*, Wolters Kluwer Italia, 2010, 461 s., che lo definisce una forma «illecita, di autofinanziamento tacito».

<sup>563</sup> Come noto, infatti, le riserve occulte «per essere tali, devono essere vere e proprie riserve, corrispondere cioè ad utili accantonati, ovvero a plusvalenze patrimoniali: ne consegue che una valutazione prudenziale, non determina, di per sé, una riserva occulta» (TANTINI, *op. cit.*, 106) essendo, invece, necessario che i plusvalori “occultati” si siano effettivamente concretizzati.

funzione informativa del bilancio e implicherebbe la necessità di individuare (a sua volta) degli ulteriori correttivi<sup>564</sup>.

Tra l'altro, in conseguenza della sottovalutazione, il conferente accetterebbe di ricevere un numero inferiore di azioni rispetto al numero a cui avrebbe avuto diritto in caso di riconoscimento dei plusvalori iscritti a riserva, con risultati peculiari.

Da un lato, ove fosse data evidenza dei plusvalori da *fair value* nel bilancio della conferitaria, attraverso la loro iscrizione a riserva (come suggerito dalla dottrina al fine di superare il problema delle riserve occulte), dal momento in cui si verifica la realizzazione dei plusvalori, la riserva diverrebbe disponibile e ciò a favore di tutti i soci, poiché potrebbe essere utilizzata, per esempio, ai fini di un aumento gratuito del capitale. Su tali plusvalori, pertanto, il socio conferente non potrebbe vantare alcun diritto ulteriore a quello di partecipare all'eventuale aumento gratuito del capitale con gli altri soci e in proporzione alle rispettive partecipazioni<sup>565</sup>.

In secondo luogo, per quanto attiene alla rappresentazione contabile dell'operazione di conferimento nel bilancio della conferente, la rinuncia a far valere, in sede di assegnazione delle azioni, il maggior valore indicato in riserva

---

<sup>564</sup> In considerazione di ciò, parte della dottrina ritiene necessario che la plusvalenza emerga in bilancio «al pari di quanto avviene per il soprapprezzo, attraverso la sua iscrizione al passivo tra le riserve»: in questi termini MIOLA, *I conferimenti in natura*, cit., 397, nt. n. 212; così anche DI PAOLO, *Brevi riflessioni in tema di eccedenza da conferimento e procedimento di revisione della stima*, in *Vita notarile*, 1996, 757 ss. Ritiene, invece, che l'iscrizione in bilancio del cespite al suo valore effettivo sia soltanto eventuale e lasciata alla determinazione della maggioranza assembleare PISANI MASSAMORMILE, *I conferimenti*, cit., 73. Nel caso di specie, peraltro, la soluzione individuata in dottrina di trattare la riserva come un soprapprezzo non è risolutiva. Qui, infatti, a differenza del conferimento sottovalutato per prudenza, rispetto al quale esiste una plusvalenza certa, i plusvalori da *fair value* non sono realizzati al momento del conferimento e quindi l'applicazione immediata del regime della riserva soprapprezzo non risolve il problema dell'eventuale imputabilità a capitale di valori volatili.

<sup>565</sup> In altre parole, il conferente effettuerebbe così una liberalità indiretta a favore degli altri soci, poiché il valore ulteriore non evidenziato in bilancio resterebbe acquisito alla società, e «sarebbe, in caso di liquidazione o di distribuzione degli utili derivanti dall'alienazione del cespite originariamente sottovalutato, attribuito proporzionalmente alle partecipazioni sottoscritte da ciascun socio, non essendo possibile far rilevare il maggiore apporto»: così PAOLINI, *Sottovalutazione di conferimento in natura, iscrizione di riserva e neutralità fiscale*, in *Quesiti di impresa*, n. 89-2006/I.

comporterebbe la mancata realizzazione dei plusvalori di cui bisognerebbe dare evidenza nel bilancio della conferente. Come anticipato, infatti, il vincolo di indisponibilità della riserva *ex art. 6, co. 4, d.lgs. 38/2005* viene meno automaticamente (e si deve riclassificare la riserva come disponibile)<sup>566</sup> solo al momento della sua effettiva realizzazione, che si verifica o per effetto della cessione del bene a cui essa fa riferimento al valore comprensivo della stessa o a seguito di ammortamento.

Ove, però, si procedesse come indicato e si attribuissero quindi al conferente azioni in contropartita del conferimento effettuato per un valore non comprensivo del plusvalore iscritto in riserva, questa non troverebbe effettiva realizzazione e implicherebbe la registrazione dell'azzeramento della riserva precedentemente iscritta<sup>567</sup> (nel caso in cui la riserva non sia passata per il conto economico e quindi non sia stata calcolata nel risultato dell'esercizio) o di una minusvalenza (nel caso in cui la riserva sia passata per il conto economico)<sup>568</sup>.

## 5.2. – Una proposta di soluzione.

Escluse le precedenti ricostruzioni astrattamente ipotizzabili, si deve concludere che il correttivo per sanare il contrasto citato è quello di affermare la prevalenza della regola prevista dall'art. 6, co. 4, del d.lgs. 38/2005 e,

---

<sup>566</sup> Ai sensi del co. 3 dell'art. 6 secondo cui «la riserva di cui al comma 2 si riduce in misura corrispondente all'importo delle plusvalenze realizzate, anche attraverso l'ammortamento».

<sup>567</sup> In applicazione del co. 3 dell'art. 6 d.lgs. 38/2005 che prevede la riduzione della riserva in misura corrispondente all'importo delle plusvalenze «divenute insussistenti per effetto della svalutazione». Al riguardo v. QUAGLI, *Le «riserve IAS», cit.*, 748 ss.

<sup>568</sup> Utilizzando l'esempio già citato, rispetto a un conferimento iscritto per un valore complessivo di 100 nel bilancio della conferente, di cui 30 rappresentati in una riserva da *fair value*, la conferente riceverebbe dalla conferitaria azioni per 70 e nel suo bilancio occorrerebbe registrare l'azzeramento della riserva di 30 o una minusvalenza di pari valore. Rispetto alla registrazione della minusvalenza v. QUAGLI, *Le «riserve IAS», cit.*, 750, il quale precisa che se la riserva riguarda utili di esercizio transitati per il conto economico la registrazione della minusvalenza si impone, non potendosi operare una mera riduzione della riserva *ex art. 6*, in virtù del principio «"asimmetrico" tra plusvalenze e minusvalenze» fissato nella Relazione Illustrativa al d.lgs. 38/2005.

conseguentemente, la sua applicazione anche al caso del conferimento in natura: nel bilancio della società conferitaria dovrà, quindi, essere iscritta una riserva, avente le medesime caratteristiche di quelle disciplinate dall'art. 6, formata dai plusvalori da *fair value*, non ancora realizzati ma soltanto stimati, relativi al conferimento in natura<sup>569</sup>.

Tale soluzione è quella che in assoluto convince di più in quanto maggiormente coerente con l'impianto normativo individuato dal legislatore sia rispetto ai principi che regolano la disciplina del capitale sociale (e delle iscrizioni in bilancio secondo i principi contenuti nel codice civile), sia rispetto al sistema dei principi contabili internazionali per come adottati dal legislatore italiano.

Tra le due norme in contrasto (art. 6, co. 4, d.lgs. 38/2005, da un lato, e art. 2343-ter, co. 2, lett. a, c.c., dall'altro) deve prevalere la prima, poiché norma in grado di tutelare l'effettività del capitale sociale, a cui devono tendere anche le norme che regolano il procedimento di valutazione dei conferimenti in natura, qualsiasi esse siano (art. 2343 o art. 2343-ter c.c.)<sup>570</sup>.

---

<sup>569</sup> In un caso simile afferma, invece, l'applicabilità del regime della riserva da sovrapprezzo CARATOZZOLO, *Applicazione, cit.*, 1473 s., il quale si esprime sulle c.d. "riserve da *business combination*" che possono crearsi a fronte dell'applicazione dell'IFRS 3 già citato, anche in operazioni di conferimento. L'A. dà conto della necessità di individuare una disciplina per tali riserve quando l'esistenza dei plusvalori contenuti nella riserva non sia stata confermata dall'esperto ex art. 2343 (come avviene nel conferimento al *fair value* in esame). Rispetto a tale situazione l'A. ritiene di difficile applicabilità le disposizioni dell'art. 6, d.lgs. n. 38/2005 sulla indisponibilità della riserva, per la ritenuta «diversità di natura», fondata sulla considerazione che «le riserve da *business combination* che sono una parte del costo di acquisizione di un'azienda e scaturiscono da un'operazione economica già conclusa costitu[iscono] perciò utili o incrementi patrimoniali realizzati». In tal caso, anche l'A. evidenzia che «la parte non confermata resta priva delle garanzie di effettività e stabilità del valore che si ritengono generalmente necessarie per la "disponibilità" di tali riserve» e propone «di tener distinta la riserva da *business combination* dalla riserva sovrapprezzo, ma di estendere ad essa la disciplina dell'art. 2431». Nella fattispecie in esame del conferimento valutato secondo il criterio del valore contabile di bilancio, il cui valore comprenda anche una riserva ex art. 6, non pare sussistere la "diversa natura" che porta CARATOZZOLO ad escludere l'applicabilità del regime dell'articolo citato, poiché, come si è detto, i plusvalori registrati nella riserva non possono considerarsi con certezza realizzati al momento del conferimento (dati i diversi interessi sottesi all'operazione di conferimento rispetto a quelli di cessione, di cui si è già dato conto *supra* § 5, che impediscono alle parti di individuare liberamente il "corrispettivo" da conferimento, dando rilevanza anche a valori solo sperati).

<sup>570</sup> Cfr. STRAMPELLI, *I regimi alternativi, cit.*, 215; OLIVIERI, *I sistemi, cit.*, 238 s., il quale precisa che «al pari della stima prevista dall'art. 2343 c.c., anche i sistemi alternativi di cui si discute



In altri termini, partendo dal presupposto che il divieto di imputazione a capitale dei plusvalori da *fair value* mira ad impedire una lesione dell'integrità del capitale sociale, si deve coerentemente estendere (in via diretta o analogica, come si dirà *infra*) il divieto a tutte quelle ipotesi in cui la sua imputazione a capitale possa in definitiva tradursi in un suo pregiudizio.

L'esigenza di applicare la regola della riserva da plusvalori da *fair value* si presenta, infatti, ogni volta in cui vi sia una rilevazione/iscrizione di valori non ancora realizzati ma solo sperati<sup>571</sup>.

Tale conclusione trova conferma, inoltre, in una serie di indici sistematici volti ad impedire la distribuzione di valori non realizzati: ogni volta in cui è ammessa l'iscrizione a patrimonio netto di valori solo stimati, non solo nel sistema IAS/IFRS (attraverso l'art. 6 citato), ma anche nel sistema dei principi contabili nazionali<sup>572</sup>, il legislatore italiano ha previsto dei correttivi volti ad impedire lesioni all'integrità del capitale.

Più precisamente, nel sistema dei principi delineati nel codice civile, in alcune specifiche ipotesi, si ammette una rilevazione di valori non ancora realizzati<sup>573</sup>, quando: (i) ai sensi dell'art. 2423, co. 4, c.c.<sup>574</sup> si verificano circostanze

---

dovrebbero consentire una valoristicamente esatta formazione del capitale sociale, evitando sopravvalutazioni delle azioni emesse a fronte del conferimento in natura che potrebbero danneggiare i creditori e gli altri soci».

<sup>571</sup> Così anche DE LUCA, *Riserve indisponibili*, cit., 472.

<sup>572</sup> In cui, peraltro, il riconoscimento di valori non realizzati è ammesso in ipotesi tassative e segue principi tendenzialmente stringenti. Al riguardo v. VENTORUZZO, *La disapplicazione*, cit., 100 s., il quale, analizzando nello specifico l'ipotesi prevista dall'art. 2423, co. 4, c.c., precisa che la disapplicazione dei principi contabili del codice civile può avvenire solo rispetto ad alcuni di essi (principio di prudenza escluso, come già indicato *supra* in) e singolarmente (non a tutti i criteri contemporaneamente), quando «il maggior valore appaia durevole e giustificato non semplicemente da spinte speculative di mercato, bensì da ragioni oggettive e sostanziali», considerando che «la scelta di un ipotetico criterio alternativo dovrà comunque “ispirarsi” ai principi contenuti nell'art. 2426 che disciplinano le valutazioni dei beni iscritti in bilancio». L'A. giunge così alla conclusione che «la rivalutazione deve pur sempre avvenire nel rispetto del principio di prudenza, che non è mai derogabile, e dei criteri di fondo che ispirano il “sistema” di bilancio, rispetto ai quali il “valore di mercato” pare essere estraneo. Conseguentemente, il ricorso al c.d. *market value* in caso di rivalutazione economica di un'immobilizzazione pare legittimo soltanto se tale valore trova conforto in indicatori di significato univoco [...]».

<sup>573</sup> Per una completa disamina di tali ipotesi cfr. per tutti STRAMPELLI, *Le riserve*, cit., 246 ss. con citazione di ulteriore dottrina.

eccezionali ed è necessario applicare principi diversi da quelli di cui al codice civile al fine di fornire una rappresentazione veritiera e corretta; (ii) ai sensi dell'art. 2426, n. 4, c.c.<sup>575</sup> per la valutazione di partecipazioni in società controllate e collegate iscritte secondo il metodo del patrimonio netto<sup>576</sup>; (iii) ai sensi dell'art.

---

<sup>574</sup> Ai sensi del quale: «se, in casi eccezionali, l'applicazione di una disposizione degli articoli seguenti è incompatibile con la rappresentazione veritiera e corretta, la disposizione non deve essere applicata. La nota integrativa deve motivare la deroga e deve indicarne l'influenza sulla rappresentazione della situazione patrimoniale, finanziaria e del risultato economico. Gli eventuali utili derivanti dalla deroga devono essere iscritti in una riserva non distribuibile se non in misura corrispondente al valore recuperato». Su tale tipo di plusvalenza v. COLOMBO, *Il bilancio di esercizio, cit.*, 338 s.; BUSSOLETTI, *Op. cit.*, 156 ss.; VENTORUZZO, *La disapplicazione, cit.*, 73 ss., il quale affronta analiticamente la previsione dell'art. 2423 co. n. 4, individuando le norme in materia di bilancio che possono essere disapplicate poiché potenzialmente in contrasto con la clausola della rappresentazione veritiera e corretta; analizzando i "casi eccezionali" a fronte dei quali scatta l'obbligo di deroga e, tra ulteriori aspetti, prendendo, altresì, in esame il regime giuridico della riserva non distribuibile costituita a fronte dell'applicazione della deroga. L'A. precisa che, affinché sussista l'obbligo di disapplicazione previsto dall'art. 2423, co. 4, devono sussistere due condizioni: (i) «che l'applicazione dei criteri legali di valutazione conduca a una difformità di "importanza quantitativa" rispetto a una rappresentazione veritiera e corretta»; (ii) che i presupposti della stessa appaiano «almeno sulla base di un giudizio *ex ante*, di "carattere duraturo"» e indica come «caso più rilevante di deroga» la disapplicazione del criterio del costo storico previsto dall'art. 2426, nn. 1 e 2, c.c. per la valutazione delle immobilizzazioni materiali e immateriali che «può divenire incompatibile con la rappresentazione veritiera e corretta in seguito a eventi che impongono una rivalutazione economica del bene» (84). In generale, sulla questione v. STRAMPELLI, *Le riserve, cit.*, 254 che osserva come, diversamente, nel sistema IAS/IFRS «l'iscrizione di valori superiori al costo iniziale, consentita dalle vigenti norme del codice civile soltanto in casi eccezionali o in relazioni a specifiche poste dell'attivo diviene dunque sistematica, quale 'fisiologica' conseguenza del criterio adottato per la valutazione delle attività».

<sup>575</sup> Ai sensi del quale: «le immobilizzazioni consistenti in partecipazioni in imprese controllate o collegate possono essere valutate, con riferimento ad una o più tra dette imprese, anziché secondo il criterio indicato al numero 1), per un importo pari alla corrispondente frazione del patrimonio netto risultante dall'ultimo bilancio delle imprese medesime, detratti i dividendi ed operate le rettifiche richieste dai principi di redazione del bilancio consolidato nonché quelle necessarie per il rispetto dei principi indicati negli articoli 2423 e 2423-bis. Quando la partecipazione è iscritta per la prima volta in base al metodo del patrimonio netto, il costo di acquisto superiore al valore corrispondente del patrimonio netto risultante dall'ultimo bilancio dell'impresa controllata o collegata può essere iscritto nell'attivo, purché ne siano indicate le ragioni nella nota integrativa. La differenza, per la parte attribuibile a beni ammortizzabili o all'avviamento, deve essere ammortizzata. Negli esercizi successivi le plusvalenze, derivanti dall'applicazione del metodo del patrimonio netto, rispetto al valore indicato nel bilancio dell'esercizio precedente sono iscritte in una riserva non distribuibile».

<sup>576</sup> Rispetto a tale ipotesi parte della dottrina osserva che non si tratta di una vera e propria deroga al principio di realizzazione: così STRAMPELLI, *Le riserve, cit.*, 248, il quale a fondamento di tale riflessione afferma che: «il maggior valore attribuito alla partecipazione in applicazione

2426, n. 8-bis, c.c.<sup>577</sup> per le attività e passività in valuta; (iv) ai sensi dell'art. 2426, n. 11<sup>578</sup>, c.c. per il caso di lavori in corso su ordinazione.

Come si è precisato, in tutte queste fattispecie sono, però, previsti dei correttivi specifici: nei primi tre casi, al fine di evitare distribuzioni di utili in violazione dell'art. 2433, co. 2, c.c., il legislatore ha previsto il rimedio dell'iscrizione dei plusvalori risultanti in una riserva indisponibile fino alla loro concreta realizzazione<sup>579</sup> e nel caso della valutazione dei lavori in corso su

---

del metodo del patrimonio netto, benché non “monetizzato” mediante trasferimento a terzi della partecipazione, corrisponde pur sempre a valori effettivamente realizzati dalla società partecipata, sicché in questa fattispecie “il principio di realizzazione va inteso come ‘realizzazione di secondo grado’”, citando a sua volta COLOMBO, *Il bilancio di esercizio*, cit., 202. Per un'analisi del trattamento contabile delle plusvalenze delle partecipazioni v. altresì SALAFIA, *Plusvalenze indisponibili*, in *Soc.*, 2006, 826 ss.

<sup>577</sup> Ai sensi del quale: «le attività e le passività in valuta, ad eccezione delle immobilizzazioni, devono essere iscritte al tasso di cambio a pronti alla data di chiusura dell'esercizio ed i relativi utili e perdite su cambi devono essere imputati al conto economico e l'eventuale utile netto deve essere accantonato in apposita riserva non distribuibile fino al realizzo. Le immobilizzazioni materiali, immateriali e quelle finanziarie, costituite da partecipazioni, rilevate al costo, in valuta devono essere iscritte al tasso di cambio al momento del loro acquisto o a quello inferiore alla data di chiusura dell'esercizio se la riduzione debba giudicarsi durevole». Rispetto a tale previsione normativa, v. BUSSOLETTI, *Op. cit.*, 158 s.

<sup>578</sup> Ai sensi del quale: «i lavori in corso su ordinazione possono essere iscritti sulla base dei corrispettivi contrattuali maturati con ragionevole certezza».

<sup>579</sup> Per un'analisi più specifica della modalità di rappresentazione contabile della rivalutazione v. VENTORUZZO, *La disapplicazione*, cit., 104 ss., il quale suggerisce di aderire alla tesi prevalente della diretta patrimonializzazione – basata sull'assunto che «il legislatore proibisca che plusvalenze non realizzate ma solo stimate (ancorché in applicazione di un obbligo di legge) influenzino la determinazione del risultato d'esercizio» in ossequio al principio sancito dall'art. 2423-bis, n. 2, c.c. – secondo cui «i plusvalori derivanti da rivalutazioni economiche non poss[on]o transitare dal conto economico, ma de[vo]no essere direttamente iscritti nella riserva di cui all'art. 2423». Sulla natura e disciplina di tali riserve cfr. altresì: STRAMPELLI, *Le riserve*, cit., 249 ss.; BUSSOLETTI, *Op. cit.*, 156 ss.; ID., *Bilancio*, cit., 1116 ss., dove l'A., in relazione alla riserva che si crea per effetto dell'applicazione dell'art. 2426, n. 8-bis, c.c. osserva che «È di tutta evidenza come il legislatore abbia riprodotto il sistema di cautela disposto nell'altra ipotesi consentita, di iscrizione in bilancio di utili non realizzati quando le partecipazioni in società controllate e collegate siano valutate con il metodo del patrimonio netto (v. l'art. 2426 c.c., n. 4, paragrafo 3 e, più in generale, l'art. 2423, penultimo comma). Peraltro nel caso di specie il legislatore, nel precisare che trattasi di “utili” che devono transitare dal conto economico, definitivamente chiarisce che la “riserva” in questione è una posta di patrimonio netto che trova contropartita in un conto di utile di esercizio (non dunque una posta correttiva dell'attivo) e che non potrà essere distribuita, ma che comunque può essere utilizzata per coprire le perdite». L'A. critica tale scelta legislativa, definendo «poco felice», perché potrebbe portare a una situazione non auspicabile, ossia: «se nell'esercizio x si registrano 10 di costi, 10

ordinazione tale rischio è scongiurato dall'obbligo in capo al committente di pagare il corrispettivo pattuito in contratto<sup>580</sup>.

L'esigenza di applicare la regola della riserva per i plusvalori da rivalutazione ogni volta in cui vi sia una rilevazione/iscrizione di valori non ancora realizzati, ma solo sperati, è confermata anche dall'art. 33<sup>581</sup> della IV direttiva<sup>582</sup> che, prevedendo una deroga all'applicazione delle valutazioni al costo storico rispetto ad alcune categorie di attività per le quali è possibile ricorrere a

---

di utili realizzati e 10 di utili non realizzati, si crea una riserva di 10 di utili non distribuibili. Immaginiamo però, al contrario, che nell'esercizio  $x$  la società abbia 10 di costi e 10 di utili non realizzati: si registra un pareggio che non condizionerà i risultati degli esercizi futuri, con la conseguenza che se nell'esercizio  $x + 1$ , a tassi di cambio costanti, il risultato di esercizio si chiude con utile (realizzato) di 10 (rispetto all'esempio precedente quindi gli utili realizzati di 10 trasmigrano nell'esercizio successivo), tale utile sarà liberamente distribuibile». Allo scopo di correggere questa distorsione, l'A. suggerisce la «unificazione del regime delle riserve accese o da accendere in contropartita di una rivalutazione dell'attivo: ove si faccia applicazione di tale regola all'esempio che precede, nell'esercizio  $X + 1$  gli utili di 10 dovranno essere vincolati a norma dell'art. 2426 c.c., n. 8-bis».

<sup>580</sup> Cfr. COLOMBO, *Il bilancio di esercizio*, cit., 305; STRAMPELLI, *Le riserve*, cit., 248, nt. n. 10; VENTORUZZO, *La disapplicazione*, cit.

<sup>581</sup> Che, nella versione in italiano, recita: «1. Gli Stati membri possono dichiarare alla Commissione di riservarsi la possibilità, in deroga all'articolo 32 e fino ad ulteriore coordinamento, d'autorizzare o imporre, per tutte le società o per talune categorie di società: a) che le immobilizzazioni materiali la cui utilizzazione è limitata nel tempo e le scorte siano valutate in base al valore di sostituzione; b) che le voci dei conti annuali, compreso il patrimonio netto, siano valutate in base a metodi diversi da quello previsto alla lettera a), destinati a tener conto dell'inflazione; c) che le immobilizzazioni materiali e le immobilizzazioni finanziarie siano rivalutate. Se le legislazioni nazionali prevedono i metodi di valutazione di cui alle lettere a), b) o c), esse devono determinarne il contenuto, i limiti e le modalità d'applicazione. L'applicazione di uno di detti metodi è indicata nell'allegato, con specificazione delle voci dello stato patrimoniale e del conto profitti e perdite alle quali esso si riferisce, nonché del metodo adottato per il calcolo dei valori presi in considerazione» e al § 2 continua prevedendo che: «a) in caso di applicazione del paragrafo 1, l'importo delle differenze tra valutazione compiuta sulla base del metodo seguito e la valutazione effettuata secondo la regola generale dell'art. 32 deve essere iscritto al passivo nella voce "Riserva da rivalutazione" [...]. Al riguardo v. VENTORUZZO, *La disapplicazione*, cit., 85 e 104.

<sup>582</sup> Come si è già anticipato, la IV direttiva è stata abrogata dalla Direttiva 2013/34/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio, in cui si riconferma, tra l'altro, la possibilità di valutare le immobilizzazioni alternativamente su importi rivalutati e, in tal caso, viene ribadita la necessità di prevedere il correttivo della riserva di rivalutazione, che non può essere distribuita né direttamente né indirettamente a meno che non corrisponda ad una plusvalenza realizzata (art. 7). Si precisa inoltre che «fatti salvi i casi previsti dal secondo e dal terzo comma, la riserva di rivalutazione non può essere ridotta», mentre nulla si dice circa il suo utilizzo ai fini della copertura delle perdite.

criteri alternativi, estende a tali casi la regola in esame, imponendo che gli utili corrispondenti ai plusvalori derivanti dall'applicazione dei diversi criteri siano iscritti in un'apposita "riserva di rivalutazione" non distribuibile<sup>583</sup>.

Rispetto al dato sistematico, è peraltro, doveroso puntualizzare che, a differenza del regime delle riserve da plusvalori da *fair value* – rispetto alle quali lo stesso art. 6, comma 4, d.lgs. 38/2005, come si è già detto, prevede il divieto di imputazione a capitale – l'art. 33 della IV Direttiva citato<sup>584</sup> ammette, invece, la possibilità di imputare a capitale sociale le riserve costituite a fronte di rivalutazioni "in qualunque momento"<sup>585</sup>. La stessa norma, tuttavia, precisa altresì che «nessuna parte della riserva di rivalutazione può essere distribuita, né direttamente né indirettamente, a meno che essa non corrisponda a una plusvalenza realizzata» (art. 33, § 2, lett. c); n.d.r.: corsivo aggiunto)<sup>586</sup>. Siffatta precisazione è stata interpretata dalla dottrina nel senso che «pur essendo possibile utilizzare la riserva non distribuibile per coprire le perdite o per aumentare gratuitamente il capitale sociale, tali operazioni non dovranno portare a eludere la norma che impedisce la distribuzione dei plusvalori da rivalutazione fin tanto che non siano

---

<sup>583</sup> Il divieto di distribuzione della riserva permane finché «essa non corrisponda a una plusvalenza realizzata» (così il § 2, lett. c) ultima parte, dell'art. 33 in commento). Rispetto a tale disposizione v. FORTUNATO, *Bilancio e contabilità d'impresa in Europa*, Bari, Cacucci, 1993, 119; CARATOZZOLO, *Il bilancio d'esercizio*, Milano, Giuffrè, 1998, 549; VENTORUZZO, *La disapplicazione*, cit., 85 testo e nota.

<sup>584</sup> E così anche l'art. 7 della nuova direttiva 2013/34/UE, citata, che sul punto ripropone la medesima formulazione.

<sup>585</sup> Così recita, infatti, il § 2 dell'art. 33 citato, alla lettera b): «la riserva da rivalutazione può essere interamente o parzialmente convertita in capitale in qualsiasi momento». In forza di tale norma, una parte della dottrina, tra cui VENTORUZZO, *La disapplicazione*, cit., 112 s., ha ritenuto che anche la riserva formatasi a fronte dell'applicazione dell'art. 2423, comma 4, c.c. possa essere utilizzata per eventuali aumenti del capitale. *Contra* DE LUCA, *Riserve indisponibili*, cit., 472 e 482 s., secondo cui, a parte il caso delle riserve da rivalutazione monetaria (di cui si dirà *infra*), «non può farsi uso delle altre riserve valutative (da deroga obbligatoria ad un principio di redazione, da utili su cambi, da plusvalenze registrate su partecipazioni valutate al patrimonio netto) per deliberare aumenti gratuiti di capitale o effettuare operazioni su azioni proprie. In entrambi i casi, si esige la "disponibilità" delle riserve impiegate (artt. 2357, 2358 e 2442 c.c.) mentre le riserve valutative – a dispetto della predicata (dalla legge) non distribuibilità – sono in realtà indisponibili (se iscritte in contropartita diretta) o, comunque, limitatamente disponibili (se iscritte a seguito di imputazione della plusvalenza a conto economico), in quanto non ancora realizzate».

<sup>586</sup> Analogamente il punto n. 2 dell'art. 7 della direttiva 2013/34/UE, nella sua ultima parte.

stati “recuperati”»<sup>587</sup>. Oltre a tale indicazione ermeneutica, è possibile poi riflettere sul fatto che l’apparente diversa disciplina che caratterizza le riserve da *fair value* secondo il sistema IAS-IFRS e quelle che, invece, discendono da una *eccezionale* deroga ai principi contabili nazionali, potrebbe comunque giustificarsi con la considerazione che i valori che compongono le riserve del secondo tipo sono ritenuti «valori “veri” che non possono essere guardati con sospetto», in quanto emergono – come nel caso delle riserve *ex art. 2423*, comma 4, c.c., che, tra quelle citate, appaiono quelle di maggior applicazione – «a fronte dell’adempimento di un obbligo di legge imposto proprio in ossequio del principio di rappresentazione vera e corretta»<sup>588</sup>. Diversamente, come si è già più volte evidenziato, i plusvalori derivanti dall’applicazione del criterio del *fair value* sono soltanto stimati e di esistenza incerta<sup>589</sup>, conseguendone, pertanto, la necessità di un trattamento maggiormente rigoroso e prudente<sup>590</sup>.

---

<sup>587</sup> Così VENTORUZZO, *La disapplicazione, cit.*, 113, il quale suggerisce di «ricorrere a un sistema di “memoria” che consenta di evitare la distribuzione – di fatto – dei plusvalori in parola, come previsto dall’art. 33, IV Direttiva, il paragrafo 2, punto a), prevede la redazione di una tabella da cui risultino le modifiche della riserva, e in particolare gli importi della stessa “convertiti” in capitale».

<sup>588</sup> In questi termini VENTORUZZO, *La disapplicazione, cit.*, 112; COLOMBO, *Il bilancio di esercizio, cit.*, 342.

<sup>589</sup> Si ricorda, per tutti, COLOMBO, *Il regime, cit.*, 1340, il quale osserva che «le riserve da *fair value* sono “instabili”» e, quindi, inidonee a confluire a capitale.

<sup>590</sup> Discorso a parte meritano i casi di “rivalutazioni fiscali”, ammessi da specifiche leggi di rivalutazione monetaria che, consentendo di adeguare il valore di iscrizione di un bene agli effetti della svalutazione monetaria, possono condurre all’emersione di plusvalori rispetto al costo di iscrizione. Tra essi la recente legge n. 2 del 28 gennaio 2009 (di conversione del D.L. 185/2008 - anche noto come Decreto anti-crisi - art. 15, commi da 16 a 23) che all’art. 15, comma 16, prevede che le imprese che non adottano gli IAS/IFRS «possono, anche in deroga all’art. 2426 del codice civile e a ogni altra disposizione di legge vigente in materia rivalutare beni immobili, a esclusione delle aree fabbricabili e degli immobili la cui produzione o al cui scambio è diretta l’attività di impresa risultanti dal bilancio in corso al 31 dicembre 2007»; la L. 2 dicembre 1975 n. 576 (c.d. legge Visentini) o la L. 21 novembre 2000 n. 342 (poi richiamata dalla L. 23 dicembre 2005 n. 266) secondo cui le società «possono, anche in deroga all’articolo 2426 del c.c. e a ogni altra disposizione di legge vigente in materia, rivalutare i beni materiali e immateriali con esclusione di quelli alla cui produzione o al cui scambio è diretta l’attività di impresa, nonché le partecipazioni in società controllate e in società collegate ai sensi dell’articolo 2359 del c.c. costituenti immobilizzazioni, risultanti dal bilancio relativo all’esercizio chiuso entro il 31 dicembre 1999».

Solo in questi casi le leggi di rivalutazione stesse, pur prevedendo la preventiva formazione di una riserva (in sospensione d’imposta, riducibile, cioè restituibile ai soci, solo con le cautele

In conclusione, ribadendo che il divieto di imputazione a capitale dei plusvalori previsto dall'art. 6, comma 4, d.lgs. 38/2005 mira ad impedire una lesione dell'integrità del capitale sociale, si deve coerentemente estendere il divieto a tutte quelle ipotesi in cui la sua imputazione a capitale possa in definitiva tradursi in un suo pregiudizio, ad esempio per effetto dell'imputazione di valori non realizzati<sup>591</sup> e a tutte le discipline volte a scongiurare tale rischio (tra cui rientra sicuramente quella della valutazione dei conferimenti in natura).

---

previste dall'art. 2445, co. 2 e 3, c.c.) - con esclusione, pertanto, dell'imputazione diretta a capitale del saldo da rivalutazione monetaria (v. TRIMARCHI, *Le modificazioni, cit.*) - ammettono che i valori indicati in riserva vi confluiscano a seguito di una deliberazione di aumento gratuito (e, quindi, nel rispetto degli artt. 2436 e 2442 c.c.): v., ad esempio, l'art. 13 della L. 342/2000. Tali riserve, però, presentano una disciplina peculiare, considerato che, per espressa previsione «operano anche in deroga all'articolo 2426 del codice civile e ad ogni altra disposizione di legge vigente in materia», trattandosi, infatti, di una disciplina eccezionale (cfr. in questi termini ad esempio BIANCHI, *Riflessioni, cit.*, 189). Per una più completa analisi dei casi di rivalutazione fiscale v. VENTORUZZO, *La disapplicazione, cit.*, 74, nt. n. 3, e 97 s.; STRAMPELLI, *Le riserve, cit.*, 249 s.; BIANCHI, *Riflessioni, cit.*, 188 ss.

<sup>591</sup> V. DE LUCA, *Riserve indisponibili, cit.*, 467, il quale afferma che anche «a dispetto dell'uso promiscuo del linguaggio legislativo, vanno distinte le riserve, come quella legale, che meramente non possono essere oggetto di destinazione a dividendo, pur rappresentando utili realizzati (a rigore da definirsi "indisponibili"), dalle riserve che rappresentano utili "valutativi", come tali non ancora realizzati, le quali non solo non possono essere distribuite come dividendi, ma non possono essere utilizzate per aumenti gratuiti del capitale né per assorbire perdite, salvo che siano state consumate tutte le altre riserve, inclusa la riserva legale e, una volta utilizzate, siano reintegrate (a rigore da definirsi "indisponibili" o "limitatamente disponibili)», tra cui l'A. fa rientrare, oltre alle riserve da *fair value*, anche le riserve da deroga obbligatoria ad un principio di redazione, da utili su cambi, da plusvalenze registrate su partecipazioni valutate al patrimonio netto. Più in generale, l'A. estende il regime delle riserve ex art. 6 a «tutte le altre riserve accese, in contropartita diretta o a seguito di imputazione delle plusvalenze a conto economico, a fronte di utili valutativi non ancora realizzati» (472), con l'unica eccezione delle riserve da rivalutazione monetaria «che possono essere impiegate negli aumenti gratuiti – perché così espressamente dispongono le leggi speciali» (472). Cfr. altresì: FOTUNATO, *Op. cit.*, 8; COLOMBO, *Relazione introduttiva*, in AA. VV., *IAS/IFRS, cit.*, 26 s. in cui l'A. analizza la disciplina della contabilizzazione degli effetti delle fusioni alla luce della Progetto OIC (di cui si è già detto al § 2.2 del presente capitolo) con cui si introduce la possibilità di valutare il patrimonio della società acquisita in base al *fair value*, che potrebbe far emergere un patrimonio netto superiore alla somma dei patrimoni netti delle due società precedenti alla fusione. In tale contesto l'A. approva la soluzione elaborata nello stesso Progetto di prevedere che «quel maggior valore è distribuibile se, al tempo della fusione, esso è stato confermato dalla relazione di un esperto ai sensi dell'art. 2343 c.c.». Ciò a conferma che la distribuibilità di plusvalenze derivanti da applicazione del *fair value* è ammessa solo se ne è attestata la reale esistenza e concretizzazione. Per una conclusione analoga v. anche SALAFIA, *Plusvalenze, cit.*, 827, il quale osserva che «l'orientamento del legislatore nazionale, desumibile

Da quanto precede consegue dunque che, anche nel caso del conferimento di un bene in natura valutato secondo il criterio previsto dall'art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c., la riserva da *fair value* corrispondente al conferimento indicata nel bilancio della conferente non può essere imputata a capitale della conferitaria, ma deve essere riportata nel suo bilancio come riserva che segue la disciplina prevista dall'art. 6 citato<sup>592</sup>.

### **5.3. – L'applicazione della regola dell'art. 6, co. 4, d.lgs. 38/2005 al conferimento in natura.**

Ciò premesso, occorre a questo punto verificare, anzitutto, secondo quali criteri interpretativi e attraverso quali tecniche la regola dell'art. 6, co. 4, d.lgs. 38/2005 vada applicata alla fattispecie prevista all'art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c. e, successivamente, quali sono gli effetti di tale applicazione, anche dal punto di vista contabile nei bilanci delle società parti dell'operazione di conferimento.

---

anche da norme diverse da quella in esame [n.d.r.: l'art. 2426 n. 4 c.c.], sembra indirizzato nel senso di impedire alle imprese l'utilizzo delle plusvalenze, derivanti da rivalutazioni, prima della loro realizzazione».

<sup>592</sup> Propone di applicare le regole dettate dall'art. 6 d.lgs. 38/2005, in assenza di altra disciplina specifica, per le riserve formate da utili non realizzati (come la riserva emergente dalla rilevazione dell'operazione di fusione ai sensi dell'IFRS 3, analizzata dall'A.): GHITTI, *IFRS 3 e riserve da fusione*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, 183, nt. n. 7. Sulla necessità di applicare il medesimo regime v. BUSSOLETTI, *Bilancio, cit.*, § 6.4., il quale osserva che «tutte le volte che le riserve si caratterizzano per essere una contropartita diretta o indiretta (cioè non transitata o transitata dal conto economico) di un componente dell'attivo, il loro regime di movimentazione e indisponibilità deve essere il medesimo, ove manchino disposizioni di legge speciali, che *in positivo* segnino un trattamento diverso. Ne deriverà quindi una unicità di regime in tema di: realizzazione e riduzione della riserva; obbligo di ricostituzione in caso di erosione per perdite; rango poziore rispetto a riserva legale e statutaria in sede di erosione per perdite generali; alimentazione di queste due ultime riserve solamente al momento della realizzazione della plusvalenza». L'A. argomenta tale conclusione osservando che «parziale conferma e applicazione di questo principio è fra l'altro ricavabile dall'art. 15, comma 15, del d. lgs. 29 novembre 2008, n. 185 (...) che, nel momento in cui consente che i bilanci delle imprese di assicurazione che non applicano gli IAS non svalutino i titoli in portafoglio data la straordinarietà della crisi finanziaria mondiale, di converso impone la costituzione di una riserva indisponibile (al netto dell'effetto fiscale), onde evitare la distribuzione di utili o di riserve disponibili, corrispondenti al (momentaneo) risparmio di costi determinato dall'omessa svalutazione dei titoli in portafoglio».



Il primo tema attiene all'individuazione del percorso ermeneutico in base al quale sostenere la prevalenza dell'art. 6, co. 4, d.lgs. 38/2005 e, conseguentemente, affermare l'applicazione all'operazione di conferimento dell'obbligo di iscrizione nel bilancio della conferitaria di una riserva di importo pari alla riserva da plusvalori da *fair value* iscritta nel bilancio della conferente.

Al riguardo si deve subito osservare che l'applicazione dell'art. 6, co. 4, d.lgs. 38/2005 al conferimento valutato al *fair value* può avvenire, in certi casi, in via di interpretazione estensiva (diretta) e, in altri, per via analogica. Sebbene tale distinzione sia da tempo messa in discussione in dottrina<sup>593</sup>, ad essa si fa ancora sovente richiamo per superare i limiti imposti dalla legge alla applicazione analogica (previsti dall'art. 14 disp. prel.<sup>594</sup>). Si distinguono, così, i casi in cui la fattispecie concreta non è contemplata da una norma ma è simile ad altro caso disciplinato (quindi, pur in assenza di una «materia analoga»<sup>595</sup>) – ai quali si applica il ragionamento per analogia – dai casi che si ritengono, invece, inclusi nello stesso dettato della norma – ai quali si applica l'interpretazione estensiva,

---

<sup>593</sup> Come rileva SACCHI, *Applicabilità per analogia dei divieti di rappresentanza contenuti nell'art. 2372 c.c.*, in *Giur. comm.*, 1977, I, 256 s., dove ulteriori citazioni, il quale osserva che «la giurisprudenza, sotto l'apparenza dell'interpretazione estensiva, applica per analogia norme eccezionali» a conferma della «della necessità di abbandonare l'impostazione tradizionale nella considerazione del divieto di applicazione per analogia delle norme eccezionali». A favore della validità della distinzione, tra gli altri, GIANNINI, *L'analogia giuridica*, in *Jus*, II, 1942, 41 ss. (in particolare sul punto, 72); *contra*, tra gli altri, BOBBIO, *L'analogia nella logica del diritto*, Torino, 1938, 139 ss., recentemente ripubblicato, a cura di Di Lucia, Milano, Giuffrè, 2006.

<sup>594</sup> Dove si prevede che le leggi penali e quelle che fanno eccezione a regole generali o ad altre leggi non possono applicarsi oltre i casi e i tempi in esse considerati. Per la definizione del concetto di eccezionalità v. anche SACCHI, *Applicabilità*, *cit.*, 252 ss., il quale prende in esame le diverse posizioni al riguardo sostenute dalla dottrina e conclude ritenendo «forse più conforme alla lettera della legge» la nozione più estesa di norme eccezionali, riconducibile a «ogni norma che costituisce deroga a un principio superiore», proposta da GIANNINI, *L'analogia giuridica*, *cit.*, 65.

<sup>595</sup> Cfr. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, Milano, Edizioni Scientifiche Italiane, 2007, 50. Per una definizione del concetto di "analogia" v., altresì: TORRENTE-SCHLESINGER, *Manuale di diritto privato*, a cura di F. Anelli e C. Granelli, Milano, Giuffrè, 2009, 55 ss.; CONTE, *Ricerche in tema d'interpretazione analogica* (1957), in ID., *Filosofia dell'ordinamento normativo. Studi 1957-1968*, Giappichelli, Torino, 1997, 26, n. 58, il quale descrive il procedimento analogico in questi termini: «l'interpretazione analogica della norma: "Se *p*, deve *a*" darà ad essa questa forma: "Se *p* o se *q* analogo a *p*, deve *a*", "*p*", e "*q*" indicano classi di comportamenti [...] "*a*" indica le conseguenze giuridiche dei comportamenti contemplati nella pròtasi».

grazie a cui «si perviene alla individuazione di tutte le ipotesi disciplinate dalla norma, che solo apparentemente ne sono estranee a causa della non espressa menzione»<sup>596</sup>.

Nel caso di specie la distinzione tra i due percorsi interpretativi potrebbe non rilevare, posto che non si pone un problema di superare i limiti dell'interpretazione analogica. Al riguardo è evidente che l'art. 6, co. 4, d.lgs. 38/2005, non solo non è norma penale, ma nemmeno eccezionale se per norme eccezionali si intendono (solo) quelle che «dettano regole che derogano a principi cardine dell'ordinamento, cosicché la loro estensione al di là dei limiti fissati dalla legge creerebbe nell'ambito del sistema condizioni di contraddittorietà»<sup>597</sup>. L'art. 6, invero, non deroga ai principi fondamentali dell'ordinamento societario (tra cui quello di effettività e integrità del capitale sociale), ma ne è anzi conferma<sup>598</sup>.

Tuttavia, senza prendere posizione sull'opportunità o meno di superare la distinzione indicata, ciò che importa è che sia possibile giungere all'applicazione dell'art. 6, citato, all'operazione di conferimento o per effetto dell'interpretazione estensiva o comunque, nei casi più dubbi, accedendo all'analogia.

Al riguardo, infatti, è agevole sostenere il ragionamento estensivo nel caso in cui anche la società conferitaria rediga il proprio bilancio in conformità agli IAS/IFRS: qui, pare che la riserva per plusvalenze da *fair value* possa essere "trasportata" anche nei conti della conferitaria e mantenere il medesimo trattamento previsto dall'art. 6, co. 4, citato.

Diversamente, se la conferitaria non applica gli IAS/IFRS, la norma in esame potrebbe comunque essere applicata analogicamente e si dovrebbe, per questa via, riflettere sull'iscrizione di una riserva targata, il cui trattamento dovrebbe ricalcare quello previsto dall'art. 6 (cioè non distribuibilità, non utilizzabilità per l'aumento gratuito del capitale, non computabilità ai fini

---

<sup>596</sup> GAZZONI, *Op. cit.*, 50.

<sup>597</sup> Così GAZZONI, *Op. cit.*, 50.

<sup>598</sup> V. al riguardo BUSSOLETTI, *La disciplina*, cit., 66 in cui si esclude l'eccezionalità della norma in esame precisando che «la *ratio* dell'art. 6 del decreto 38 perfettamente corrisponde a quella dell'art. 2433 c.c.» (sulla distribuzione di utili solo realizzati). Non si pone, pertanto, rispetto a tale previsione di legge il limite previsto dall'art. 14 citato per la sua applicazione analogica.

dell'acquisto di azioni proprie o di azioni della società controllante, ecc.), con la particolarità, però, che il regime giuridico non discende da una determinazione statutaria, ma dall'applicabilità – per effetto di estensione analogica – dell'art. 6, co. 4, d.lgs. 38/2005<sup>599</sup>.

Registrando nella conferitaria una riserva indisponibile di valore pari al plusvalore da *fair value* si riconosce, comunque, rilevanza al valore attuale del bene conferito: non viene, infatti, cancellata la plusvalenza calcolata in base al principio del *fair value* ma è “riconosciuta” come valore potenziale, senza così minare l'effettività del capitale sociale. Per effetto dell'iscrizione di questa riserva, si evidenzia a bilancio quella parte di valore del bene conferito che non si è ancora concretamente realizzata, ma che è solo stimata e che diventa distribuibile per effetto del suo successivo realizzo (cioè del fatto che quella che era una plusvalenza da valutazione è divenuta una plusvalenza realizzata), o definitivamente non distribuibile per effetto del venir meno del fondamento della plusvalenza, lasciando però estraneo alle sorti di tali plusvalori il capitale sociale.

### **5.3.1. – Le tecniche di regolazione negoziale per il riconoscimento al conferente dei plusvalori iscritti in riserva.**

Per quanto riguarda la prospettiva del soggetto conferente - sebbene da un punto di vista strettamente normativo non sembra imporsi alcuna tecnica correttiva in sua tutela<sup>600</sup> - al fine di evitare un disincentivo al conferimento in

---

<sup>599</sup> Al riguardo v. DE LUCA, *Riserve indisponibili*, cit., 468, il quale afferma che la disciplina contabile prevista dall'art. 6 d.lgs. 38/2005 «può essere applicata anche nell'ambito delle società non soggette ai principi contabili internazionali per risolvere i dubbi sorti in materia di utili valutativi (...)».

<sup>600</sup> Non pare, infatti, che la Direttiva imponga di riconoscere al conferente tali plusvalori, anche considerato che, come si è già detto, essa nemmeno obbliga gli Stati membri in termini assoluti a riconoscere al conferente la possibilità di utilizzare il criterio del valore contabile di bilancio ed anzi, prevede essa stessa la possibilità riconosciuta agli altri soci di richiedere che si segua il procedimento tradizionale. Ne consegue che la questione si pone in termini di diritto disponibile alle parti, restando salva la possibilità per il conferente di “accontentarsi” di un'assegnazione di azioni (ordinarie) proporzionale al valore del conferimento in natura imputato a capitale, accettando quindi il rischio di una sottovalutazione del proprio apporto.

natura e far sì che questi non subisca una sottovalutazione del suo apporto (per il caso in cui successivamente i plusvalori da *fair value* trovassero piena realizzazione), si potrebbe pensare - oltre che alla previsione di clausole di *earn out*<sup>601</sup> (collegate ad una deliberazione di aumento del capitale sociale in due o più *tranche*, in cui la sottoscrizione della seconda *tranche* risulti condizionata all'effettivo riscontro, da parte degli amministratori, della realizzazione dei plusvalori da *fair value* stimati<sup>602</sup>) - ad una regolazione negoziale dell'incidenza delle rispettive partecipazioni sociali.

---

Così operando - come si è già osservato *supra* nel testo - la registrazione dei plusvalori da *fair value* andrebbe a vantaggio della società e, indirettamente, di tutti i soci (conferente compreso) che potrebbero beneficiarne in sede di aumento gratuito del capitale una volta realizzatisi i plusvalori e divenuta, così, disponibile la riserva. Peraltro, sull'opportunità di una sottovalutazione del conferimento si è già detto, pertanto, valgono anche qui le medesime perplessità evidenziate.

<sup>601</sup> Sulle clausole di *earn out* si vedano: VITALI, *Op. cit.*, 739 ss., il quale, fornisce una attenta analisi della loro applicazione al conferimento in natura d'azienda, interrogandosi, tra l'altro, sulla compatibilità di simili accordi rispetto al principio della necessaria copertura del capitale sociale alla base della disciplina di stima del conferimento in natura, e rispetto a tali operazioni definisce le clausole in esame come «l'accordo tra il conferente e la conferitaria avente ad oggetto l'eventuale riconoscimento al primo di ulteriori azioni rispetto a quelle ricevute al momento dell'esecuzione del conferimento d'azienda, a condizione del raggiungimento di determinate *performance* da imputarsi ai beni aziendali così come conferiti» (743, dove ulteriori riferimenti bibliografici). Con riferimento al sistema di stima tradizionale, l'A. precisa inoltre che anche la perizia dovrebbe tenere conto della previsione dell'*earn out* determinando «due valori assoluti: uno certo a copertura del capitale ed il secondo, meramente eventuale dipendente dal verificarsi delle condizioni economico, patrimoniali e finanziarie stabilite dalle parti» (750, nt. n. 28). Sulle clausole in esame cfr. altresì: CINCOTTI, *Il contratto, cit.*, 123 ss.; SANGIOVANNI, *Contratto di cessione di partecipazione sociale e clausole sul prezzo*, in *I contratti*, 2011, 1161 ss.; LANCIANI, *Il prezzo (modalità, aggiustamenti, garanzie del pagamento)*, in *Le acquisizioni societarie*, Bologna, Zanichelli, 2011, 319 ss.; TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, Milano, Giuffré, 2007, 419 ss.).

<sup>602</sup> Per l'analisi di tale tecnica v. CINCOTTI, *Il contratto, cit.*, 123 ss, il quale, applicando il meccanismo alla fattispecie dell'acquisizione d'azienda mediante conferimento valutato secondo il metodo tradizionale disciplinato dall'art. 2343 c.c., lo ricostruisce nei seguenti termini: «il conferimento ha ad oggetto un'azienda, del valore certo e confermato dalla relazione dell'esperto pari a 100. Le parti del conferimento ritengono tuttavia che il valore dell'azienda, alla luce delle particolari capacità di sviluppo della stessa, possa essere stimato in 120. Il contratto preliminare di conferimento può al riguardo prevedere che, a fronte del conferimento dell'azienda, la società deliberi un aumento di capitale complessivamente per 120, di cui solo 100 sono immediatamente sottoscrivibili dal conferente, mentre la restante *tranche* di 20 potrà essere sottoscritta al verificarsi delle condizioni indicate nel piano economico-finanziario aziendale (gli *earn-out*). La relazione dell'esperto *ex art.* 2343 risulta conseguentemente divisa in due sezioni: la prima, nella quale attribuisce all'azienda un valore

Più precisamente, per risolvere il problema della mancata imputazione del valore complessivo della riserva da *fair value*, si potrebbe vagliare l'opportunità di ricorrere ad una delle tecniche di diversificazione delle posizioni dei soci consentite dal nostro diritto societario, tra cui, ad esempio: i) l'assegnazione non proporzionale di azioni; ii) la categoria speciale di azioni; iii) lo strumento finanziario partecipativo<sup>603604</sup>.

---

di 100 ed attesta che la società può emettere azioni per un valore nominale aumentato dell'eventuale sopraprezzo fino a questo valore; la seconda, nella quale stabilisce che, seppure allo stato non sussistono i presupposti per ritenere certa la realizzazione di determinati obiettivi indicati nel piano economico e finanziario predisposto dalle parti, nondimeno, ove questi dovessero realizzarsi, il valore dell'azienda ascenderebbe fino a 120. La società, a questo punto, può legittimamente deliberare un aumento di capitale scindibile, di cui una prima *tranche* è offerta immediatamente in sottoscrizione al soggetto che conferisce l'azienda, mentre, quanto alla seconda *tranche*, l'efficacia della delibera e relativa sottoscrizione delle azioni è sospensivamente condizionata alla realizzazione, entro una certa data, dei risultati – indicati nel piano economico-finanziario e confermati nella relazione dell'esperto – che integrano la copertura del relativo capitale». Rispetto a tale modalità operativa cfr. altresì VITALI, *Op. cit.*, 753 ss., il quale propone anche una diversa tecnica per articolare l'aumento di capitale in presenza di clausole di *earn out*, ritenuta dall'A. più idonea a superare il test di compatibilità con l'art. 2342 c.c. (sulla liberazione integrale delle azioni al momento della sottoscrizione) consistente nella deliberazione di un solo aumento di capitale sociale scindibile pari al valore complessivo dell'*earn out*, seguito da un'unica dichiarazione di sottoscrizione delle azioni di valore corrispondente, in cui «solamente l'aspetto relativo all'emissione delle azioni rappresentanti l'"*earn out*" (...) sarebbe differita nel tempo ed eseguita esclusivamente nel caso in cui si realizzassero le condizioni previste» (754), mentre in caso negativo, il capitale sociale risulterebbe aumentato solo della cifra al netto dell'*earn out*.

<sup>603</sup> Suggestisce l'utilizzo di tali tecniche per il caso in cui il valore del bene conferito (non divisibile) risulti essere superiore a quello del conferimento (convenuto o stimato) AVAGLIANO, *Modalità particolari di conferimento: con disciplina degli effetti, con conguaglio e in conto capitale in natura*, in *Notariato*, 2013, 515 ss. e in particolare a pagina 525. L'A. analizza i conferimenti che possono definirsi "con disciplina degli effetti", in quanto caratterizzati da una non immediata ovvero non definitiva efficacia, tra cui fa rientrare, tra gli altri, i conferimenti con conguaglio. Questi si presenterebbero quando «il conferimento abbia ad oggetto un bene o un diritto di valore superiore a quello (convenuto o comunque stimato) del conferimento cui ci si vorrebbe obbligare».

<sup>604</sup> Tra le tecniche utilizzabili, oltre a quelle esaminate nel testo si potrebbe pensare, altresì, al ricorso allo strumento del patto parasociale, che comporta, peraltro, la sottoposizione alla relativa disciplina (2342-bis e 2341-ter c.c.), anche per quanto concerne i limiti della sua efficacia; v. al riguardo, ad esempio, VITALI, *Op. cit.*, 756, il quale ne propone l'utilizzo in caso di previsione di clausole di *earn out* sopra esaminate.

Con il primo di essi (assegnazione non proporzionale di azioni<sup>605</sup>) al socio conferente il bene in natura verrebbero assegnate azioni di valore superiore al valore effettivo del conferimento eseguito (pari al valore comprensivo dei plusvalori iscritti in riserva) e, parallelamente, ad uno o più altri soci sarebbero assegnate azioni di valore inferiore rispetto ai conferimenti da questi effettuati, secondo il combinato disposto dei commi 4 e 5 dell'art. 2346 c.c.<sup>606</sup>.

---

<sup>605</sup> Su tale tecnica v. FERRO LUZZI, *La "diversa assegnazione" delle azioni (art. 2346, comma 4°, c.c.)*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 1, Torino, Utet, 2006, 581 ss.; GINEVRA, *Conferimenti e formazione*, cit., 148 ss.; LO IACONO-MARCOZ, *Assegnazione non proporzionale e sottoscrizione di azioni di s.p.a.*, in *Riv. not.*, 2008, 307 ss.; MARCHETTI P., *Gli aumenti di capitale*, in AA. VV., *Il nuovo ordinamento delle società*, Milanofiori-Assago, Ipsoa, 2003, 277 ss.; NOTARI, *sub. art. 2346*, in *Azioni*, (a cura di Notari), *Commentario alla riforma delle società*, P. Marchetti-L.A. Bianchi-F. Ghezzi-M. Notari (diretto da), Milano, Egea, 2008, 32 ss.; ONZA, *Partecipazione al capitale e partecipazione al rapporto sociale (appunti sulla derogabilità convenzionale della proporzione tra conferimento e quota)*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, II, 709 ss.; RESCIO, *Distribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti effettuati dai soci di s.p.a.*, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario tra società aperte e società private*, a cura di P. Benazzo, S. Patriarca e G. Presti, Milano, 2003, 107 ss.; STAGNO D'ALCONTRES, *Commento all'art. 2346*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, Jovene, 2004, vol. 1, 251 ss.; SODI, *L'assegnazione delle partecipazioni non proporzionale ai conferimenti nelle società di capitali*, Studio n. 148-2008/I, consultabile sul sito [www.notariato.it](http://www.notariato.it); VITALI, *Op. cit.*, 756 s.

<sup>606</sup> La possibilità di un'assegnazione non proporzionale ai conferimenti è espressamente prevista solo in sede di costituzione, ma secondo l'opinione prevalente è estendibile anche in sede di aumento del capitale sociale a pagamento. In tale caso, peraltro, si discute sul *quorum* necessario al fine della assunzione della deliberazione: pare prevalente l'opinione di chi ritiene ammissibile che la delibera sia assunta dalla maggioranza «purché al dato quantitativo – i *quorum* previsti dalla legge piuttosto che dallo statuto – si sommi quello qualitativo – appartenenza al *quorum* dei soci favorevoli di coloro i quali sopportano il maggior sacrificio economico derivante dalle assegnazioni non proporzionali e, forse, anche dei soci beneficiati» (così SODI, *Op. cit.*, 18; negli stessi termini P. MARCHETTI, *Gli aumenti di capitale*, cit., 277 s.; NOTARI, *sub art. 2346*, cit., 47 ss.). Se deliberato a maggioranza l'aumento del capitale con assegnazione non proporzionale dovrebbe essere preferibilmente inscindibile (così SODI, *Op. cit.*, 18 s.: «onde evitare che sottoscrizioni e conferimenti "asimmetrici" portino ad una violazione dei principi espressi dagli artt. 2346, comma quinto, e 2464, comma primo, ossia dell'integrità ed effettività del capitale sociale»; così anche NOTARI, *sub art. 2346*, cit., 51); ciò peraltro non pare debba necessariamente escludere la possibilità di procedere con un aumento scindibile ove sia al contempo sottoposto alla condizione sospensiva della sottoscrizione da parte del socio che deve versare più di quanto riceve, in modo da garantire l'effettiva copertura dell'aumento deliberato.

Tale tecnica, come è noto<sup>607</sup>, può essere utilizzata anche per l'obiettivo del raggiungimento dell'equilibrio pattuito dai soci in accordi preventivi sulle rispettive quote di partecipazione, ad esempio, quando la stima del conferimento in natura indichi un valore inferiore rispetto a quello attribuitovi dai soci in caso di «conferimenti c.d. "atipici" che potrebbero definirsi a "rischio di integrità", come quelli di valore incerto»<sup>608</sup>.

Analogamente in questo caso, l'istituto in esame verrebbe usato per ristabilire l'equilibrio potenzialmente leso in caso di realizzazione dei plusvalori da *fair value* a favore del socio conferente.

Ovviamente, affinché si possa ricorrere a tale tecnica, è necessario che vi siano altri soci disposti ad effettuare versamenti ulteriori tali da compensare il versamento inferiore al nominale del conferente il bene in natura, così da assicurare la "copertura globale" del capitale.

Al fine di garantire l'effettività del capitale sociale si sposta, infatti, il rapporto tra valore del singolo conferimento eseguito ed ammontare nominale della singola partecipazione assegnata al rapporto tra ammontare complessivo del capitale sociale e valore complessivo dei conferimenti eseguiti<sup>609</sup>. In questo modo la società conferitaria riceverebbe effettivamente un apporto che copre anche i plusvalori solo stimati, il suo capitale sarebbe interamente sottoscritto e versato nei modi di legge, seppure da altri soci, e non si registrerebbe alcun *vulnus* al principio di integrità ed effettività.

La tecnica dell'assegnazione non proporzionale presenta, però, un limite, consistente nel rischio di accordare un'iper tutela al conferente, poiché gli viene

---

<sup>607</sup> NOTARI, *sub. art. 2346, cit.*, 43; SODI, *op. cit.*, 8, secondo cui attraverso tale tecnica «oggi è possibile "capitalizzare" l'intero valore che emerge dalle perizie e suddividere le partecipazioni tra i soci secondo le percentuali da essi inizialmente convenute».

<sup>608</sup> Così GINEVRA, *Conferimenti e formazione, cit.*, 152.

<sup>609</sup> Così SODI, *Op. cit.*, 2, il quale osserva che «l'unico vincolo all'autonomia delle parti è rappresentato dal principio dell'integrità del capitale sociale, fissato nell'interesse dei terzi e dell'intero sistema (cfr. artt. 2346, comma quinto, e 2464, comma primo): non assume alcuna rilevanza esterna alla società come esso sia ripartito tra i soci»; v. altresì GINEVRA, *Conferimenti e formazione, cit.*, 148 che si esprime in termini di «"integrità globale" del capitale».

riconosciuta una partecipazione “piena” a prescindere dalla effettiva realizzazione dei plusvalori da *fair value*.

Lo strumento alternativo potrebbe, allora, essere quello della creazione di una categoria speciale di azioni (*ex art. 2348, co. 2, c.c.*)<sup>610</sup> – sottoscritta interamente dal socio conferente il bene valutato ai sensi dell’art. 2343-*ter*, co. 2, lett. a), c.c.<sup>611</sup> – che attribuisca al titolare delle azioni un particolare privilegio (ad esempio, nella partecipazione agli utili)<sup>612</sup>, idoneo a compensare la (possibile) “sottovalutazione” del conferimento, subordinato alla realizzazione dei plusvalori da *fair value* ed

---

<sup>610</sup> Come noto, l’art. 2348 c.c. al secondo comma attribuisce alla s.p.a. la possibilità di creare categorie di azioni «fornite di diritti diversi anche per quanto concerne l’incidenza delle perdite. In tal caso la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie». La figura delle categorie di azioni era già prevista dalla normativa vigente prima della riforma delle società di capitali del 2003, ed è stata notevolmente ampliata, sia attraverso l’introduzione di nuove figure tipiche di azioni speciali (ad esempio, le azioni correlate *ex art. 2350, co. 2, c.c.* e le azioni riscattabili *ex art. 2437-sexies c.c.*) sia per effetto del riconoscimento dell’atipicità delle categorie speciali. Mediante tale tecnica si consente alla s.p.a. di incentivare la sottoscrizione di azioni e la raccolta di mezzi finanziari, rendendo le caratteristiche dei titoli sempre più rispondenti alle esigenze dei potenziali investitori (così la Relazione al d.lgs. n. 6/2003, § 2). Sul tema delle categorie di azioni v., tra gli altri, NOTARI, *Le categorie speciali di azioni, Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadesse e G.B. Portale, 1, Torino, Utet, 2007, 594 ss., il quale osserva che «la creazione di una categoria di azioni, portatrice di diritti diversi dalle altre azioni, spesso rappresenta (...) la modalità con cui una pattuizione tra soci si eleva dal rango di patto parasociale a quello di norma statutaria» (610). Cfr. altresì SCIUTO-SPADA, *Op. cit.*, 39 ss.

<sup>611</sup> Al riguardo v. NOTARI, *Le categorie, cit.*, 610.

<sup>612</sup> Come noto, è dato ampio spazio all’autonomia statutaria nella determinazione del contenuto della categoria speciale di azioni. Fuori dagli espressi limiti di legge e dai tratti inderogabili della disciplina del tipo s.p.a. (su cui v. SCIUTO-SPADA, *Op. cit.*, 40 ss.), si afferma che «qualsiasi situazione giuridica soggettiva astrattamente attribuibile dallo statuto alle azioni (...) ed astrattamente suscettibile di una diversa attribuzione ad una parte delle azioni rispetto alle altre azioni, sia idonea a fondare una categoria azionaria»: così NOTARI, *Le categorie, cit.*, 601. Tra i diritti soggettivi che possono configurare categorie di azioni vi sono pertanto sia privilegi di carattere patrimoniale, sia diritti amministrativi. Nel caso specifico, ad esempio, oltre al privilegio nella ripartizione degli utili di cui si è detto, si potrebbe prevedere quale “diritto diverso”: la postergazione nelle perdite, l’attribuzione della potestà di riscatto *ex art. 2437-sexies c.c.*, o ancora il diritto di voto determinante, cioè il diritto di subordinare al voto favorevole del titolare della categoria l’approvazione di una o più delibere assembleari (nei limiti, peraltro, dell’art. 2369 co. 4 c.c.) (al riguardo cfr. la massima n. 73 elaborata dalla Commissione massime societarie del Consiglio Notarile di Milano).



eventualmente convertibile in azioni ordinarie<sup>613</sup> in caso di trasferimento a terzi delle azioni di categoria<sup>614</sup>.

Tecnicamente, dunque, la categoria speciale potrebbe essere costruita mediante il meccanismo condizionale, attraverso cui collegare il riconoscimento di diritti particolari al verificarsi di eventi futuri ed incerti, quali la realizzazione dei plusvalori da *fair value* (ed eventualmente il trasferimento a terzi delle azioni<sup>615</sup>).

Con la condizione si supera, infatti, il problema di attribuire privilegi senza la certezza che si concretizzi il suo “corrispettivo”, subordinando tale attribuzione alla concretizzazione dei valori stimati (evento a fronte del quale i plusvalori iscritti in riserva diventano disponibili e possono essere riconosciuti ai soci attraverso un aumento gratuito del capitale sociale)<sup>616</sup>.

---

<sup>613</sup> Per la definizione di azioni “ordinarie” v. SCIUTO-SPADA, *Op. cit.*, 40, i quali le definiscono come quelle «che compendiano, *uniformemente*, le prerogative e gli oneri *tutti* della partecipazione azionaria».

<sup>614</sup> Come noto, la conversione automatica ricorre quando essa sia prevista in origine, sin dal momento dell'emissione delle azioni, al verificarsi di una data o di un evento; si distingue quindi dall'ipotesi di conversione forzata, che si verifica quando la trasformazione in azioni di un'altra categoria viene disposta dalla società con assemblea straordinaria a maggioranza, senza subordinare tale conversione all'adesione dei singoli azionisti. Sulla possibilità di prevedere una conversione automatica delle azioni di categoria in azioni ordinarie in caso di trasferimento della partecipazione v. gli orientamenti in materia societaria del Consiglio Notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, massima n. 7 del 8 luglio 2008, “Azioni speciali e loro conversione automatica in ordinarie a seguito di trasferimento”: «una società per azioni può emettere azioni dotate di particolari diritti amministrativi prevedendo che, in caso di loro trasferimento a terzi da parte del sottoscrittore, tali diritti vengano meno con automatica conversione delle stesse in azioni ordinarie». Più in generale, sulla legittimità di clausole che comportino l'automatica conversione di azioni di una categoria in altra categoria cfr., tra gli altri, già PORTALE, *Conversione automatica al momento della quotazione di azioni di altra categoria in azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1986, 569 ss. Dopo la riforma vi è poi un espresso riferimento normativo al fenomeno della conversione all'art. 2350, co. 2, c.c., laddove, in relazione alle azioni fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore, si prevede che lo statuto stabilisce «le eventuali condizioni e modalità di conversione in azioni di altra categoria». In dottrina, dopo la riforma, cfr. SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, Giuffrè, 2008, 242 ss.; MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milanofiori-Assago, Ipsoa, 2004, 122.

<sup>615</sup> Tale seconda condizione non pare, peraltro, strettamente necessaria e risulta potenzialmente sfavorevole al conferente in natura dal momento che gli impedisce di monetizzare il plusvalore da *fair value* in sede di successiva alienazione della sua partecipazione. Sul punto v. *infra* nel testo.

<sup>616</sup> La possibilità di sottoporre il riconoscimento del privilegio a partire da un determinato momento o dal verificarsi di una determinata condizione è pacifica in dottrina: cfr. al riguardo,

Mediante l'eventuale ulteriore previsione secondo cui, in caso di trasferimento a terzi da parte del sottoscrittore, le azioni speciali si convertono automaticamente in azioni ordinarie, si evita, poi, che terzi beneficino in futuro delle prerogative ulteriori (rispetto ai diritti ordinariamente connessi alla partecipazione azionaria) attribuite alla categoria in funzione del riconoscimento dei plusvalori sottostanti al conferimento in natura effettuato dal primo sottoscrittore. Ciò, peraltro, comporterebbe l'impossibilità per l'azionista di categoria di monetizzare il valore aggiunto derivante dalle azioni privilegiate, poiché il terzo, acquistando una partecipazione rappresentativa di azioni convertite in ordinarie, non sarebbe probabilmente disposto a riconoscere un prezzo che tenga conto dei plusvalori da *fair value* realizzati. Tale effetto negativo potrebbe peraltro risultare poco rilevante se si pensa che il conferente in natura a cui viene riconosciuta la categoria di azioni può, per tutto il tempo in cui partecipa alla società, avvantaggiarsi di tali plusvalori attraverso l'esercizio del privilegio che caratterizza la categoria. Sembra, dunque, che, anche con questa ulteriore previsione, il meccanismo della categoria di azioni possa soddisfare i suoi interessi, almeno fintanto che resti in società. Del resto, la clausola di conversione automatica non risulta incompatibile rispetto al tipo società per azioni né rispetto alla naturale trasferibilità dei titoli azionari<sup>617</sup> né rispetto al divieto di attribuzione di posizioni soggettive diversificate a singoli azionisti<sup>618</sup>. Con essa, infatti, non si

---

ad esempio, già prima della riforma delle società di capitali, PORTALE, *Conversione automatica, cit.*, 568, dove ulteriori riferimenti.

<sup>617</sup> Si afferma, infatti, che «non si tratta di clausola che vieta il trasferimento della partecipazione azionaria ma di clausola che limita unicamente la circolazione dei "particolari diritti" incorporati nel titolo in aggiunta ai normali diritti delle azioni ordinarie, assicurando peraltro all'azionista, attraverso il meccanismo di conversione automatica dei titoli in azioni ordinarie, la totale libertà di uscita dalla compagine sociale con una ammissibile compressione della valutazione economica. In sostanza al verificarsi di un certo evento il contenuto dell'azione viene ad essere modificato ma la partecipazione circola liberamente»: così la motivazione della massima n. 7 del Consiglio Notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato citata.

<sup>618</sup> Cfr. al riguardo STAGNO D'ALCONTRES, *Op. cit.*, 276; NOTARI, *Le categorie, cit.*, 597 s. e 612 s., dove l'A. esamina la figura dei "diritti individuali convenzionali" e conclude affermando che «l'ordinamento societario, fuori dai casi eccezionali espressamente contemplati dalla legge, non consente di attribuire diritti sociali "diversi" (e pertanto di matrice necessariamente convenzionale e statutaria) non solo a singole azioni, ma nemmeno a singoli azionisti». La

introduce un divieto di trasferimento delle azioni (in violazione dell'art. 2355-*bis* c.c.), essendo il socio libero di alienarle a terzi, né si elude il limite tipologico<sup>619</sup> dell'azione, visto che i diritti particolari sono incorporati nei titoli che formano la speciale categoria di azioni e sono attribuiti solo "di riflesso" al conferente, quale possessore di tale categoria di azioni<sup>620</sup>.

Si tratta, quindi, di una sorta di riconoscimento "a termine" di diritti ulteriori, che si riflette poi sul piano economico rispetto al corrispettivo che il socio (primo sottoscrittore) può ottenere dall'alienazione della partecipazione (non potendo a tal fine contare sull'esistenza dei particolari diritti)<sup>621</sup>.

---

"sanzione" individuata dall'A. per le clausole statutarie che attribuiscono particolari diritti ad un'azionista singolarmente individuato è peculiare e consiste nel «riconduurre siffatte clausole statutarie proprio nell'alveo dei patti parasociali da cui in un certo senso provengono, affermando che si tratta in realtà di convenzioni parasociali collocate nel "documento" statuto, di cui peraltro non condividono la natura "sociale"», con le relative conseguenze in punto di efficacia e durata; sul punto v., altresì, ANGELICI, *Le azioni*, in *Commentario* Schlesinger, Milano, Giuffré, 1999, 366 ss.

<sup>619</sup> Su cui v. SCIUTO-SPADA, *Op. cit.*

<sup>620</sup> Tecnicamente la previsione di una categoria di azioni con le caratteristiche indicate (e in particolare con clausola di conversione automatica in caso di trasferimento a terzi) può apparire più problematica in sede di aumento di capitale. In tal caso, infatti, onde scongiurare qualsiasi perplessità circa la coerenza della soluzione proposta rispetto al divieto di attribuire situazioni giuridicamente privilegiate direttamente in capo al singolo socio nelle s.p.a., sarebbe bene evitare che l'emissione di azioni speciali sia riservata *ab initio* al (solo) conferente il bene in natura (cfr. al riguardo le motivazioni fornite dal Consiglio Notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato nella massima n. 7 citata). A tal fine l'emissione di azioni speciali deve essere offerta in sottoscrizione a tutti i soci, senza limitazione del diritto di opzione, in modo tale che la delibera di aumento così impostata si dimostri – almeno in linea astratta – inidonea a creare posizioni diversificate tra i soci. Per effetto della (successiva) rinuncia da parte degli altri soci all'esercizio del diritto di opzione, si persegue comunque la finalità concreta di assicurare al conferente il bene in natura *ex art. 2343-ter*, co. 2, lett. a), c.c. i diritti particolari della categoria speciale di azioni. L'operazione è sicuramente lecita poiché consente alla società di facilitare la buona riuscita dell'operazione di conferimento a vantaggio della stessa (se lo specifico conferimento in natura offerto dal conferente è utile per l'attività sociale) e del socio conferente (che riceve in cambio del suo apporto, imputato a capitale a un valore potenzialmente inferiore a quello reale, una posizione privilegiata rispetto agli altri soci, tendenzialmente idonea a compensare il mancato riconoscimento di un numero di azioni pari al valore comprensivo della riserva da *fair value*).

<sup>621</sup> Al riguardo v. la motivazione della massima n. 7 del Consiglio Notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato citata, in cui si osserva che: «aver previsto il venir meno dei particolari diritti nel caso di alienazione a terzi delle azioni speciali da parte del sottoscrittore non toglie che lo strumento utilizzato risulti pienamente legittimo, in quanto comunque tali

Le differenze tra le due tecniche indicate (assegnazione non proporzionale di azioni e sottoscrizione di una speciale categoria di azioni) consistono nel fatto che, con la tecnica dell'assegnazione non proporzionale, anzitutto, il riconoscimento dei plusvalori da *fair value* al conferente viene raggiunto già in sede di acquisizione del conferimento, quando non è ancora sicura la realizzazione dei plusvalori e a prescindere da essa. Inoltre, non vi è una modifica dei diritti facenti capo all'azione e, conseguentemente, non trova applicazione la disciplina relativa alle azioni di categoria (tra cui la previsione dell'assemblea speciale).

Diversamente, attraverso l'assegnazione di una categoria di azioni, l'interesse del conferente non è attuato in sede di acquisizione del conferimento, ma tramite l'attribuzione alle azioni di diritti patrimoniali e/o amministrativi diversi da quelli inerenti alle azioni ordinarie e, soprattutto, solo in un secondo (incerto) momento discendente dalla realizzazione dei plusvalori.

Nel caso in cui, poi, il diritto particolare, caratterizzante la categoria speciale, consista nel privilegio nella distribuzione degli utili, la tutela del conferente sarebbe ulteriormente subordinata all'esistenza di utili e alla deliberazione circa la loro distribuzione ai soci. Questa tecnica riconosce, quindi, in concreto un livello di tutela inferiore rispetto all'assegnazione non proporzionale dal punto di vista del conferente.

Vi è, poi, una terza tecnica utilizzabile, consistente nell'attribuzione al soggetto conferente, accanto alle azioni, di strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, ultimo comma, c.c.)<sup>622</sup> in grado di garantirgli il diritto alla distribuzione dei

---

diritti ineriscono all'azione e non al suo titolare e il loro venir meno non determina altro che un mutamento del contenuto delle azioni stesse».

<sup>622</sup> Come noto, dopo la riforma delle società di capitali del 2003, è prevista la possibilità per le società per azioni di emettere strumenti finanziari forniti «di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti» (art. 2346, ultimo comma, c.c.), eventualmente «dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco» (art. 2351, ultimo comma, c.c.).

plusvalori da *fair value* a prescindere dalla maturazione (e relativa decisione di distribuzione) di utili<sup>623</sup>.

Questa tecnica, al pari della categoria speciale di azioni e rispetto all'assegnazione non proporzionale di azioni: da un lato, implica il riconoscimento al conferente di una partecipazione sociale inferiore (in qualità di "socio") - con quel che ne consegue in termini di esercizio dei diritti sociali ad essa connessi (tra cui, soprattutto, quelli per l'esercizio dei quali sia richiesta la titolarità di una specifica partecipazione minima); ma, dall'altro lato, tutela il conferente (solo) nel momento in cui si realizzano i plusvalori da *fair value*, senza sconfinare in una tutela aprioristica, come, invece, avviene con l'utilizzo dello strumento dell'assegnazione non proporzionale di azioni.

Inoltre, rispetto allo strumento della categoria di azioni in cui il diritto particolare consista nel privilegio nella partecipazione agli utili, comporta l'ulteriore vantaggio di non subordinare il riconoscimento dei valori aggiunti all'esistenza di utili e alla decisione da parte dei soci di distribuirli.

Sia la tecnica della categoria di azioni con privilegio condizionato, sia quella dello strumento finanziario con diritto condizionato ai plusvalori comportano il problema di accertare il verificarsi delle condizioni in base alle quali ritenere realizzati i plusvalori da *fair value*. Al riguardo, la competenza dovrebbe spettare all'organo amministrativo della conferitaria che, avendo accesso ai dati contabili della società, dovrebbe essere in grado di verificare l'integrazione dell'evento condizionante<sup>624</sup>.

---

<sup>623</sup> Su questa tecnica, tra gli altri, v.: NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, 542 ss.; MAGLIULO, *Le categorie di azioni*, cit.; BARTALENA, *Le nuove tipologie di strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, 293 ss.; TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 1083 ss.; ID., *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Studi e materiali*, Quaderni a cura del Cons. Naz. del Notariato, 1/2005; CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, Giuffrè, 2006.

<sup>624</sup> In questo caso, infatti, non si ripropongono le perplessità evidenziate in precedenza rispetto all'intervento degli amministratori nella verifica della copertura del capitale sociale, non avendo, in questo caso, l'accertamento dei plusvalori riflessi su di essa e attenendo, piuttosto, al riconoscimento al conferente in natura dei particolari privilegi connessi alla modalità di diversificazione della sua posizione prescelta. Per la medesima conclusione in una fattispecie

### 5.3.2. – I riflessi dal punto di vista contabile sul bilancio della conferente dell'utilizzo di una delle tecniche di diversificazione della partecipazione.

Si pone a questo punto il problema di verificare i riflessi contabili del ricorso ad una delle tre tecniche di diversificazione della partecipazione finalizzate al riconoscimento dei plusvalori da *fair value*, a fronte dell'applicazione all'operazione di conferimento dell'art. 6 d.lgs. 38/2005.

A seconda dell'utilizzo dell'una o dell'altra, muta la rappresentazione dell'operazione nel bilancio della società conferente, la cui analisi, pur esulando dagli obiettivi del presente contributo, verrà delineata in sintesi di seguito. Al riguardo, è, peraltro, doveroso premettere che, data l'insidiosità della tematica per lo studioso non specializzato nella materia contabile, in questa sede potrà fornirsi - senza alcuna pretesa di completezza - solo qualche spunto di riflessione, rinviando alla letteratura specialistica per l'approfondimento degli aspetti tecnico-valutativi.

Come già anticipato, il vincolo di indisponibilità che caratterizza le riserve in esame viene meno automaticamente (e si deve riclassificare la riserva come disponibile)<sup>625</sup> solo al momento della effettiva realizzazione dei plusvalori da *fair value*, che si verifica o per effetto della cessione del bene a cui essa fa riferimento al valore complessivo della stessa o a seguito di ammortamento.

Applicando tali regole all'operazione di conferimento e riprendendo l'esempio già proposto si prospetta la seguente situazione: nel bilancio della conferente il bene in natura è iscritto ad un valore complessivo di 100, di cui 30 iscritti nella apposita riserva per plusvalori da *fair value*, la riserva diventa disponibile per effetto della cessione del bene contro un "prezzo" (in azioni) pari (almeno) a 100. La plusvalenza da "valore stimato" diventerebbe, così, una plusvalenza realizzata, e conseguentemente verrebbe meno ogni incertezza in

---

simile v. CINCOTTI, *Il contratto*, cit., 127 ss.; VITALI, *Op. cit.*, 757 ss., il quale, peraltro, esclude che la fonte dell'obbligo degli amministratori di verificare il perfezionamento della condizione della realizzazione dei plusvalori possa rinvenirsi nell'art. 2343 co. 3 c.c. e ritiene che debba discendere, invece, da una specifica regolamentazione pattizia delle parti sul punto.

<sup>625</sup>Ai sensi del co. 3 dell'art. 6 secondo cui «la riserva di cui al comma 2 si riduce in misura corrispondente all'importo delle plusvalenze realizzate, anche attraverso l'ammortamento».

ordine alla sua allocazione in bilancio. Il corrispondente importo (nell'esempio appena riportato: l'intera riserva) andrebbe, pertanto, riqualificato come riserva disponibile<sup>626</sup>. All'opposto si verificherebbe una riduzione della riserva nel caso in cui i plusvalori da *fair value* si rivelino poi inattendibili o, comunque, inferiori rispetto a quanto atteso (per effetto di svalutazione del cespite)<sup>627</sup> e in questo caso non vi sarebbe alcuna liberazione di valori.

La prima delle due situazioni delineate si verifica quando si ricorra alla tecnica dell'assegnazione non proporzionale di azioni, poiché a fronte del conferimento valutato al netto dei plusvalori da *fair value*, la conferente ottiene azioni per un valore superiore, comprensivo di essi<sup>628</sup>.

Quando, invece, il conferimento viene attuato in concreto utilizzando una delle ulteriori tecniche individuate *supra* a maggior tutela del conferente, occorre adattare le regole ora precisate per verificare gli effetti dell'operazione così configurata dal punto di vista contabile nel bilancio della società conferente. Nel caso di ricorso alla categoria di azioni o allo strumento finanziario partecipativo la situazione è, infatti, diversa, per effetto del fatto che il riconoscimento dei plusvalori da *fair value* non avviene al momento del conferimento, ma

---

<sup>626</sup> Se in concreto il valore di realizzo fosse inferiore all'ammontare complessivo della riserva, la riqualificazione in riserva disponibile potrebbe riguardare la sola parte corrispondente alla plusvalenza realizzata.

<sup>627</sup> Così il già citato co. 3 dell'art. 6 d.lgs. 38/2005, che pur riferendosi alle sole riserve di cui alla lettera a) del co. 1, si ritiene applicabile anche alle riserve della lettera b) del medesimo comma. In questi termini, ad esempio, COLOMBO, *Il regime, cit.*, 1342; BUSSOLETTI, *Op. cit.*, 171 ss.

<sup>628</sup> Richiamando l'esempio precedentemente formulato, Alfa spa, che redige il proprio bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS, ha in bilancio un bene in natura iscritto al costo per 70 rivalutato a 100 e, quindi, con iscrizione di una riserva per rivalutazione da *fair value* (ex art. 6 d.lgs. 38/2005) pari a 30. Alla luce della tesi qui esposta, il conferimento è imputato al capitale sociale di Beta al valore effettivo di 70 e nel bilancio della stessa società viene iscritta una riserva per 30 (pari alla riserva da *fair value* indicata nel bilancio della conferente prima del conferimento). Contemporaneamente, uno o più soci effettuano un conferimento di valore eccedente (per 30) rispetto al valore nominale delle azioni a questi assegnate e il conferente il bene in natura riceve azioni per un valore complessivo di 100. In questo caso, dunque, nel bilancio della conferente Alfa, a seguito dell'operazione di conferimento, la riserva iscritta ex art. 6 dovrà essere "liberata" ossia diverrà disponibile, poiché i plusvalori in essa indicati sono da considerarsi interamente realizzati per effetto dell'assegnazione alla conferente di azioni per un valore complessivo dei medesimi (più precisamente, per effetto dell'assegnazione non proporzionale).

successivamente e solo in via eventuale. Il conferente il bene in natura riceve, infatti, un numero di azioni inferiore e (tendenzialmente) proporzionale al valore effettivo-certo del conferimento imputato a capitale, al netto della riserva *ex art. 6*, poiché il riconoscimento dei plusvalori da *fair value* avviene unicamente al realizzarsi degli stessi.

Posto che, secondo l'art. 6 citato, la riserva diventa disponibile<sup>629</sup> solo al momento della sua effettiva realizzazione, che si verifica – come già più volte precisato – o per effetto della cessione del bene a cui essa fa riferimento al valore comprensivo della stessa o a seguito di ammortamento, si potrebbe concludere che la società conferente Alfa debba necessariamente registrare l'azzeramento della riserva al momento della cessione del bene al “prezzo” inferiore di 70. Non si riterrebbe svincolata la riserva iscritta nel bilancio della conferente<sup>630</sup> che, anzi, potrebbe addirittura dover essere azzerata<sup>631</sup>. Del resto, una volta che il bene viene conferito, si potrebbe ritenere che la riserva ad esso relativa debba essere eliminata perché il bene non è più nella disponibilità aziendale<sup>632</sup>.

---

<sup>629</sup> Ai sensi del co. 3 dell'art. 6 secondo cui “la riserva di cui al comma 2 si riduce in misura corrispondente all'importo delle plusvalenze realizzate, anche attraverso l'ammortamento”.

<sup>630</sup> A maggior ragione se si condiziona il riconoscimento dei privilegi della categoria speciale o i plusvalori connessi allo strumento partecipativo alla concretizzazione dei plusvalori stimati, come indicato nel testo.

<sup>631</sup> Ai sensi del co. 3 dell'art. 6 che prevede la riduzione della riserva in misura corrispondente all'importo delle plusvalenze «divenute insussistenti per effetto della svalutazione».

<sup>632</sup> Al riguardo può essere utile prendere in considerazione il principio contabile IAS 16, secondo il quale il valore contabile di immobili, impianti e macchinari deve essere eliminato (in base al criterio della *derecognition*) dal bilancio: (i) quando viene dismesso e (ii) quando non sono più attesi benefici futuri né tramite il suo utilizzo né attraverso la sua dismissione (così il § 67). Relativamente alle modalità di dismissione, il principio contabile citato, al paragrafo 69, fornisce come esempi la vendita, la stipula di un contratto di leasing e la donazione, ossia atti in forza dei quali si trasferisce la proprietà o si dispone la perdita del possesso del bene. Nello stabilire gli effetti della dismissione, lo stesso paragrafo specifica che gli effetti devono decorrere dalla data di cessione del bene, secondo le regole dettate dallo IAS 18 in tema di rilevazione dei ricavi della vendita di beni. In particolare, ne deriva che l'impresa, rileverà la cessione di un bene quando: (i) ha trasferito all'acquirente i rischi significativi e i benefici economici connessi alla proprietà del bene; (ii) ha smesso di esercitare il controllo e il solito livello continuativo di attività associate con la proprietà del bene; (iii) può valutare il ricavo in modo attendibile; (iv) ritiene probabile che i benefici economici futuri derivanti dalla cessione siano fruiti dall'impresa; (v) i costi sostenuti, o da sostenere, per la vendita sono stimabili in modo attendibile (in questi termini lo IAS 18, § 14). Tuttavia, per quanto concerne in trasferimento all'acquirente dei rischi e dei benefici economici connessi al bene, si precisa



La risposta al quesito posto pare, in realtà, più complessa, coinvolgendo aspetti applicativi di non facile, né univoca soluzione, condizionati dalla mancanza di omogeneità del trattamento contabile previsto per l'operazione di conferimento, che, nei principi contabili internazionali, varia a seconda delle modalità con cui essa è posta in essere<sup>633</sup>.

Si potrebbe dubitare che si possa giungere a una soluzione diversa che imponga (o, almeno, permetta) di conservare in bilancio l'iscrizione della riserva per plusvalori da *fair value* ex art. 6 finché vi sia incertezza circa la realizzazione (e il conseguente riconoscimento alla conferente) di essi, alla luce della previsione contrattuale del "conguaglio".

Facendo riferimento all'esempio citato<sup>634</sup>, alla conferente sarebbero assegnate azioni in cambio del conferimento per un valore al netto della riserva (70, al netto di plusvalori pari a 30); la riserva di 30 non troverebbe effettiva realizzazione al momento della cessione, ma potrebbe verificarsi successivamente, entro il termine previsto dalle parti per il riconoscimento dei plusvalori da rivalutazione, al momento della loro concretizzazione. Si potrebbe, dunque,

---

ulteriormente che «se l'impresa conserva rischi significativi connessi con la proprietà, l'operazione non può essere classificata come vendita e non si possono rilevare ricavi. L'impresa può conservare in molti modi un rischio significativo legato alla proprietà. Esempi di situazioni nelle quali l'impresa conserva significativi rischi e benefici connessi con la proprietà si hanno: (...); (b) quando il conseguimento di ricavi da una vendita dipende dai ricavi realizzati dall'acquirente dalla vendita dei beni stessi» (così il § 16 del medesimo principio contabile).

Altro principio contabile a cui si potrebbe fare riferimento per risolvere la questione proposta potrebbe essere lo IAS 27, applicabile al conferimento secondo parte della dottrina (PEROTTA, *Il conferimento d'azienda*, Milano, Giuffrè, 2005, 251), relativo alla contabilizzazione delle cessioni di partecipazioni di controllo, il quale dispone che il valore di iscrizione della partecipata deve coincidere, alla data in cui viene perso il controllo da parte di quest'ultima, con il costo dell'acquirente. Applicando tale principio al conferimento «si dovrebbe, quindi, concludere che la partecipazione debba essere iscritta al costo a sua volta corrispondente al valore – calcolato alla data in cui il conferente perde il controllo del proprio conferimento e, dunque, a quella della effettuazione del conferimento – di quanto ricevuto dalla conferente medesima».

<sup>633</sup> Evidenzia tali difficoltà anche VITALI, *Op. cit.*, 761 ss., il quale ricorda che nel sistema IAS/IFRS vige il principio della c.d. "substance over form" che impone di variare la rilevazione contabile dell'operazione a seconda degli specifici e variabili fattori che la caratterizzano.

<sup>634</sup> In cui Alfa spa redige il proprio bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS e ha in bilancio un bene in natura iscritto al costo per 70 rivalutato a 100, quindi, con iscrizione di una riserva per rivalutazione da *fair value* (ex art. 6 d.lgs. 38/2005) pari a 30.

indagare se sia possibile dar conto nel bilancio della conferente dell'aspettativa relativa al riconoscimento dei plusvalori di 30.

Analoga situazione si pone in tutti quei casi in cui – a prescindere dall'applicazione dell'art. 6 qui proposta – le parti concordino di riconoscere al conferimento un valore massimo inferiore (nel nostro caso, di 70), considerato come valore certo del bene, mentre non vengono subito valorizzati in sede di sottoscrizione anche i plusvalori da *fair value*, poiché non ancora realizzati ma soltanto sperati. In simili casi è comunque salva la possibilità per le parti di accordarsi per riconoscere alla conferente (nel nostro caso, Alfa spa) il diritto ad ottenere i plusvalori da *fair value*, successivamente, qualora questi si realizzino concretamente entro un termine prestabilito<sup>635</sup>.

Rispetto a un'operazione di conferimento con applicazione della regola di cui all'art. 6 citato accompagnata da una delle due tecniche previste occorre chiedersi come possa essere contabilizzata nel bilancio della società conferente e, più precisamente, se essa possa conservare in bilancio l'iscrizione della riserva per plusvalori da *fair value ex art. 6* finché non si avrà la certezza che i plusvalori relativi si siano realizzati (e, quindi, le siano poi attribuiti) o se, invece, deve

---

<sup>635</sup> Per l'analisi di una situazione simile (sebbene non analoga, come si dirà), connessa alla previsione di clausole di *earn out*, si rinvia a VITALI, *Op. cit.*, 761 ss., dove l'A. effettua anche un'analisi del trattamento contabile dei valori potenzialmente idonei a rappresentare l'*earn out*, sia dal punto di vista della conferente, che della conferitaria (concentrandosi, principalmente, sui bilanci redatti secondo i principi contabili nazionali). Più precisamente, per quanto riguarda la conferitaria, l'A. aderisce alla tesi secondo cui sarebbe opportuno «che siano iscritti in bilancio gli effettivi valori attestati dal perito tenendo conto anche di quello relativo al riconoscimento dell'*earn out*». In particolare, all'attivo potranno iscriversi valori a titolo di avviamento che siano controbilanciati, al passivo da una riserva "targata" destinata alla liberazione delle ulteriori azioni da attribuire al conferente solo una volta che siano risultate soddisfatte le condizioni individuate dalle parti». Rispetto alla conferente suggerisce di trattare il valore di *earn out* come un incremento del valore iscritto con riferimento alla partecipazione attribuita, con iscrizione, quindi, al valore complessivo dei plusvalori attesi. Circa le soluzioni individuate dall'A. occorre evidenziare che, rispetto alla situazione esaminata nel presente lavoro, la fattispecie analizzata da VITALI fa riferimento a un caso in cui al maggior valore vengono corrisposte ulteriori azioni (con incremento, quindi, della partecipazione azionaria del medesimo), mentre utilizzando le due tecniche proposte (della categoria di azioni o dello strumento finanziario partecipativo) il riconoscimento dei plusvalori da *fair value* avviene attraverso l'attribuzione del particolare diritto che caratterizza la categoria o per effetto del diritto patrimoniale connesso allo strumento finanziario, dal che consegue un differente effetto dal punto di vista contabile.

necessariamente registrare l'azzeramento della riserva al momento della cessione del bene al "corrispettivo" inferiore di 70.

Come anticipato, pare che la risposta a detto quesito debba seguire percorsi alternativi a seconda della specifica configurazione dell'operazione posta in essere dalle parti. Infatti, per i soggetti che redigono i bilanci in base agli IAS/IFRS, l'operazione di conferimento di beni è trattata in modo diverso a seconda che realizzi o meno un'aggregazione aziendale. Se l'operazione perfeziona una "business combination"<sup>636</sup> si applicano le regole previste dal principio contabile IFRS 3<sup>637</sup>, mentre se non la realizza (come, ad esempio, quando è effettuato all'interno di un gruppo), in assenza di uno specifico principio contabile di riferimento, potrà essere contabilizzata secondo le conclusioni raggiunte dalla prassi e dagli interpreti<sup>638</sup>.

Più precisamente, per il conferimento finalizzato al trasferimento del controllo del *business*, l'IFRS 3 prevede che, in applicazione del cosiddetto

---

<sup>636</sup> Come noto, la *business combination* è definita dall'IFRS 3 come una operazione che abbia come risultato finale l'unione di attività aziendali inizialmente distinte in seno ad un unico soggetto giuridico. Pertanto, affinché l'operazione di conferimento rientri in tale concetto è necessario che ad essa partecipino soggetti "terzi", ovvero soggetti non sottoposti a comune controllo, e che l'operazione determini l'acquisizione del controllo dell'entità risultante dall'operazione stessa. Al riguardo v. VITALI, *Op. cit.*, 762, il quale rileva che sono estranee all'ambito applicativo del principio contabile in esame «tutte quelle operazioni di conferimento di azienda che non abbiano l'effetto di comportare un cambio di controllo».

<sup>637</sup> Il testo aggiornato è disponibile in *Principi contabili internazionali 2014, Testo completo e integrato dei Principi Contabili IAS/IFRS e Interpretazioni SIC/IFRIC secondo i Regolamenti (CE)*, cit., 618 ss.

<sup>638</sup> Si tratta delle operazioni di "*business combinations involving entities or businesses under common control*", cioè le operazioni in cui «*the combining entities or businesses are ultimately controlled by the same party or parties both before and after the business combination*» (così il paragrafo 11 dell'IFRS 3), che sono escluse dall'ambito di applicazione obbligatoria dell'IFRS 3. Per le regole di contabilizzazione di siffatte operazioni cfr. il documento ASSIREVI, *OPI 1 "trattamento contabile delle business combinations of entities under common control"*, già citato e in dottrina, per una diversa soluzione v. CASÒ – MILITELLO, *Le operazioni straordinarie tra soggetti sotto comune controllo: individuazione della disciplina applicabile nel silenzio degli IFRS e compatibilità degli IFRS con le disposizioni del codice civile*, in *Riv. dott. comm.*, 2006, 453 ss., i quali annoverano tra le ipotesi da ricondurre alle operazioni sotto comune controllo «il conferimento di un *business* a favore di una società neocostituita o preesistente ma controllata dalla conferente medesima (...)» (454). Nell'esempio proposto in precedenza, l'operazione rientrerebbe in questa seconda categoria se la conferente Alfa, a seguito del conferimento, non acquisisse il controllo di Beta.

“purchase method”<sup>639</sup>, le attività acquisite a seguito dell’operazione di aggregazione aziendale (nel nostro caso le azioni di Beta) debbano essere rilevate sulla base del loro *fair value* al momento della realizzazione dell’operazione, che corrisponde al costo sostenuto per l’acquisizione<sup>640</sup>. Lo stesso principio contabile precisa poi (§ 39) che il conferente (nel nostro caso, Alfa spa) nella valutazione del *fair value* delle azioni ricevute a seguito del conferimento debba tener conto anche del “corrispettivo potenziale”. Il principio considera, quindi, anche la parte di corrispettivo condizionata, da rilevare comunque all’atto dell’acquisto. Esso recita, infatti, espressamente che se un accordo di aggregazione aziendale prevede rettifiche al costo dell’aggregazione subordinate ad eventi futuri, l’acquirente<sup>641</sup> deve includere l’importo di tali rettifiche nel costo dell’aggregazione alla data di acquisizione se la rettifica è probabile e può essere determinata attendibilmente<sup>642</sup>.

---

<sup>639</sup> Cfr., tra gli altri GHITTI, *Op. cit.*, 179 ss.

<sup>640</sup> Nel caso particolare del conferimento, poiché la contropartita è rappresentata da partecipazioni, per determinare il costo dell’acquisizione occorre determinare il *fair value* delle azioni emesse alla data del trasferimento del controllo.

<sup>641</sup> Per “acquirente” si intende il soggetto che «acquisisce il controllo di un’altra entità, ossia l’acquisita» (cfr. IFRS 3, § 7 e Appendice A). Tale posizione è assunta dal conferente nel caso di c.d. “reverse acquisition”, ossia quando «per effetto del maggior valore dell’azienda conferita rispetto a quello della società conferitaria, quest’ultima emette a corrispettivo del conferimento un quantitativo di azioni a favore della società conferente tale da consentirle l’acquisizione del controllo della conferitaria»: così CARATTOZZOLO, *Applicazione, cit.*, 1472. L’A. evidenzia alcune perplessità rispetto a tale fattispecie dovute alla constatazione che il conferimento inverso, dal punto di vista organizzativo, comporta un «disallineamento fra le disposizioni di legge sui conferimenti in natura e sulla stima ex art. 2343 a copertura del capitale sociale e del sopraprezzo ed il trattamento contabile dell’operazione» a causa di una serie di aspetti, tra cui il fatto che «il patrimonio netto post-conferimento risultante dall’applicazione dei criteri dell’IFRS 3 non è più quello della conferitaria, risultante dall’imputazione a capitale e sopraprezzo del valore dell’azienda risultante dalla perizia dell’esperto, bensì è pari alla somma del capitale sociale e delle riserve risultanti dal bilancio della conferente (non della conferitaria) e dell’aumento di capitale che questa avrebbe dovuto effettuare se l’operazione fosse avvenuta nel senso opposto. Dunque, l’aumento di capitale è totalmente svincolato dal valore di perizia dell’azienda conferita e può essere anche notevolmente diverso da esso». L’A. risolve tale contrasto proponendo in caso di conferimento inverso la disapplicazione dell’IFRS 3 al bilancio di esercizio (mentre continuerebbe a valere per il bilancio consolidato), dando preminenza alle risultanze del procedimento di stima ex art. 2343 c.c. Per la definizione di “acquisizioni inverse” v. l’Appendice B all’IFRS 3, consultabile in *Principi contabili internazionali 2014, Testo completo e integrato dei Principi Contabili IAS/IFRS e Interpretazioni SIC/IFRIC secondo i Regolamenti (CE), cit.*, 639.

<sup>642</sup> Nel testo riportato in *Principi contabili internazionali 2014, Testo completo e integrato dei Principi Contabili IAS/IFRS e Interpretazioni SIC/IFRIC secondo i Regolamenti (CE), cit.*, 625 s. il § 39 recita:

Si tratta in sostanza della previsione di un componente di corrispettivo differito nel tempo ed eventuale dipendente da un evento successivo all'aggregazione aziendale (c.d. "corrispettivo potenziale"<sup>643</sup>), che si verifica, ad esempio, quando sono previste clausole di *earn out*<sup>644</sup>, ossia clausole, molto frequenti soprattutto nelle operazioni di cessione di partecipazioni sociali, con cui l'acquirente si impegna a riconoscere un'addizione di prezzo (o di azioni) al venditore nel caso in cui la società raggiunga determinati risultati entro un certo lasso di tempo.

In questi casi la società Alfa, ritenendo probabile che il corrispettivo potenziale di 30 sia incassato (perché il bene, ad esempio, sarà venduto da Beta almeno al valore rivalutato) entro il termine stabilito, potrebbe iscrivere le azioni di categoria ricevute al valore di 100 o comunque iscrivere, accanto alla partecipazione azionaria del valore di 70, gli strumenti finanziari partecipativi assegnati, mantenendo al contempo in bilancio la riserva da *fair value*<sup>645</sup>, per un importo pari al valore attribuito nel secondo caso agli strumenti finanziari (tra 0 e 30 a seconda delle probabilità che si realizzi il plusvalore).

---

«il corrispettivo che l'acquirente trasferisce in cambio dell'acquisita comprende qualsiasi attività o passività risultante da un accordo sul corrispettivo potenziale (si veda paragrafo 37). L'acquirente deve rilevare il *fair value* (valore equo) alla data di acquisizione del corrispettivo potenziale come parte del corrispettivo trasferito in cambio dell'acquisita». Il § 40, poi, rinvia al contenuto del § 58 che fornisce indicazioni sulla contabilizzazione successiva dei corrispettivi potenziali.

<sup>643</sup> Definito nell'Appendice A all'IFRS 3 (consultabile in *Principi contabili internazionali 2014, Testo completo e integrato dei Principi Contabili IAS/IFRS e Interpretazioni SIC/IFRIC secondo i Regolamenti (CE), cit.*, 634) come «una obbligazione per l'acquirente di trasferire attività aggiuntive o interessenze ai precedenti soci di una acquisita come parte di uno scambio per ottenere il controllo dell'acquisita, qualora si verificano determinati eventi futuri o vengano soddisfatte determinate condizioni. Tuttavia, il corrispettivo potenziale può anche conferire all'acquirente il diritto alla restituzione di un corrispettivo trasferito in precedenza nel caso vengano soddisfatte determinate condizioni».

<sup>644</sup> A cui si è già accennato sopra nel testo e rispetto alle quali si richiamano nuovamente i lavori di: VITALI, *Op. cit.*, 739 ss.; CINCOTTI, *Il contratto, cit.*, 123 ss.; SANGIOVANNI, *Op. cit.*, 1161 ss.; LANCIANI, *Op. cit.*, 319 ss.; TINA, *Op. cit.*, 419 ss.

<sup>645</sup> Se otterrà il maggior corrispettivo, Alfa libererà la riserva da *fair value*, mentre qualora il plusvalore di 30 non si concretizzasse entro il termine stabilito dalle parti (ad esempio, perché la successiva vendita del bene non fosse realizzata per un prezzo superiore a 70) e, dunque, la società Alfa non ottenesse il maggior corrispettivo previsto dall'accordo, la partecipazione dovrebbe essere svalutata con proporzionale riduzione della riserva da *fair value*.

Più complesso risulta il caso in cui, invece, il conferimento non realizzi una *business combination*, poiché, come si è detto, si è fuori dallo specifico ambito applicativo dell'IFRS 3 e non esiste un criterio specifico<sup>646</sup>. La lacuna circa la contabilizzazione di operazioni di tal sorta realizzate con finalità meramente riorganizzative impone di individuare la modalità più corretta e al riguardo la dottrina aziendalistica non è giunta a una soluzione unanime, pur muovendo dall'analisi del medesimo principio contabile internazionale che indica il metodo da applicare in assenza di uno standard *ad hoc*, ossia lo IAS 8<sup>647</sup>. Tale principio testualmente, al § 10, prevede che «in assenza di un Principio o di una Interpretazione che si applichi specificatamente a una operazione, altro evento o circostanza, la direzione aziendale deve fare uso del proprio giudizio nello sviluppare e applicare un principio contabile al fine di fornire una informativa che sia: (a) rilevante ai fini delle decisioni economiche da parte degli utilizzatori; e (b) attendibile, in modo che il bilancio: (i) rappresenti fedelmente la situazione patrimoniale-finanziaria, il risultato economico e i flussi finanziari dell'entità; (ii) rifletta la sostanza economica delle operazioni, altri eventi e circostanze, e non meramente la forma legale; (iii) sia neutrale, cioè scevro da pregiudizi; (iv) sia prudente; e (v) sia completo con riferimento a tutti gli aspetti rilevanti». Ancora, al successivo paragrafo, precisa che «nell'esercitare il giudizio descritto nel paragrafo 10, la direzione aziendale deve fare riferimento e considerare l'applicabilità delle seguenti fonti in ordine gerarchicamente decrescente: (a) le disposizioni degli IFRS che trattano casi simili e correlati; e (b) le definizioni, i criteri di rilevazione e i concetti di valutazione per la contabilizzazione di attività, passività, ricavi e costi contenuti nel *Quadro sistematico*».

---

<sup>646</sup> Cfr. il documento ASSIREVI, *OPI 1, cit.*; CASÒ – MILITELLO, *Le operazioni, cit.*, 454; CASÒ, *Gli IFRS, cit.*, 1351 ss. Per l'analisi di tale principio si veda il recente *Principi contabili internazionali 2014, Testo completo e integrato dei Principi Contabili IAS/IFRS e Interpretazioni SIC/IFRIC secondo i Regolamenti (CE)*, Gruppo24ore, Milano, 2014, 82 ss.

<sup>647</sup> Muovono dall'analisi dello IAS 8 sia l'ASSIREVI nel documento OPI 1 citato, dove espressamente si afferma che «considerata la peculiarità di queste operazioni e il fatto che gli IFRS non le trattano in modo specifico, si ritiene che la scelta del principio contabile più idoneo debba essere guidata dai canoni generali previsti da IAS 8»; sia CASÒ – MILITELLO, *Le operazioni, cit.*, 454.

Secondo una prima interpretazione fatta propria dall'Assirevi<sup>648</sup>, «la soluzione al problema delle operazioni *under common control* deve essere ricercata in prima battuta all'interno del corpo dei principi IFRS». Nell'individuazione di tale soluzione, l'operatore pratico dovrebbe considerare: (i) anzitutto che il principio contabile prescelto per rappresentare le operazioni *under common control* «deve riflettere la sostanza economica delle stesse, indipendentemente dalla loro forma giuridica»<sup>649</sup>; e di conseguenza (ii) che i trattamenti contabili per esse discendono dalla «evidenza o meno di una sostanza economica, ossia di una significativa influenza sui flussi di cassa futuri delle attività nette trasferite per le entità interessate»<sup>650</sup>.

Sulla scorta di tali premesse, l'Assirevi ritiene che il c.d. *purchase method* possa essere applicato solo se le aggregazioni hanno una significativa influenza sui flussi di cassa futuri dell'azienda trasferita<sup>651</sup>; mentre, in caso contrario, per le operazioni di mera riorganizzazione prive di una significativa influenza sui flussi di cassa, viene richiamato il principio di continuità<sup>652</sup> e applicato, così, il *pooling of*

---

<sup>648</sup> Cfr. ASSIREVI, nel documento *OPI 1 "trattamento contabile delle business combinations of entities under common control"*, già citato.

<sup>649</sup> Aspetto ritenuto centrale dall'Assirevi che, infatti, afferma: «la presenza o meno di "sostanza economica" appare pertanto l'elemento chiave da porre alla base della scelta del principio contabile» (OPI 1, pagina 3).

<sup>650</sup> Cfr. il documento OPI 1, a pagina 4.

<sup>651</sup> Cfr. il documento OPI 1, a pagina 6, in cui si afferma in sintesi quanto segue: «dalla parte dell'acquirente/conferitario: iscrizione al costo inteso come *fair value* delle attività trasferite al momento dell'operazione (IFRS 3), ivi incluso l'avviamento. Dalla parte del venditore/conferente: riconoscimento nel conto economico della differenza tra il prezzo della transazione ed il valore di carico delle attività oggetto del trasferimento».

<sup>652</sup> Più precisamente l'Assirevi afferma che «la selezione del principio contabile per le operazioni in esame, pur giuridicamente rilevanti ma prive di una significativa influenza sui flussi di cassa futuri, deve essere guidata in particolar modo dal principio di prudenza. In questi casi, pertanto, la scelta dei criteri di contabilizzazione deve privilegiare principi idonei ad assicurare la *continuità* dei valori» [n.d.r.: corsivo aggiunti]. Il principio della continuità dei valori «dà luogo alla rilevazione nello stato patrimoniale di valori uguali a quelli che risulterebbero se le imprese oggetto di aggregazione fossero state unite da sempre. Le attività nette dell'entità acquisita e dell'entità acquirente devono essere pertanto rilevate ai valori di libro che avevano nelle rispettive contabilità prima dell'operazione. In linea di principio le iscrizioni contabili successive continueranno portando avanti i valori utilizzati per la contabilizzazione precedente». L'applicazione di tale principio comporta, secondo l'Assirevi, dal punto di vista dell'acquirente/conferitaria, la registrazione di «valori contabili storici determinati secondo la base di costo scelta» con la precisazione che «ove i valori di

*interest method* alla stregua del quale la rilevazione nel bilancio della conferitaria delle attività avverrebbe ai medesimi valori contabili con i quali figuravano nel bilancio della conferente<sup>653</sup>.

Dalla succinta analisi effettuata, parrebbe, pertanto, possibile per la società conferente mantenere in bilancio la riserva da *fair value*, quando sia prevista la possibilità per la medesima di ottenere il riconoscimento dei plusvalori in essa iscritti al momento del loro realizzo.

#### **5.4. – La differenza rispetto ai versamenti in conto futuro aumento di capitale.**

Per certi aspetti la fattispecie che si delinea a fronte dell'applicazione della regola prevista dall'art. 6, co. 4, d.lgs. 38/2005 al conferimento in natura parrebbe

---

trasferimento siano superiori a quelli storici, l'eccedenza va stornata rettificando in diminuzione il patrimonio netto dell'impresa acquirente/conferitaria, con apposito addebito di una riserva»; mentre dal punto di vista dell'alienante/conferente, «per motivi di simmetria con l'impostazione contabile dell'acquirente/conferitario, si ritiene che l'eventuale differenza tra il prezzo della transazione ed il preesistente valore di carico delle attività oggetto del trasferimento non debba essere rilevata nel conto economico, ma debba essere contabilizzata nel patrimonio netto, assimilando l'operazione ad un'operazione effettuata in qualità di azionista. Nel caso in cui la plusvalenza realizzata dal venditore sia riferibile prevalentemente ad avviamento, non precedentemente iscritto nel bilancio del venditore/conferente, la sua iscrivibilità deve essere attentamente valutata in termini di recuperabilità». Con riferimento alla distribuibilità di tale plusvalenza l'Assirevi richiama la Comunicazione Consob n. SOC/RM/94004211 del 19-4-1994, in cui l'Autorità, in ossequio al principio di prudenza, «ravvisa l'opportunità che la politica di distribuzione degli utili scaturenti dall'operazione in questione sia il più possibile correlata con la realizzazione finanziaria dei plusvalori».

<sup>653</sup> Secondo una diversa interpretazione (CASÒ – MILITELLO, *Le operazioni*, cit., 454), invece, per la contabilizzazione delle operazioni sotto comune controllo occorrerebbe fare riferimento alla disciplina delle operazioni di aggregazione contenuta nei principi contabili americani. Tale conclusione si basa sul dettato del paragrafo 11 dell'IFRS 8 che, in alternativa agli *standards* e alle *interpretations* relativi a temi simili e correlati all'interno dei principi IFRS, richiama i principi contabili elaborati da *standard-setters* diversi dallo IASB, purché coerenti con il Framework IASB. Più precisamente gli Autori suggeriscono di «individuare un *corpus* di principi contabili che utilizzi un *framework* analogo a quello dello IASB» e lo individuano in quello elaborato dallo *standard-setter body* degli Stati Uniti (il *Financial Accounting Standards Board* – “FASB”) e, precisamente, nel principio della “*predecessor basis*”.



avvicinarsi alla figura dei versamenti in conto futuro aumento di capitale<sup>654</sup>, ossia quegli apporti eseguiti da un socio, in aggiunta al conferimento, nella prospettiva di una futura operazione di aumento di capitale (e, quindi, di una successiva imputazione al capitale)<sup>655</sup>.

---

<sup>654</sup> Rientrano tra i c.d. “conferimenti a patrimonio”, cioè fuori capitale. Sulla figura dei versamenti in conto futuro aumento di capitale v.: ABBADESSA, *Il problema dei prestiti dei soci nelle società di capitali: una proposta di soluzione*, in *Giur. comm.*, 1988, I, 506, nt. n. 18, che li definisce come «pagamenti anticipati su azioni non ancora emesse»; v. altresì BUSI, *Riduzione del capitale nelle s.p.a. e s.r.l.*, Milano, Egea, 2010, 63 ss.; CENNI, *I versamenti fuori capitale dei soci e la tutela dei creditori sociali*, in *Contr. e impr.*, 1995, 1110 ss.; COLOMBO, *Il bilancio e le operazioni sul capitale*, in *Giur. comm.*, 1984, I, 841 ss.; FICO, *Le operazioni sul capitale nella s.p.a. e nella s.r.l.*, Milano, Giuffrè, 2010, 104 ss.; GINEVRA, *Sottoscrizione*, cit., 62 ss. e 199 ss.; ID., *Sulla qualificazione dei “finanziamenti” dei soci alla società partecipata*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2002, II, 728 ss.; LEOCATA, *Sulla natura giuridica dei versamenti dei soci in conto futuro aumento di capitale, in conto capitale e simili*, in *Contr. e impr.*, 2012, 1272 ss.; PARRELLA, *Versamenti in denaro dei soci e conferimenti nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2000, 118; TANTINI, *Op. cit.*, 127 e 132 s. Sulla natura giuridica di tali versamenti sono state proposte varie ricostruzioni: si riportano di seguito le principali, ritenendo che una loro – pur succinta – disamina consenta di comprendere più agevolmente le differenze rispetto alla fattispecie in esame. Secondo una parte della dottrina il versamento verrebbe effettuato in forza della immediata conclusione tra il socio e la società di un contratto atipico, con cui il socio esegue l’apporto anticipatamente a favore della società in vista del futuro aumento di capitale (così CENNI, *I versamenti*, cit., 1128 ss., secondo la quale il contratto si perfezionerebbe secondo lo schema dell’art. 1333 c.c.). Altri, invece, sostengono che il versamento verrebbe eseguito dal socio in forza di una proposta unilaterale irrevocabile di sottoscrizione (*ex art. 1329 c.c.*), rispetto alla quale la delibera di aumento configurerebbe l’accettazione da parte della società, con la conseguente conclusione del contratto di aumento (così BUSI, *Riduzione del capitale*, cit., 65; PARRELLA, *Versamenti*, cit., 119). Una terza corrente di pensiero ritiene che, attraverso il versamento, il socio anticiperebbe l’esecuzione dell’obbligo derivante dalla sottoscrizione dell’aumento (cioè quello del conferimento): in questo senso TRIMARCHI, *L’aumento*, cit., secondo cui si tratterebbe di un’anticipazione del conferimento (79 s. e 281); negli stessi termini CERA, *Il passaggio di riserve a capitale*, Milano, Giuffrè, 1988, 144; cfr., altresì, ABBADESSA, *Op. cit.*, 497 ss. (in particolare 506, nt. n. 18), il quale parla di pagamenti anticipati su azioni non ancora emesse; FICO, *Op. cit.*, 105, il quale parla di anticipazione della volontà di sottoscrivere; TANTINI, *Op. cit.*, 127, che li definisce una sottoscrizione anticipata del capitale, condizionata alla delibera di aumento; GINEVRA, *Sulla qualificazione*, cit., 738, nt. n. 42, il quale parla di anticipazione della dichiarazione di adesione in cui «la “destinazione organizzativa” dell’apporto alla copertura delle azioni decisa dall’assemblea è preceduta, anziché seguita, dall’atto esterno di adesione ricevuto dall’organo amministrativo»; ID., *Sottoscrizione*, 376, nt. n. 36; analogamente COLOMBO, *Il bilancio e le operazioni sul capitale*, cit., 860. In giurisprudenza parlano di anticipata esecuzione del conferimento Cass., 14 aprile 2006, n. 8876, Cass., 6 luglio 2001, n. 9209. Infine, LEOCATA, *Op. cit.*, 1293, li accomuna alla figura del contratto di deposito (regolare) di cui all’art. 1766 c.c.

<sup>655</sup> Come noto, essi si distinguono rispetto ai versamenti in conto capitale che sono apporti eseguiti da un socio, a prescindere da un’operazione di aumento di capitale, allo scopo di creare una riserva disponibile per le esigenze dell’attiva d’impresa. La diversa destinazione

In entrambi i casi, infatti, si verifica – almeno in potenza, con riferimento al conferimento al *fair value* – il riconoscimento a favore della società di apporti a patrimonio ulteriori rispetto a quelli imputati a capitale e rispetto ai quali il socio ha interesse che si tramutino in partecipazione aggiuntiva.

Rispetto alla figura del versamento in conto futuro aumento di capitale, però, la fattispecie in esame presenta delle particolarità evidenti.

Infatti, mentre la prima consiste in un versamento formato da valori certi e condizionato (solamente) alla deliberazione ed esecuzione dell'aumento da parte della società<sup>656</sup>, il conferimento al *fair value* potrebbe essere ricostruito (eventualmente) come una sorta di sottoscrizione anticipata del capitale, sottoposta alla duplice condizione (i) della realizzazione dei plusvalori da *fair value* e (ii) della deliberazione formale dell'aumento di capitale. Nel conferimento, pertanto, in caso di mancato compimento del primo evento condizionante, il socio non sarebbe più vincolato a sottoscrivere l'eventuale successivo aumento di capitale, mentre se a non verificarsi fosse solo il secondo evento condizionante (approvazione e esecuzione dell'aumento), la somma corrispondente ai plusvalori divenuti effettivi dovrebbe essere restituita al socio (salva la facoltà di disporre diversamente).

Dalle peculiarità che caratterizzano la fattispecie in esame rispetto alla figura dei versamenti in conto futuro aumento capitale discende anche un differente regime in punto di disponibilità delle somme apportate a tale titolo. Infatti, mentre in generale si ritiene che, per i primi, la possibilità per la società di utilizzare per scopi diversi dall'aumento di capitale i versamenti effettuati

---

dei due tipi di versamenti si riflette poi sul regime di disponibilità: mentre i versamenti in conto capitale sono immediatamente e definitivamente acquisiti al patrimonio della società (e conseguentemente si riconosce la possibilità per la società di utilizzare le somme versate dai soci a tale titolo), i versamenti in conto futuro aumento di capitale, tendenzialmente, «fino a quando non viene attuata la futura operazione di aumento, rappresentano per la società un apporto provvisorio» (LEOCATA, *Op. cit.*, 1272) e devono essere restituiti in caso di mancata adozione della delibera di aumento nel termine pre-fissato. E', peraltro, possibile prevedere che, nel caso in cui l'aumento non sia deliberato, il socio rinunci al diritto di restituzione e lasci i versamenti effettuati in società che si "trasformano" in semplici versamenti in conto capitale.

<sup>656</sup> Si esprime in questi termini TANTINI, *Op. cit.*, 127, testo e nt. n. 26, e 132.

dipenda da una scelta volontaria del socio<sup>657</sup> o, comunque, dallo scopo concreto per cui il versamento è stato eseguito (che è pur sempre una *quaestio voluntatis*)<sup>658</sup>, nel “versamento” dei plusvalori da *fair value* il vincolo di indisponibilità discende da una previsione normativa (art. 6, co. 4, d.lgs. 38/2005), inderogabile (in quanto posta a tutela di interessi non disponibili da parte del socio o della società).

Diretta conseguenza delle differenze sopra delineate rispetto alle due figure in esame è, inoltre, la distinta modalità di iscrizione in bilancio: per i versamenti in conto futuro aumento di capitale la tesi prevalente in dottrina, che si condivide, prevede l’iscrizione al passivo “reale” tra i debiti<sup>659</sup> (fino a che non venga deliberato l’aumento di capitale); mentre i plusvalori da *fair value* devono confluire necessariamente – per tutto quanto detto – al passivo “fittizio”, cioè in una riserva inderogabilmente indisponibile fino al realizzo.

## 6. – Considerazioni conclusive.

Nel corso della trattazione si è precisato che con il criterio contabile di bilancio si intende ricercare il valore attuale di scambio del bene da conferire e che

---

<sup>657</sup> Così BUSI, *Riduzione del capitale*, cit., 65, secondo il quale la società potrebbe utilizzare tali versamenti solo dietro autorizzazione espressa del socio. V. altresì CERA, *Il passaggio*, cit., 149.

<sup>658</sup> In questi termini LEOCATA, *Op. cit.*, 1279, secondo cui i versamenti in conto futuro aumento di capitale effettuati per procurare alla società risorse utilizzabili nella fase precedente all’adozione della delibera di aumento programmata dovrebbero ritenersi utilizzabili (perché destinati in modo stabile e definitivo alla società), salvo espresso divieto del socio; mentre quando il versamento è eseguito a garanzia della futura sottoscrizione dell’aumento di capitale, il versamento dovrebbe considerarsi soggetto al vincolo di indisponibilità (in quanto ritenuti apporti provvisori, destinati ad essere acquisiti al patrimonio della società nel momento in cui venga attuata la futura operazione di aumento), salva autorizzazione espressa del socio. Rispetto a tale secondo caso – che pare più simile alla fattispecie in esame – l’A. precisa che «potrebbe accadere che il socio sia disposto ad impegnarsi immediatamente a sottoscrivere per la propria quota il futuro aumento di capitale, tuttavia non vuole che le somme corrispondenti al proprio futuro conferimento siano “messe a rischio” prima che l’operazione stessa si sia perfezionata».

<sup>659</sup> Così, tra gli altri, COLOMBO, *Il bilancio d’esercizio*, cit., 511; BUSI, *Riduzione del capitale*, cit., 67; TRIMARCHI, *L’aumento del capitale*, cit., 81; ID., *Le riduzioni del capitale*, cit., 306; per quanto attiene alla dottrina notarile cfr. altresì la massima H.L.2 - (Versamenti soci in conto futuri aumenti di capitale) del Comitato interregionale dei Consigli notarili delle Tre Venezie, consultabile sul sito: [www.notariatotriveneto.it](http://www.notariatotriveneto.it).

tale valore – in base alla ricostruzione qui prospettata – può essere individuato con modalità diverse, a seconda dei principi contabili utilizzati per la redazione del bilancio.

Ognuna di esse si rivela, peraltro, foriera di conseguenze negative rispetto all'obiettivo della verifica di effettività del capitale sociale a cui è prodromica la valutazione di stima del conferimento in natura.

Il fatto che il documento del bilancio sia un atto elaborato dagli amministratori non ne garantisce, infatti, l'assoluta veridicità, come dimostrano gli studi in tema di *overconfidence bias*<sup>660</sup> in cui si evidenzia la tendenza degli amministratori a fornire informazioni gonfiate circa la situazione patrimoniale e le prospettive di crescita della società.

Inoltre, quand'anche rispondenti al vero, non è detto che le iscrizioni in bilancio riflettano il valore attuale del bene, e ciò a prescindere dai principi di riferimento utilizzati per la redazione del documento contabile.

Quando il bene è iscritto al *fair value* in un bilancio IAS, l'individuazione del valore attuale potrebbe apparire in prima analisi più rapida, richiedendo principalmente un controllo attribuito agli amministratori *ex art. 2343-quater c.c.* sulla persistenza del valore e sulla sua effettiva realizzazione (tuttavia, con i limiti già indicati in precedenza)<sup>661</sup>. Peraltro, in questo caso è frequente che l'iscrizione al *fair value* sia integrata dall'indicazione di riserve da plusvalori da *fair value*, ipotesi che, come emerso, richiede un atteggiamento particolarmente prudente, onde evitare di vanificare l'attendibilità della valutazione.

Nel caso di bene iscritto in un bilancio redatto secondo i principi del codice civile, invece, il riscontro del valore attuale del bene da conferire potrebbe rivelarsi meno agevole<sup>662</sup> (sebbene non impossibile<sup>663</sup>), specie se il bene sia ivi iscritto al costo storico e l'iscrizione risalga a molto tempo prima del conferimento.

---

<sup>660</sup> Su cui si sono già indicati gli studi di LANGEVOORT e DICKERSON. Nella dottrina italiana: MIOLA, *Capitale sociale e tecniche*, cit., 397; DENOZZA, *Il capitale sociale*, cit., 571.

<sup>661</sup> Così OLIVIERI, *I sistemi*, cit., 239.

<sup>662</sup> In questi termini OLIVIERI, *I sistemi*, cit., 239, il quale osserva che se il bene è iscritto nel bilancio della conferente al costo storico «l'attribuzione ad esso di un valore attuale di mercato potrebbe risultare ardua – e comunque opinabile – in quanto rimessa ad una sorta di *self*

Si rende, quindi, fondamentale l'esercizio del controllo eseguito da un organo tecnico esterno alle dinamiche e agli interessi della società.

A una lettura superficiale delle norme potrebbe apparire che tale controllo esterno sussista ove riferito all'operato del revisore legale, dato che l'art. 2343-ter, co. 2, lett. a), c.c. riconosce affidabilità ai fini della valutazione del conferimento solo al bilancio che non presenti rilievi da parte del revisore legale.

In realtà, è facile avvedersi che tale controllo non è in grado di restituire al regime di valutazione speciale dei conferimenti l'efficacia che ogni sistema di valutazione deve garantire.

Anzitutto, il fatto che il bene conferito sia iscritto in un bilancio sottoposto a revisione non significa necessariamente che esso sia stato oggetto di specifiche procedure di revisione. Non è detto, infatti, che il bene in questione sia considerato significativo rispetto alla contabilità del conferente nel suo complesso, mentre lo è certamente in relazione all'operazione di conferimento come operazione considerata isolatamente.

Inoltre, le valutazioni di bilancio non implicano una vera e propria stima dei beni aziendali<sup>664</sup>: il controllo effettuato dal revisore legale non coincide, infatti, con (o, comunque, non comprende anche) la ricerca del valore effettivo-attuale dei beni iscritti in bilancio. Nella sua relazione di revisione, da emettere quale esperto indipendente, il revisore deve solo accertare se il bilancio d'esercizio sia viziato da errori significativi e se risulti, nel suo complesso, attendibile e veritiero<sup>665</sup>. Nell'espletare tale incarico, pertanto, il revisore verifica l'adeguatezza e la correttezza dei criteri contabili utilizzati (ed, eventualmente, la ragionevolezza

---

*assessment* inevitabilmente discrezionale della società che effettua il conferimento» con i conseguenti pericoli rispetto all'integrità del capitale sociale, di cui si è già detto *supra*.

<sup>663</sup> Come già osservato *supra*, § 2.2.

<sup>664</sup> Così ABRIANI, *Il nuovo regime*, cit., 307.

<sup>665</sup> Come noto, il revisore legale è chiamato ad esprimere il giudizio sull'attendibilità e sulla veridicità delle informazioni rappresentate in bilancio. Tale compito è oggi disciplinato all'art. 14 del d.lgs. 39/2010, rubricato "Relazione di revisione e giudizio sul bilancio". Per un commento a tale disciplina v. il Principio di Revisione 002 (CNDCEC PR 002), *Modalità di redazione della relazione di revisione ai sensi dell'art. 14 del decreto legislativo 27 gennaio 2010 n. 39*, elaborato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, in data 6 Aprile 2011, consultabile sul sito [www.cndcec.it](http://www.cndcec.it).

delle stime effettuate dagli amministratori) con lo scopo di attestare che il valore dei beni che formano il patrimonio sociale sia almeno pari al valore contabile iscritto in bilancio, mentre – quantomeno non in linea di principio - non è chiamato ad esprimersi sul *fair value* delle singole attività valutate (nel senso di valore effettivo-attuale).

Le valutazioni dei beni iscritti in bilancio, poi, sono verificate dal revisore legale in base al contesto produttivo a cui si riferiscono. Occorre, infatti, considerare, che «l'iscrizione del valore di un bene in bilancio è improntata ad una prospettiva economica di competenza, sì che la relativa valutazione, mentre può avere senso nella dinamica economica e finanziaria dell'impresa "di provenienza" del bene, può non averne affatto in quella "di destinazione" dello stesso»<sup>666</sup>.

Ne risulta così che sia le finalità sia il contesto rispetto ai quali è effettuata la revisione legale sono diverse da quelle prese in considerazione per la valutazione e il controllo dell'attendibilità del valore attribuito al conferimento in natura.

Non pare adeguata nemmeno la previsione di una responsabilità del revisore legale che, nella sua relazione, non esprima rilievi in ordine alla valutazione del bene oggetto del conferimento e che poi si dimostri errata. A prescindere, infatti, da considerazioni relative alle difficoltà di dimostrare siffatta responsabilità e ottenere ristoro dei danni subiti<sup>667</sup>, si tratta pur sempre di una tutela successiva e meramente risarcitoria, non equiparabile a un sistema di controlli *ex ante*.

Alla luce di tali osservazioni ne deriva una critica al metodo di valutazione in commento, che equipara un valore raggiunto sulla base di una apposita stima

---

<sup>666</sup> Cfr. CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *Circolare n. 11/IR, cit.*, 9, in cui si richiama il documento, redatto dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, recante le osservazioni al documento di consultazione «Attuazione della Direttiva 2006/68/CE che modifica la Direttiva 77/91/CEE del Consiglio relativamente alla costituzione della società per azioni nonché alla salvaguardia e alle modificazioni del loro capitale sociale» del Ministero dell'economia e delle finanze.

<sup>667</sup> Sul problema del bilanciamento delle tutele e dell'individuazione degli ambiti di responsabilità dei soggetti chiamati a svolgere un controllo sulla valutazione del conferimento v. ABRIANI, *Il capitale sociale, cit.*, 227 ss.; ID., *Il nuovo regime, cit.*, 295 ss.; SALAMONE, *Le verifiche, cit.*, 47 ss.; DE STASIO, *Una introduzione, cit.*, 31 ss.

effettuata da un esperto secondo precisi criteri (che tiene conto anche dell'utilizzo che di quel conferimento l'impresa conferitaria nello specifico potrà ottenere<sup>668</sup>) a un valore desunto da un bilancio e trasposto automaticamente in un contesto produttivo diverso ovvero con funzioni diverse.

Sotto il profilo della tutela della certezza del capitale sociale, quindi, il valore contabile di un bene potrebbe non essere equiparabile al valore dello stesso quale risulterebbe all'esito di una stima effettuata ai fini del conferimento<sup>669</sup>.

Conseguentemente, il ruolo del controllo successivo degli amministratori assume valore determinante, evidenziandosi così lo slittamento da una tutela *ex ante*<sup>670</sup> a una tutela *ex post* (sebbene non eccessivamente distante temporalmente dal conferimento, ma dall'efficacia più limitata<sup>671</sup>), di cui si è già detto (nel I capitolo, § 6), in contrasto con i dettami della Seconda direttiva.

Tale contrasto potrebbe essere superato ove il controllo *ex post* fosse in grado di integrare, fino a completarla, la verifica preventiva sul valore<sup>672</sup>.

---

<sup>668</sup> V. CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *Circolare n. 11/IR, cit.*, 9.

<sup>669</sup> Così CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *Circolare n. 11/IR, cit.*, 9, che giunge a tale conclusione in considerazione della «diversa finalità delle due valutazioni»; in termini analoghi anche ABRIANI, *Il nuovo regime, cit.*, 307.

<sup>670</sup> Cfr. OLIVIERI, *I sistemi, cit.*, 240, il quale osserva che «la nuova disciplina di valutazione dei conferimenti in natura introdotta dall'art. 2343 *ter*, c.c. si discosta sensibilmente da quella "ordinaria" basata sulla relazione dell'esperto nominato ai sensi dell'art. 2343 c.c. dando vita ad un sistema alternativo indubbiamente agevolato sul piano degli oneri e degli adempimenti ma, al tempo stesso, meno affidabile dal punto di vista dei controlli *ex ante* e delle garanzie circa la esatta formazione del capitale sociale».

<sup>671</sup> In quanto, come si è già precisato, l'obbligo di controllare la valutazione scatta per gli amministratori nel caso previsto dall'art. 2343-*quater* c.c. solo al ricorrere di fatti nuovi rilevanti tali da modificare sensibilmente la valutazione, a differenza del controllo *ex art.* 2343 c.c. che ha carattere generale e impone agli amministratori di verificare la valutazione dell'esperto sempre. Al riguardo v. OLIVIERI, *I sistemi, cit.*, 240 s. il quale evidenzia il rischio che siano «sottratti a qualsivoglia verifica successiva aspetti e momenti fondamentali della stima del conferimento in natura, come ad esempio: (...) (ii) la correttezza del procedimento seguito per ricavare il valore equo del conferimento dal bilancio di un'altra società, nell'ipotesi prevista dalla lett. a); (iii) nonché, più in generale, tutti i casi nei quali il valore attribuito al bene in occasione del suo conferimento non risulti in linea con (in quanto notevolmente inferiore a) quello di mercato».

<sup>672</sup> In questi termini già OLIVIERI, *I sistemi, cit.*, 240. Evidenzia i rischi connessi a un eccessivo spostamento dalla tutela preventiva a quella successiva anche TASSINARI, *Gli apporti, cit.*, 214, secondo il quale esso «genererebbe pregiudizio, non rilancio della competitività dell'intero sistema», anche se poi lo stesso A. suggerisce l'adozione di alcuni interventi per migliorare la

Come si è già chiarito<sup>673</sup>, tutti i sistemi di valutazione dei conferimenti in natura – considerati gli interessi da essi protetti – devono condurre al raggiungimento del valore effettivo. Anche il criterio del valore contabile di bilancio, dunque, deve garantire il medesimo livello di tutela del sistema di valutazione tradizionale di cui all’art. 2343 c.c., dovendo tendere, come ogni altra tecnica di valutazione, ad assicurare l’esatta formazione e la copertura del capitale sociale<sup>674</sup>.

Corollario di tale assunto di partenza è che, affinché il criterio alternativo del valore contabile possa ritenersi coerente con il sistema, occorre che il controllo successivo operato dagli amministratori si riveli più rigoroso di quello previsto nel sistema tradizionale (dove, grazie al controllo dell’esperto esterno nominato dal Tribunale, si garantisce una obiettività e indipendenza della valutazione già *ex ante* al conferimento) dall’art. 2343 c.c.<sup>675</sup>.

Rispetto all’iscrizione in un bilancio IAS, come osservato dalla dottrina aziendalistica<sup>676</sup>, è più facile che si verifichino errori dovuti al fatto che i principi contabili internazionali, anche in conseguenza della loro continua evoluzione, risultano spesso complicati e di difficile applicazione pratica.

Ciò aumenta la discrezionalità degli amministratori nella verifica dell’intervento dei fatti rilevanti che possono aver inciso sulla valutazione, di cui all’art. 2343-*quater* c.c. e rende, quindi, più difficile verificarne l’operato. Inoltre comporta un maggior rischio di sopravvalutazione, soprattutto nel caso in cui il *fair value* risulti in parte formato da plusvalori non ancora realizzati e non si adotti il correttivo qui proposto dell’estensione della regola prevista dall’art. 6 d.lgs. 38/2005 all’operazione di conferimento.

---

disciplina oggi vigente del capitale sociale, tra cui quello di «rendere più flessibili, alleggerendo le formalità obbligatorie *ex ante* ed accettando che alcune vicende siano verificate soltanto *ex post*, le regole in materia di formazione e conservazione del capitale sociale (...)».

<sup>673</sup> V. capitolo I, § 6.

<sup>674</sup> In questi termini, tra gli altri, OLIVIERI, *I sistemi*, cit., 238 s.

<sup>675</sup> Evidenziano la necessità di una interpretazione che consenta di superare l’insufficienza dei controlli *ex post* di competenza degli amministratori OLIVIERI, *I sistemi*, cit., 242; SALAMONE, *Le verifiche*, cit.; FERRI JR., *La nuova*, cit., 255 ss.; NOTARI, *Il regime*, cit., 100 ss.

<sup>676</sup> GUIDANTONI-PALCHETTI, 94; GIUSSANI, *La compatibilità*, cit., 548 ss.



Diversamente, rispetto all'iscrizione in un bilancio redatto alla stregua dei principi del codice civile l'attività di verifica del valore operata dagli amministratori potrebbe richiedere del tempo, quando si rende necessario aggiornare un dato di bilancio iscritto al costo storico.

Le considerazioni che precedono confermano, quindi, le perplessità già più volte espresse nel corso della presente indagine e impongono di verificare se le scelte effettuate dal legislatore rispetto all'introduzione del criterio alternativo del valore contabile di bilancio siano consapevolmente orientate al ridimensionamento dell'importanza del capitale sociale, anche alla luce dei recenti interventi normativi che hanno riguardato l'istituto.

Negli ultimi anni, infatti, nel nostro ordinamento sono stati introdotti dei provvedimenti che sembrerebbero presupporre o comportare una delimitazione dell'importanza del capitale sociale<sup>677</sup>.

---

<sup>677</sup> Relativamente alle società per azioni, oltre alla disciplina di semplificazione del procedimento di valutazione dei conferimenti in natura, si segnalano: (i) le deroghe previste rispetto agli artt. 2446 e 2447 che consentono di posticipare l'applicazione della regola "ricapitalizza o liquida": mi riferisco, da un lato, agli emendamenti apportati alla legge fallimentare introdotti dall'art. 33 del d.l. 22 giugno 2012, n. 83 (c.d. Decreto Sviluppo, recante misure urgenti per la crescita del Paese) rispetto all'art. 182-*sexies* l.fall. e, dall'altro lato, alla disciplina prevista per le c.d. *start-up* innovative, contenuta nel decreto-legge del 18 ottobre 2012, n. 179 e convertito con la legge del 17 dicembre 2012 n. 221 (G.U. 18.12.2012). Su tale previsione v. TOMBARI, *Principi e problemi di "diritto societario della crisi"*, in *Riv. soc.*, 2013, 1138 ss., il quale sottolinea che in situazioni di crisi «la tutela dei creditori è assicurata non più dal capitale sociale, ma dai controlli che l'autorità giudiziaria e il commissario esercitano sull'attività della società e dalle norme della legge fallimentare relative al pagamento dei creditori» (1157); ; (ii) il superamento dell'impossibilità di deliberare aumenti di capitale in presenza di perdite, anche rilevanti, a fronte dell'orientamento espresso dalla Commissione Massime del Consiglio Notarile di Milano con la massima n. 122 del 18 ottobre 2011 (consultabile sul sito internet del Consiglio); (iii) gli effetti dell'introduzione dei principi contabili internazionali sulla disciplina del patrimonio netto. Per l'individuazione di ulteriori indici del generale rilassamento della disciplina del capitale sociale: v. BACCETTI, *Creditori, cit.*, 453 ss., dove ulteriori riferimenti bibliografici. All'interno delle società di capitali, poi – sebbene relativo a un tipo di società a cui non si applica la Seconda direttiva – si deve necessariamente fare riferimento alla introduzione, anche nel nostro ordinamento, di un modello di società a capitale di un euro (c.d. società a responsabilità limitata semplificata), introdotto con il decreto-legge 24 gennaio 2012, n. 1 (convertito in legge il 24 marzo 2012, n. 27, GU 24.3.2012 n. 71 - Suppl. Ordinario n. 53), e poi modificato con il D.L. 28 giugno 2013 n. 76. Per un quadro comparatistico delle forme di società a responsabilità limitata a capitale quasi azzerato cfr. PORTALE, *Società a responsabilità limitata, cit.*, 1237 ss.; MIOLA, *La tutela dei creditori, cit.*, 248 ss.; BARTOLACELLI, *L'insostenibile leggerezza dell's.r.l.s., paper* presentato al V convegno

Si è inciso, ad esempio, sui meccanismi approntati dagli artt. 2446 e 2446 c.c., che vengono sospesi o rinviati per consentire alla società di recuperare il proprio assetto finanziario o accedere a specifiche procedure concorsuali finalizzate al superamento dello stato di crisi, senza dover necessariamente ridurre o azzerare il proprio capitale. La necessità di non ancorare unicamente alla patrimonializzazione della società la valutazione della sua situazione economica – attraverso il riconoscimento della rilevanza della struttura finanziaria – è, però, accompagnata dalla previsione di specifici obblighi in capo alla società che riconfermano la necessità della patrimonializzazione della stessa. Si afferma,

---

annuale dell'Associazione italiana dei Professori universitari di diritto commerciale "Orizzonti di diritto commerciale", *"L'impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi"*, Roma, 21-22 febbraio 2014, consultabile al seguente link: <http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/atti-dei-convegni-associativi/2014>; CINCOTTI, *La disciplina della SARL di diritto francese nell'ambito del dibattito europeo sul capitale sociale*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 600 ss.; VON DER LAAGE G.D., *La "Unternehmersgesellschaft (haftungsbeschränkt)": il nuovo modello di GmbH (s.r.l.) nella recente riforma tedesca*, in *Riv. soc.*, 2011, 404 ss. Per un'analisi della disciplina del sottotipo di s.r.l. introdotto nel nostro ordinamento si vedano: CAGNASSO, *Note in tema di start up innovative, riduzione del capitale e stato di crisi (Dalla "nuova" alla "nuovissima" s.r.l.)*, paper presentato al V convegno annuale dell'Associazione italiana dei Professori universitari di diritto commerciale "Orizzonti di diritto commerciale", *"L'impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi"*, Roma, 21-22 febbraio 2014, consultabile al seguente link: <http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/atti-dei-convegni-associativi/2014>; PORTALE, *Il diritto societario, cit.*, § 4; SALAFIA, *La società a responsabilità limitata semplificata e il tribunale delle imprese (commento al decreto legge 24 gennaio, n. 1)*, in *Soc.*, 2012, 151 ss., il quale, peraltro, osserva che tale previsione non può «ovviamente interpretarsi come espressione della volontà di soppressione del capitale dal novero dei fattori essenziali della produzione»; cfr. altresì: CIAN, *Srl, srl semplificata, srl a capitale sociale ridotto. Una nuova geometria del sistema o un sistema disarticolato?*, in *Riv. soc.*, 2012, 1101 ss.; ATTANASIO, *Srl semplificata: verso il superamento della nozione di capitale sociale?*, in *Soc.*, 2012, 895 ss.; PATRIARCA, *Le società a responsabilità limitata a capitale ridotto dopo un anno: ancora più dubbi che certezze?*, in *Nuovo dir. soc.*, 21/2013, 8 ss.; REVIGLIONE, *La società semplificata a responsabilità limitata: un «buco nero» nel sistema delle società di capitali*, in *Nuovo dir. società*, 2012, 7 ss.; ASSONIME, *La società semplificata a responsabilità limitata*, Circolare N. 29/2012, in *Riv. soc.*, 2012, 1268 ss.; RESCIGNO M., *La società a responsabilità limitata a capitale ridotto e semplificata*, in *NLCC*, 2013, 65 ss.; SPOLIDORO, *Una società a responsabilità limitata da tre soldi (o da un euro?)*, in *Riv. soc.*, 2013, 1085 ss.; MARASÀ, *Considerazioni sulle nuove s.r.l.: s.r.l. semplificate, s.r.l. e start up innovative prima e dopo la l. n. 99/2013 di conversione del d.l. n. 76/2013*, in *Soc.*, 2013, 1086 ss.; BUSANI, *Commento al d.lgs. n. 76/2013*, in *Soc.*, 2013, 1069 ss.; ID., *Massime notarili e orientamenti professionali. La società a responsabilità limitata semplificata*, in *Soc.*, 2013, 722 ss.; le massime notarili approvate il 5 marzo 2013 dalla Commissione Società del Consiglio notarile di Milano nn. 127-132.

quindi, una nuova regola, c.d. “ripristina l’equilibrio finanziario o liquida”<sup>678</sup>, che impone di rinquadrare l’istituto del capitale sociale, all’interno dell’attuale contesto normativo (o, forse, di verificare il passaggio ad un diverso sistema di “autotutela” quando la società versi in situazioni di crisi).

Non essendo possibile occuparsi in questa sede del tema con l’approfondimento che merita, ci si deve limitare ad osservare che, per quanto i recenti interventi potrebbero aprire uno spiraglio verso una nuova concezione dell’istituto (quanto meno in determinate situazioni, quale quella della crisi d’impresa), sembra piuttosto difficile - almeno nel breve periodo - ipotizzare che si possa giungere a una vera e propria riforma del medesimo<sup>679</sup>, anche alla luce del diverso *trend* che si riscontra a livello europeo, dove è stata, invece, riconfermata la centralità del capitale sociale, come strumento di protezione di azionisti e creditori.

In tale contesto, infatti, come si è già osservato nel primo capitolo, dopo una prima fase in cui si è presa seriamente in esame l’opportunità di sostituire il sistema del capitale sociale con tecniche alternative più flessibili, lo studio di fattibilità effettuato dalla KPMG tedesca nel 2008 (anche a fronte della crisi che ha riguardato i mercati finanziari in quel periodo) ha determinato una brusca frenata nel dibattito. La dimostrazione che i costi di *compliance* del capitale sociale si rivelano nella pratica piuttosto limitati e non significativamente superiori rispetto agli istituti alternativi accolti nei paesi di *common law*, ha condotto alla conclusione

---

<sup>678</sup> STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012, 651.

<sup>679</sup> Cfr., ad esempio, MIOLA, *La tutela dei creditori*, cit., 248 e 253 ss. In questi termini anche CAGNASSO, *Note*, cit., 11, in cui l’A. conclude affermando che: «sia le regole in tema di *start up* sia quelle inserite nell’ambito della disciplina del concordato e degli accordi di ristrutturazione sia anche la previsione delle s.r.l. “a capitale simbolico” in qualche misura rappresentano un “*vulnus*” al ruolo ed alla rilevanza del capitale sociale nel sistema societario. In ogni caso non ne eliminano la presenza, dal momento che la regola “ricapitalizza o liquida” è solo sospesa per un certo periodo di tempo, ma non soppressa e la s.r.l. continua ad avere un capitale, sia pure in una misura simbolica. Tutto ciò comporta, sotto altro profilo, che acquista sempre maggior rilievo la regola concernente la rilevanza dell’equilibrio finanziario della società e che potrebbe essere tradotta nella formula “riequilibra o liquida”, che non sopprime quella tradizionale, ma si affianca ad essa».

che un cambiamento di disciplina avrebbe portato maggiori costi rispetto ai benefici<sup>680</sup>.

I risultati del rapporto sono ancora attuali e sono, infatti, stati ampiamente trasposti all'interno della recente direttiva 30/2012/UE, in cui si ribadisce che «per assicurare l'equivalenza minima della protezione degli azionisti e dei creditori delle società occorre in particolare coordinare le disposizioni nazionali riguardanti la loro costituzione nonché la salvaguardia, l'aumento e la riduzione del capitale delle società per azioni».

E' evidente, dunque, che il legislatore europeo continua a considerare il capitale sociale come valida tecnica di sostegno alla sana e prudente gestione dell'impresa, nonché, conseguentemente, come idonea tutela dei creditori e dei terzi.

A prescindere, peraltro, dalla posizione che si ritiene di assumere rispetto al citato dibattito, stante il mantenimento dell'istituto del capitale sociale nell'attuale disciplina di diritto societario, non pare certamente desiderabile – nemmeno nell'ottica di chi ne sostiene l'abolizione – adottare regole (quale quella del criterio contabile di bilancio) in applicazione delle quali un capitale che sembra sulla carta esistente, in realtà, non lo è<sup>681</sup>.

Alla luce dell'indagine che si è svolta è, infatti, emersa la constatazione che l'introduzione del criterio di valutazione del conferimento in natura fondato (in prima analisi) sul *fair value* risultante dal bilancio può compromettere l'effettiva formazione del capitale sociale, specialmente quando il valore contabile sia frutto dell'applicazione dei principi contabili internazionali che, stante l'ampia

---

<sup>680</sup> Lo studio, dopo avere analizzato i vari strumenti alternativi al capitale sociale, tra cui i sistemi alternativi proposti dal MBCA e il modello californiano, oltre ai *liquidity test* e *solvency test*, si conclude affermando che: «*the current capital maintenance regime under the Second Company Law Directive does not seem to cause significant operational problems for companies. Therefore no follow-up measures or changes to the Second Company Law Directive are foreseen in the immediate future*».

<sup>681</sup> Cfr. BACCETTI, *Creditori*, cit., 483 s., il quale, pur dubitando dell'opportunità di conservare l'istituto del capitale sociale, osserva che «è tuttavia certo che se si comincia a demolire il capitale sociale senza la chiara introduzione di un regime alternativo in difesa dei creditori e dei terzi, la posizione dei creditori deboli diventa sempre più critica».

discrezionalità ad essi sottesa e la rilevazione (anche) di plusvalori non realizzati, potenziano il rischio di sopravvalutazioni.

Questo dato, accompagnato da un sistema di controlli successivo (persino) meno stringente di quello previsto dal sistema tradizionale (per le osservazioni svolte), al quale può sfuggire la variazione del *fair value*, soprattutto nel caso in cui la sua oscillazione sia successiva al controllo operato dagli amministratori, lascia dunque perplessi<sup>682</sup>.

Occorre, allora, individuare dei correttivi che, in un'ottica *de jure condito*, permettano di superare le evidenziate contraddizioni del sistema e, *de jure condendo*, suggeriscano un intervento correttivo in grado di rendere il regime speciale di valutazione dei conferimenti in natura efficiente dal punto di vista della garanzia di effettività del capitale sociale<sup>683</sup>.

Limitando l'analisi alla prima prospettiva e non potendo l'interprete ignorare le scelte legislative compiute, si conferma così la necessità di risolvere (quanto meno) il problema del trattamento della riserva da plusvalori da *fair value* nei termini già prospettati, ossia attraverso un'applicazione estensiva/analogica della regola prevista dall'art. 6, co. 4, d.lgs. 38/2005 anche all'operazione di conferimento, onde evitare (almeno) l'imputazione di valori riconosciuti come solo potenziali in una posta, quale è il capitale sociale, che dovrebbe ricomprendere solo valori realizzati a garanzia della sua certezza ed effettività.

---

<sup>682</sup> Riprendendo le parole di SPOLIDORO (*Una società, cit.*, 1088) si potrebbe conclusivamente osservare che «per semplificare una disciplina giuridica in modo efficace occorre comunque avere le idee ben definite su obiettivi e mezzi necessari. Insomma, chi intende semplificare, ma nel farlo insegue obiettivi molteplici, equivoci ed oscuri, fallisce l'obiettivo e complica dove vuol fare il contrario».

<sup>683</sup> Afferma la necessità di un nuovo decreto correttivo, e più in generale di un «restauro» della disciplina di valutazione dei conferimenti PORTALE, *Le nuove norme, cit.*, 35 ss., secondo il quale si potrebbe superare l'inefficienza del sistema in due modi: (i) prevedendo *ex lege* «una *Differenzhaftung* (obbligo di conguaglio in denaro)» ogni qual volta si accerti una minusvalenza dell'oggetto del conferimento e (ii) riducendo il termine previsto per la revisione di stima che «appare insensato di fronte alla volatilità dei mercati di certi beni».



## Indice degli Autori

- ABBADESSA, *Il problema dei prestiti dei soci nelle società di capitali: una proposta di soluzione*, in *Giur. comm.*, 1988, I, 506 ss.
- ABRIANI, *Il nuovo regime dei conferimenti in natura senza relazione di stima*, in *Riv. not.*, 2009, 295 ss.
- ABRIANI, *Introduzione alla struttura finanziaria della s.p.a.: capitale sociale, azioni e strumenti finanziari tra riforma del diritto societario e recenti interventi legislativi*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, in *Commentario* diretto da G. COTTINO – G. BONFANTE – O. CAGNASSO – P. MONTALENTI, Bologna, Zanichelli, 2009, 11 ss.
- ABRIANI, *Il capitale sociale dopo la “nuova” Seconda Direttiva e il d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142: sulla c.d. “semplificazione” della disciplina dei conferimenti in natura, dell’acquisto di azioni proprie e del divieto di assistenza finanziaria*, relazione introduttiva al Convegno «*Il capitale sociale: funzione e disciplina dopo la “nuova” Seconda Direttiva*», tenutosi a Firenze il 17 ottobre 2008.
- AMELIO-GAVANA-GAZZOLA (a cura di), *IAS/IFRS: gli schemi di bilancio. Stato Patrimoniale e Conto Economico secondo i principi contabili internazionali*, Padova, Cedam, 2014.
- ANDENAS-WOOLDRIDGE, *European Comparative Corporate Law*, Cambridge University Press, 2009.
- ANDRZEJ KIDYBA- STANISŁAW SOŁTYSIN’SKI-ANDRZEJ SZUMAN’ SKI, *A Report on Selected Aspects of Legal Capital under Polish Code of Commercial Companies*, in *Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa*, Berlin-New York, 2006 e in lingua inglese, LUTTER, (Ed.), *Legal Capital in Europa*, Berlin-New York, 2006, 695 ss.
- ANGELICI, *Le azioni*, in *Commentario Schlesinger*, Milano, Giuffré, 1999, 366 ss.

- ANGELICI, *Appunti sull'interpretazione degli statuti di società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1993, I, 803 ss.
- ANGELICI, *Inquadramento della direttiva negli ordinamenti dei Paesi CEE*, in *Riv. dir. civ.*, 1986, 559 ss.
- ANGELICI, *La costituzione della società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, vol. 16, tomo II, Torino, Utet, 1985.
- ARNOLD, in *Kölner Komm. AktG*, Bd. 1, Köln, 2010, § 33a, Rdn 3, 635 ss.
- ASCARELLI, *In tema di conferimenti in natura*, in *Riv. soc.*, 1959, 482 ss.
- ASCARELLI, *Sugli effetti della mancata stima di cui all'art. 2343 cod. civ.*, in *Foro it.*, 1951, I, 594 ss.
- ATLANTE – RUOTOLO, *La nuova disciplina dei conferimenti in natura nelle società azionarie: possibili applicazioni nell'ambito della fusione e della trasformazione*, Studio n. 224-2009/I, Approvato dalla Commissione studi d'Impresa il 19 novembre 2009, disponibile sul sito [www.notariato.it](http://www.notariato.it).
- ATTANASIO, *Srl semplificata: verso il superamento della nozione di capitale sociale?*, in *Soc.*, 2012, 895 ss.
- AVAGLIANO, *Modalità particolari di conferimento: con disciplina degli effetti, con conguaglio e in conto capitale in natura*, in *Notariato*, 2013, 515 ss.
- AVERSANO-SANNINO-POLCINI, *Il fair value nei principi contabili internazionali. Origini e recenti tendenze*, in *Il controllo nelle società e negli enti*, 2013, 447 ss.
- BACCETTI, *Creditori extracontrattuali, patrimoni destinati e gruppi di società*, Milano, Giuffré, 2009.
- BACHMANN, *Die Deutsche Volkswirtschaft*, 1935.



- BALESTRA-STEMPNIERWSKI, *A partir du 1er janvier 2009 nouvelles exceptions à l'intervention d'un réviseur d'entreprises en cas d'apport en nature*, in *Tax Audit & Accountancy*, 2009, 3 ss.
- BALLARINO, *Sulla mobilità delle società nella Comunità Europea. Da Daily Mail a Überseering: norme imperative, norme di conflitto e libertà comunitarie*, in *Riv. soc.*, 2003, 670 ss.
- BALZARINI, *La società per azioni in Francia*, in *Le nuove s.p.a.*, Trattato diretto da Cagnasso-Panzani, vol. I, Torino, Zanichelli, 2013, 469 ss.
- BAYER, § 33a, in SCHMIDT-LUTTER *Aktiengesetz: AktG*, Schmidt (Otto), Köln, 2010.
- BAYER-SCHMIDT, *Die Reform der Kapitalaufbringung bei der Aktiengesellschaft durch das ARUG*, in *ZGR*, 2009, 805 ss.
- BARBA, *Commento all'art. 2342*, in *La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, Giappichelli, vol. 2/I, 2003.
- BARTELENA, *Le nuove tipologie di strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, 293 ss.
- BARTOLACELLI, *L'insostenibile leggerezza dell's.r.l.s., paper presentato al V convegno annuale dell'Associazione italiana dei Professori universitari di diritto commerciale "Orizzonti di diritto commerciale", "L'impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi"*, Roma, 21-22 febbraio 2014, consultabile al link: <http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/atti-dei-convegni-associativi/2014>.
- BASE - VAN BUGGENHOUT, *Droit européen des sociétés : vers une réforme du "capital"?*, in *J.T.D.E*, 2007, 193 ss.
- BERTOLOTTI, *I conferimenti*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, in *Commentario* diretto da G. COTTINO – G. BONFANTE – O. CAGNASSO – P. MONTALENTI, Bologna, Zanichelli, 2009, 112 ss.

- BERTOLOTTI, *Commento all'art. 2342*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino e G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, Zanichelli, vol. 1, 2004.
- BIANCHI, *I principi generali di bilancio (artt. 2423-bis c.c.)*, in *Bilanci, operazioni straordinarie e governo dell'impresa*, di L.A. Bianchi, Milano, Egea, 2013, 49 ss.
- BIANCHI, *Riflessioni su fair value e dintorni*, in *Bilanci, operazioni straordinarie e governo dell'impresa*, di L.A. Bianchi, Milano, Egea, 2013, 181 ss.
- BIANCHI, *Art. 2504-bis, comma 4 - Il primo bilancio successivo alla fusione, in Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, Egea, 2006, 872 ss.
- BINI, *Verso una più precisa definizione di fair value*, in *Soc.*, 2011, 320 ss.
- BINI, *I principi contabili internazionali fra rilevanza economica e rappresentazione fedele*, in *La società per azioni oggi: tradizione, attualità e prospettive. Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006 / [a cura di] P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventoruzzo - Milano, Giuffrè, 2007, 111 ss.*
- BOBBIO, *L'analogia nella logica del diritto*, Torino, 1938, ripubblicato, a cura di Di Lucia, Milano, Giuffrè, 2006.
- BOGGIALI – PAOLINI – RUOTOLO, *Modifiche al codice civile: il d.lgs. 142/2008 di attuazione della direttiva 2006/68/CE sulle società per azioni*, Segnalazione Novità, in *CNN Notizie* del 17 settembre 2008.
- BORGIOI, *I conferimenti in natura e di crediti*, in *L'adeguamento della disciplina delle società per azioni alle direttive comunitarie nel D.P.R. 30/1986* (a cura di A. Predieri), Firenze, 1987, 213.
- BÖTTCHER, *Die kapitalerschutzrechtlichen Aspekte der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG)*, in *NZG*, 2008, 481 ss.

- BRODECKI, *Polish Business Law*, Kluwer Law International, 2003.
- BUSANI, *Massime notarili e orientamenti professionali. La società a responsabilità limitata semplificata*, in *Soc.*, 2013, 722 ss.
- BUSANI, *Commento al d.lgs. n. 76/2013*, in *Soc.*, 2013, 1069 ss.
- BUSANI, *I “nuovi” conferimenti in natura nella società per azioni*, in *Soc.*, 2011, 1035 ss.
- BUSI, *Riduzione del capitale nelle s.p.a. e s.r.l.*, Milano, Egea, 2010.
- BUSSOLETTI, *Bilancio e revisione contabile: sette anni di disciplina all’ombra degli IAS e delle direttive comunitarie*, in *Riv. soc.*, 2011, 1116 ss.
- BUSSOLETTI, *L’influenza degli IAS/IFRS su determinazione degli utili e impiego delle riserve*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, 315 ss.
- BUSSOLETTI, *La disciplina del patrimonio netto, il regime delle riserve*, in AA. VV., *Le modifiche della disciplina codicistica: il progetto OIC di attuazione delle direttive n. 51/2003 e 65/2001*, Atti del Convegno Roma, 21 giugno 2007, a cura di PROVASOLI - VERMIGLIO, Milano, Giuffrè, 2008, 63 ss.
- BUTTARO-PATRONI GRIFFI, *La seconda direttiva Cee in materia societaria*, Milano, Giuffrè, 1984.
- CAGNASSO, *Note in tema di start up innovative, riduzione del capitale e stato di crisi (Dalla “nuova” alla “nuovissima” s.r.l.)*, paper presentato al V convegno annuale dell’Associazione italiana dei Professori universitari di diritto commerciale “Orizzonti di diritto commerciale”, “L’impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi”, Roma, 21-22 febbraio 2014, consultabile al seguente link: <http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/atti-dei-convegni-associativi/2014>.
- CAGNASSO, *Profili del “raccordo” tra regole “comuni” in tema di bilancio d’esercizio e criteri “eccezionali” di valutazione nella legislazione anticrisi*, in *Riv. dott. comm.*, 2010, 519 ss.

- CAIRNS (2006): *The Use of Fair Value in IFRS*, in *Accounting in Europe*, 5 ss.
- CAMERAN-CAMPA, *La scelta operata dalle società italiane con riferimento ai principi contabili da utilizzare per la redazione del bilancio d'esercizio (IAS/IFRS versus standard nazionali): un'indagine empirica*, in *Riv. dott. comm.*, 2010, 483 ss.
- CAMPOBASSO G.F., *Parere dei componenti del Collegio dei docenti del Dottorato di ricerca in Diritto commerciale interno ed internazionale, Università Cattolica di Milano*, in *Riv. soc.*, 2002, 1457 ss.
- CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale, 2. Diritto delle società*, Torino, Utet, 1992.
- CARATTOZZOLO, *Applicazione delle disposizioni del codice civile sui conferimenti e le fusioni ai bilanci redatti con i principi contabili internazionali*, in *Soc.*, 2010, 1467 ss.
- CARATTOZZOLO, *Il «valore equo» nella disciplina alternativa della valutazione dei conferimenti in natura*, in *Soc.*, 2009, 1201 ss.
- CARATTOZZOLO, *Principi contabili internazionali (diritto commerciale e diritto tributario)* in *Enc. Dir., Annali*, Milano, 2007, 909 ss.
- CARATTOZZOLO, *Gli IAS/IFRS e la rappresentazione contabile delle operazioni straordinarie*, in AA. VV., *IAS/IFRS. La modernizzazione del diritto contabile in Italia*, Milano, Giuffré, 2007, 453 ss.
- CARATTOZZOLO, *I criteri di formazione del primo bilancio successivo alle fusioni e scissioni*, in *Soc.*, 2004, 1343 ss.
- CARATTOZZOLO, *Effetti giuridici dell'applicazione dei principi contabili internazionali in Italia*, in *Soc.*, 2004, 306 ss.
- CARATTOZZOLO, *L'introduzione del "fair value" nella IV e VII direttiva comunitaria: una prima valutazione*, in *Soc.*, 2002, 1343 ss.
- CARATTOZZOLO, *Il bilancio d'esercizio*, Milano, Giuffré, 1998.

- CARDARELLI, *Commento all'art. 2343*, in *La riforma delle società*. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, Giappichelli, vol. 2/I, 2003.
- CASÒ, *Le modificazioni codicistiche proposte e il Progetto SME elaborato dallo IASB*, in AA. VV., *Le modifiche della disciplina codicistica del bilancio di esercizio. Il progetto OIC di attuazione delle direttive nn. 51/2003 e 65/2001*, Milano, Giuffrè, 2008, 21 ss.
- CASÒ, *Linee generali del progetto OIC e prospettive future*, in AA.VV., *Le modifiche della disciplina codicistica del bilancio di esercizio: il progetto OIC di attuazione delle direttive n. 51/2003 e 65/2001*, Atti del Convegno Roma, 21 giugno 2007, a cura di Provasoli e Vermiglio, Milano, Giuffrè, 2008, 26 ss.
- CASÒ, *L'utilizzo opzionale degli IFRS: un'opportunità per le società italiane non quotate*, in *Riv. dott. Comm.*, 2006, 215 ss.
- CASÒ, *Gli IFRS e gli istituti giuridici nazionali: le difficoltà applicative e gli ostacoli istituzionali*, in *Riv. dott. comm.*, 2006, 1351 ss.
- CASÒ – MILITELLO, *Le operazioni straordinarie tra soggetti sotto comune controllo: individuazione della disciplina applicabile nel silenzio degli Ifrs e compatibilità degli Ifrs con le disposizioni del codice civile*, in *Riv. dott. comm.*, 2006, 453 e ss.
- CASSOTTANA, *Rappresentazioni e garanzie nei conferimenti d'azienda in società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2006.
- CASSOTTANA, *Commento all'art. 2343*, in *Società di capitali*. Commentario, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, Jovene, vol. 1, 2004.
- CENNI, *I versamenti fuori capitale dei soci e la tutela dei creditori sociali*, in *Cont. e impr.*, 1995, 1110 ss.
- CERA, *Il passaggio di riserve a capitale*, Milano, Giuffrè, 1988.

- CHRISTENSEN-NIKOLAEV, *Who uses fair-value accounting for non-financial assets following IFRS adoption?*, working paper consultato in data 8.11.2013 al link <http://ssrn.com/abstract=1269515>.
- CHULIÀ, *Análisis crítico de la Ley de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, in *La Notarìa*, 2010, 9 ss.
- CIAN, *Srl, srl semplificata, srl a capitale sociale ridotto. Una nuova geometria del sistema o un sistema disarticolato?*, in *Riv. soc.*, 2012, 1101 ss.
- CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, Giuffré, 2006.
- CILLO, *Operazioni straordinarie e valutazione dei conferimenti in natura*, in *Riv. not.*, 2011, 31 ss.
- CINCOTTI, *Il contratto di acquisizione d'azienda mediante conferimento nella s.p.a.*, Milano, Giuffré, 2009.
- CINCOTTI, *La disciplina della SARL di diritto francese nell'ambito del dibattito europeo sul capitale sociale*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 600 ss.
- COASE, *Impresa, mercato e diritto*, Bologna, Il Mulino, 1995.
- COLOMBO, *I principi generali di redazione del bilancio*, in *Le modifiche della disciplina codicistica del bilancio di esercizio: il progetto OIC di attuazione delle direttive n. 51/2003 e 65/2001*, Atti del Convegno Roma, 21 giugno 2007, a cura di PROVASOLI - VERMIGLIO, Milano, Giuffrè, 2008, 30 ss.
- COLOMBO, *Relazione introduttiva*, in AA. VV., *IAS/IFRS, La modernizzazione del diritto contabile in Italia*, Milano, Giuffrè, 2007, 26 ss.
- COLOMBO, *Principi contabili internazionali, capitale e patrimonio netto*, in *La società per azioni oggi: tradizione, attualità e prospettive: atti del Convegno internazionale di studi*, Venezia, 10-11 novembre 2006 / [a cura di] P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventoruzzo, Milano, Giuffré, 2007, 94 ss.

- COLOMBO, *Il regime civilistico degli utili e delle riserve da adozione degli IAS/IFRS*, in *Soc.*, 2006, 1337 ss.
- COLOMBO, *La disciplina delle plusvalenze e delle riserve*, paper presentato al Convegno Assolombarda, in data 23 febbraio 2006, consultabile al link: [http://www.odcec.mi.it/Libraries/Materiale\\_Convegni/Il\\_regime\\_civilistico\\_2006.pdf](http://www.odcec.mi.it/Libraries/Materiale_Convegni/Il_regime_civilistico_2006.pdf).
- COLOMBO, *Il bilancio di esercizio*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo-G.B. Portale, Torino, Utet, vol. 7\*, 1994.
- COLOMBO, *Il bilancio e le operazioni sul capitale*, in *Giur. comm.*, 1984, I, 841 ss.
- COLUCCI, art. 56, in *L'Eurosim*, a cura di Campobasso, Milano, Giuffé, 1998, 367 ss.
- CONTE, *Ricerche in tema d'interpretazione analogica (1957)*, in ID., *Filosofia dell'ordinamento normativo. Studi 1957-1968*, Giappichelli, Torino, 1997.
- CORBISIER, *Les opérations sur capital dans une société anonyme à la suite de la loi du 10 Juin 2009 : regards croisés de l'administrateur et du réviseur d'entreprises agréé*, consultato in data 25 agosto 2013 al link <http://www.philippelaw.eu/UploadDirectory/UserFiles/files/Corbisier.pdf>.
- CORBISIER & BURBI, *Les opérations sur capital dans une société anonyme à la suite de la Loi du 10 Juin 2009: regards croisés de l'administrateur et du réviseur d'entreprises agréé*, Larcier Ed., 2010.
- CORSI, *Conferimenti in natura «senza stima»: prime valutazioni*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 12 ss.
- CULOT & THOUMSIN, *Contrôle et maintien du capital: une réforme sans audace*, in *J.T.*, 2009, 93 e ss.
- DAVIES (ed.), *Gower's Principles of Modern Company Law*, Sweet&Maxwell, 1997, 237 ss.

- DE BERNARDIS, *Il nuovo diritto societario quale efficiente strumento per la soluzione di questioni operative*, in *Contr. e impr.*, 2012, 197 ss.
- DE LUCA, *Riserve indisponibili, riserve indisponibili e incidenza delle perdite*, in *Riv. soc.*, 2013, 464 ss.
- DE LUCA, *Conferimenti in natura senza stima e azioni proprie: re "melius" perpensa?*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, 355 ss.
- DE LUCA (a cura di), *La Nuova disciplina dei conferimenti in natura senza stima, degli acquisti e delle altre operazioni su azioni proprie*, in *Nuove leggi civ.*, 2009, 426 ss.
- DE STASIO, *Una introduzione ai conferimenti in natura e alla loro valutazione nel sistema delle società di capitali*, in *Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, Giappichelli, 2011, 19 ss.
- DELLA CHÁ, *Companies, right of establishment and the Centros judgement of the European Court of Justice*, in *Dir. comm. int.*, 2000, 925 ss.
- DENOZZA, *Il capitale sociale tra efficienza economica ed equità distributiva*, in *La società per azioni oggi: tradizione, attualità e prospettive. Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006 / [a cura di] P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventoruzzo - Milano, Giuffré, 2007, 563 ss.*
- DENOZZA, *Le funzioni distributive del capitale*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 489 ss.
- DENOZZA, *A che serve il capitale? (piccole glosse a L. Enriques-J.R. Macey, Creditors Versus Capital Formation: The Case Against The European Legal Capital Rules)*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 585 ss.
- DICKERSON, *A Behavioral Approach To Analyzing Corporate Failures*, in *38 Wake Forest L. Rev.*, 2003, 1 ss.
- DI PAOLO, *Brevi riflessioni in tema di eccedenza da conferimento e procedimento di revisione della stima*, in *Vita notarile*, 1996, 757 ss.



- DI PASQUALE, *Conferimenti in natura di beni e crediti senza relazione di stima*, in *Dir. prat. soc.*, 2009, 11 ss.
- DI PIETRA-EVANS-CHEVY-CISI-EIERLE-JARVIS, *Comment on the IASB Exposure Draft IFRS for Small and Medium-sized Entities*, consultabile sul sito [www.ifrs.org](http://www.ifrs.org).
- DI SABATO, *Capitale e responsabilità interna nelle società di persone*, Morano, Napoli, 1967.
- DRINHAUSEN-KEINATH *Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG)*, in *Betriebs-Berater, BB*, 2009, 64 ss.
- DRINHAUSEN-KEINATH, *Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung Aktionärsrichtlinie (ARUG) – Weitere Schritte zur Modernisierung des Aktienrechts*, in *Betriebs-Berater, BB*, 2008, 2078 ss.
- EASTERBROOK-FISHEL, *L'economia delle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1996.
- EMBED IRUJO (JOSÉ MIGUEL), *Capital Protection in Spanish Company Law*, in *European Company and Financial Law Review, Legal Capital in Europe*, a cura di Marcus Lutter, Berlin, De Gruyter Recht, 2006, 582 ss.
- ENRIQUES, *Diritto societario comparato*, Bologna, Il Mulino, 2006.
- ENRIQUES, *As simple as it may be: the case against the Second Company Law Directive Provisions on Legal Capital*, Bologna, 2000.
- ENRIQUES-GARGANTINI, *La s.p.a. nel quadro europeo*, in *Le nuove s.p.a.*, Trattato diretto da Cagnasso-Panzani, vol. I, Torino, Zanichelli, 2013, 326 ss.
- ENRIQUES-GATTI, *EC Reforms of Corporate Governance and Capital Markets Law: Do They Tackle Insiders' Opportunism?*, in *Northwestern University School of Law Northwestern Journal of International Law & Business, Fall.*, 2007, 1 ss.
- ENRIQUES-MACEY, *Creditors Versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules*, in *Cornell L. Rev.*, 2001, 1164 ss. e nella versione italiana

*Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2002, 78 ss.

EREDE, *Commento agli artt. 2342-2343*, in *Costituzione - Conferimenti*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma del diritto societario*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, Egea, 2007, 381 ss.

FALINI, *La valutazione dei conferimenti di aziende: metodi di valutazione e profili aziendalistici*, in *Riv. dott. comm.*, 2008, 667 ss.

FARRAN, *Legal Capital Rules under the Pressure of the Securities Markets – The Case for Reform, as illustrated by the UK Equity Markets*, in K. J. Hopt-E. Wymeersch, *Comparative Company Law and the Capital Markets*, Oxford, 2002.

FARRANDO, *Evolution and Deregulation in the Spanish Corporate Law*, in *Nuovo diritto societario e analisi economica del diritto*, a cura di Ventoruzzo, Milano, Egea, 2005, 66 ss.

FERNÁNDEZ, *Aportaciones no dinerarias en la sociedad anónima*, Aranzadi, 1997, 216 ss.

FERRARA, *Sulle modalità dell'aumento di capitale con conferimenti in natura nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1963, I, 78 ss.

FERRARA, *Ancora sui conferimenti in natura nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1965, 261 ss.

FERRARI, *d.lgs. n. 142/2008: conferimenti, acquisto di azioni proprie e altre operazioni della società sulle proprie azioni – Il Commento*, in *Soc.*, 2008, 1425 ss.

FERRI, *In tema di controllo delle valutazioni del conferimento di beni in natura*, in *Riv. dir. comm.*, 1974, II, 78 ss.

FERRI, voce *Contratto plurilaterale*, in *Noviss. Dig. It.*, IV, Torino, Utet, 1959.

FERRI JR., *La nuova disciplina dei conferimenti in natura in società per azioni: considerazioni generali*, in *Profili attuali di diritto societario europeo*, a cura di G.

- FERRI JR. - M. STELLA RICHTER JR., Milano, Giuffrè, 2010, 1 ss. e in *Riv. soc.*, 2009, 253 ss.
- FERRI JR., *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. not.*, 2008, 741 ss.
- FERRI JR., *Valutazione ed iscrizione in bilancio dei conferimenti*, in *Riv. soc.*, 2008, 483 ss.
- FERRI JR., *Investimento e conferimento*, Milano, Giuffrè, 2001.
- FERRO LUZZI, *La "diversa assegnazione" delle azioni (art. 2346, comma 4°, c.c.)*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 1, Torino, Utet, 2006, 581 ss.
- FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma: la società per azioni come organizzazione del finanziamento d'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 673 ss.
- FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, Giuffrè, 1971.
- FERRUCCI-FERRENTINO, *Dell'azienda*, Milano, Giuffrè, 2006.
- FICO, *Le operazioni sul capitale nella s.p.a. e nella s.r.l.*, Milano, Giuffrè, 2010.
- FIGÀ-TALAMANCA, *Bilanci e organizzazione dei poteri dispositivi sul patrimonio sociale*, Milano, Giuffrè, 1997.
- FORTUNATO, *I principi contabili internazionali e le fonti del diritto (pluralismo giuridico, diritto riflessivo e 'governance' nel modello europeo)*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 193 ss.
- FORTUNATO, *Riserve da "fair value", attività disponibili per la vendita e copertura delle perdite (parere pro-veritate), consultabile al link: [http://www.academia.edu/1592175/S.\\_Fortunato\\_Riserve\\_da\\_fair\\_value\\_attivita\\_di\\_sponibili\\_per\\_la\\_vendita\\_e\\_copertura\\_delle\\_perdite\\_parere\\_pro-veritate](http://www.academia.edu/1592175/S._Fortunato_Riserve_da_fair_value_attivita_di_sponibili_per_la_vendita_e_copertura_delle_perdite_parere_pro-veritate)*.

- FORTUNATO, *Dal costo storico al "fair value": al di là della rivoluzione contabile*, Aa. Vv., IAS/IFRS. *La modernizzazione del diritto contabile in Italia*, Milano, Giuffrè, 2007, 353 ss.
- FORTUNATO, *Bilancio e contabilità d'impresa in Europa*, Bari, Cacucci, 1993.
- FRANCHI, *sub art. 249 TCE*, in *Trattati dell'Unione europea e della Comunità europea*, (a cura di) Tizzano, Milano, Giuffrè, 2004, 1177 ss.
- FRANCO, *Le operazioni di riorganizzazione infragruppo: profili contabili alla luce dei principi contabili internazionali*, in *Riv. dott. comm.*, 2006, 95 ss.
- FRÉ, SBISA, *Società per azioni*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca, Libro V, Del Lavoro (art. 2325-2409)*, Bologna, Zanichelli, 1997.
- GALGANO, *Trattato di diritto civile: Le società in genere. Le società di persone. Le società di capitali. I gruppi di società. Il fallimento. E le altre procedure concorsuali. Indici generali*, Wolters Kluwer Italia, 2010.
- GANDINI, *Modificazioni dell'atto costitutivo nelle società di capitali: adempimenti pubblicitari ed aumento del capitale sociale*, in *Giur. comm.*, 1989, I, 864 ss.
- GARCÍA VALDECASAS, *Aportaciones non dinerarias y adquisiciones onerosas en la reforma de la Ley de Sociedad Anónimas*, in *RCDI*, n. 582, 1989, 571 ss.
- GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, Milano, Edizioni Scientifiche Italiane, 2007.
- GHITTI, *IFRS 3 e riserve da fusione*, in *Riv. dott. comm.*, 2008, 179 ss.
- GIANNINI, *L'analogia giuridica*, in *Jus*, II, 1942, 41 ss.
- GIORGI, *I conferimenti in natura nelle s.p.a.*, in *La nuova giurisprudenza civile commentata*, 1997, II, 396 ss.
- GINEVRA, *Il senso del mantenimento delle regole sul capitale sociale (con cenni alla s.r.l. senza capitale)*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2013, 169 ss.

- GINEVRA, *Oltre il capitale sociale? Spunti per la ripresa del dibattito sulla riforma della struttura finanziaria delle società*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, Giappichelli, 2011, 9 ss.
- GINEVRA, *Conferimenti e formazione del capitale sociale nella costituzione della s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2007, 102 ss.
- GINEVRA, *Sulla qualificazione dei "finanziamenti" dei soci alla società partecipata*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2002, II, 728 ss.
- GINEVRA, *Sottoscrizione ed aumento del capitale sociale*, Milano, Giuffré, 2001.
- GIUSSANI, *L'impairment test, norme giuridiche e IAS/IFRS*, in AA. VV., *IAS/IFRS. La modernizzazione del diritto contabile in Italia*, Milano, Giuffré, 2007, 376 ss.
- GIUSSANI, *La compatibilità fra i principi contabili internazionali IAS/IFRS e quelli nazionali*, in *Riv. dott. comm.*, 2003, 540 ss.
- GUATRI, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, Egea, 1998.
- GUATRI-BINI, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, Milano, Egea, 2005.
- GUATRI-UCKMAR (a cura di), *Linee guida per le valutazioni economiche*, Milano, Egea, 2009.
- GUGGIOLA, *IFRS Adoption In The E.U., Accounting Harmonization and Markets Efficiency: a Review*, in *International Business & Economics Research Journal – December 2010*, 99 ss.
- GUIDANTONI-PALCHETTI, *Gli effetti dell'applicazione dei principi contabili internazionali alle PMI: un'analisi empirica*, in *Riv. dott. comm.*, 2013, 91 ss.
- GREZZINI-ROTA, *Relazione introduttiva in tema di valutazione e iscrizione in bilancio dei conferimenti d'azienda e di partecipazioni*, in M. Notari (a cura di), *Dialoghi tra*

giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie, Milano, Giuffrè, 2008, 3 ss.

HAAKER, *The Future of European Creditor Protection and Capital Maintenance from a German Perspective*, consultabile al link [http://www.germanlawjournal.com/pdfs/Vol13-No6/PDF\\_Vol\\_13\\_No\\_06\\_637-658\\_Haaker%20FINAL.pdf](http://www.germanlawjournal.com/pdfs/Vol13-No6/PDF_Vol_13_No_06_637-658_Haaker%20FINAL.pdf).

HEIDINGER, in SPINDLER/STILZ, *AktG*, § 27, Rz 147.

HERRLER-REYMAN, *Die Neuerungen im Aktienrecht durch das ARUG – Unter besonderer Berücksichtigung der Neuerung zur Hauptversammlung und zur Kapitalaufbringung bei der AG – (Teil 2)*, in *DNotZ*, 2009, 914 ss.

HOMMELHOFF, in SCHUBERT/HOMMELHOFF, *100 Jahre moderns Aktienrecht*, ZGR-Sonderheft 4, 64 s.

HÜFFER, *Aktiengesetz*, München, 2009, § 33a e § 255.

HÜFFER, *Aktiengesetz*, München, 2002, § 38.

IBBA, *Osservazioni sulla stima dei così detti conferimenti senza stima*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 929 ss.

JOSÉ MIGUEL EMBID IRUJO, *Capital Protection in Spanish Company Law*, in *European Company and Financial Law Review, Legal Capital in Europe*, a cura di Marcus Lutter, Berlin, De Gruyter Recht, 2006, 590 ss.

KERSTING, *Hidden Contributions in Kind (Verdeckte Sacheinlagen)*, disponibile al link: <http://ssrn.com/abstract=1314983>.

KINDLER, *La s.p.a. nell'esperienza tedesca: i tratti essenziali della Aktiengesellschaft*, in *Le nuove s.p.a.*, Trattato diretto da Cagnasso-Panzani, vol. I, Torino, Zanichelli, 2013, 416 ss.

- KLASEN, *Recht der Sacheinlage: Rechtliche Rahmenbedingungen – Neuerungen durch MoMiG und ARUG*, in *BB*, 2008, 2694 ss.
- KÜBLER, *The rules on capital under the pressure of the Securities markets*, in K.J. Hopt-E. Wymeersch, *Comparative Company Law and the Capital Markets*, Oxford, 2002.
- LA CASA GARCÍA RAFAEL, *Notas sobre las recientes modificaciones del régimen de responsabilidad por la realidad y por la valoración de las aportaciones no dinerarias en la sociedad limitada (con algunas reflexiones adicionales sobre la responsabilidad de los fundadores por las aportaciones sociales en las sociedades de capital)*, in *Revista de Derecho de Sociedades*, 2010-2, 181 ss.
- LANCIANI, *Il prezzo (modalità, aggiustamenti, garanzie del pagamento)*, in *Le acquisizioni societarie*, Bologna, Zanichelli, 2011, 319 ss.
- LANGEVOORT, *The Human Nature of Corporate Boards: Law, Norms, and the Unintended Consequences of Independence and Accountability*, in 89 *Geo. L.J.*, 2001, 797 ss.
- LAZZARATO-MANCIN, *I conferimenti in natura nelle società per azioni: le novità apportate all'art. 2343-ter dai recenti interventi legislativi*, in *Il controllo nelle società e negli enti*, Giuffrè, 2012, 167 ss.
- LECOURT, *Directive n° 2006/68/CE du Parlement européen et du Conseil du 6 septembre 2006 modifiant la Dir. n° 77/91/CEE du Conseil en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital*, in *Rev. soc.*, 2006, 673 ss.
- LEOCATA, *Sulla natura giuridica dei versamenti dei soci in conto futuro aumento di capitale, in conto capitale e simili*, in *Contr. e impr.*, 2012, 1272 ss.
- LESTRADE, *Poland's Business Law Modernisation of 2008 (October 25, 2008)*. *European Newsletter (Thomson/ Reuters)*, No. 11, 2008, consultabile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1307028>.

- LOMBARDO, *La libertà comunitaria di stabilimento delle società dopo il «caso Überseering»: tra armonizzazione e concorrenza fra ordinamenti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, 464 ss.
- LO IACONO-MARCOZ, *Assegnazione non proporzionale e sottoscrizione di azioni di s.p.a.*, in *Riv. not.*, 2008, 307 ss.
- LUCCHESI, *La disclosure dei resoconti semestrali di gestione IAS-compliant. Evidenze empiriche sulle società quotate italiane*, in *Financial Reporting*, 2012, 75 ss.
- LUCARELLI, *Il fair value prende posizione con il nuovo standard: l'Ifrs 13*, in *FiscoOggi*, 13 maggio 2011.
- LUMINOSO, *Fonti comunitarie, fonti internazionali, fonti nazionali e regole di interpretazione*, in *Contr. e impr. Eur.*, 2009, 674 ss.
- LUTTER (Hrsg.), *Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa*, Berlin-New York, 2006 e in lingua inglese, LUTTER, (Ed.), *Legal Capital in Europa*, Berlin-New York, 2006.
- LUTTER, *Kapital, Sicherung der Kapitalaufbringung in den Aktien – und GmbH-Rechten der EWG*, Müller, 1964.
- LUTTER-BAYER, in LUTTER/HOMMELHOFF, *GmbHG*, § 5, Rz 48;
- MABRILLA RIVERA, in SÁNCHEZ CALERO (dir), *Comentarios a la Ley de sociedades anonimas*, I, sub art. 38. Ed. rev. derecho privado, 1997, 873 ss.
- MAGLIULO, *Conferimento di beni culturali in società*, in *Riv. not.*, 2010, 371 ss.
- MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milanofiori-Assago, Ipsoa, 2004.
- MAYSON-FRENCH-RYAN, *Company Law*, Oxford Univ. Press, 2002, 200 ss.



- MALHERBE, DE CORDT, LAMBRECHT, MALHERBE, *Droit des sociétés – Précis – Droit communautaire & droit belge*, Bruxelles, Bruylant, 2009.
- MALSERVISI, *Contenuto e limiti del controllo omologatorio sulla relazione di stima allegata all'atto costitutivo di società di capitali*, nota a Trib. Bologna, 17 dicembre 1997, in *Giur. comm.*, 1998, II, 158 ss.
- MALTONI, *Questioni in merito all'applicazione della disciplina dell'art. 2343-ter c.c. (disciplina vigente a seguito del d.lgs. 29 novembre 2010 n. 224)*, Studio n. 50-2011/1, Approvato dalla Commissione studi d'impresa il 16 marzo 2011, disponibile sul sito [www.notariato.it](http://www.notariato.it).
- MALTONI, *Brevi considerazioni sulla disciplina dell'art. 2343-ter c.c.*, in *Riv. not.*, 2009, 387 ss.
- MAMBRILLA RIVERA, in SÁNCHEZ CALERO (dir), *Comentarios a la Ley de sociedades anónimas*, I, sub art. 38. *Ed. rev. derecho privado*, 1997, 873 ss.
- MAMBRILLA, *Fundación con aportaciones "in natura"*, in AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, I, *La Fundación*, (estudios coordinados por ALONSO UREBA, ESTEBAN VELASCO, DUQUE, GARCÍA VILLAVERDE Y SÁNCHEZ CALERO), Madrid, Civitates, 1991, 757 ss.
- MANN, *Die Sachergründung im Aktienrecht*, Bensheimer, 1932.
- MANGIONE, *Disposizioni integrative e correttive in tema di conferimenti in natura e acquisto di azioni proprie*, in *Riv. soc.*, 2011, 185 ss.
- MANKOWSKI, *Does contract suffice to protect the creditors of a company and their interests?*, in M. LUTTER, *Legal Capital*, cit., 488 ss.
- MARASÀ, *Considerazioni sulle nuove s.r.l.: s.r.l. semplificate, s.r.l. e start up innovative prima e dopo la l. n. 99/2013 di conversione del d.l. n. 76/2013*, in *Soc.*, 2013, 1086 ss.

- MARCHETTI C., *La "nexus of contracts" theory. Teorie e visioni del diritto societario*, Milano, Giuffr , 2000.
- MARCHETTI P., *Gli aumenti di capitale*, in AA. VV., *Il nuovo ordinamento delle societ *, Milanofiori-Assago, Ipsoa, 2003.
- MARCHETTI P., *Spunti in tema di conferimento di azienda a fronte di aumento di capitale di societ  per azioni*, in *Cessione ed affitto di azienda alla luce della pi  recente normativa - Giornata di studio*, Comitato regionale notarile lombardo, Milano, 1994.
- MARCHETTI P., *Spunti sulle relazioni tra valore contabile, valore economico, valore di mercato dell'azienda nelle operazioni societarie di finanza straordinaria*, in *Giur. comm.*, 1993, I, 205 ss.
- MARCHETTI P., *Problemi in tema di aumento di capitale*, in *Aumenti e riduzione di capitale*, Milano, Giuffr , 1984.
- MARCHI-POTITO, *L'impatto dell'adozione degli IAS/IFRS sui bilanci delle imprese italiane quotate*, Milano, Franco Angeli, 2012.
- MASTURZI, *Effettivit  del capitale e valutazione dei conferimenti*, Napoli, Editoriale scientifica, 2011.
- MATTEI-RICCIARDI, *Il principio di prudenza dopo l'adozione degli IAS/IFRS: un'analisi empirica*, in *Riv. dott. comm.*, 2012, 37 ss.
- MEO, *Attribuzione patrimoniale e apporto di capitale nella scissione di societ *, in *Giur. comm.*, 1995, I, 587 ss.
- MERKNER-DECKER, *Vereinfachte Sachkapitalerhoehung nach dem ARUG – Wertvolle Deregulierung oder Regelung auf dem Papier?*, in *NZG*, 2009, 887 ss.
- MEZZABOTTA, *Principi contabili internazionali. EFRAG e IASB: le ultime novit *, in *Riv. dott. comm.*, 2013, 215 ss.

- MIOLA, *La tutela dei creditori ed il capitale sociale: realtà e prospettive?*, in *Riv. soc.*, 2012, 237 ss.
- MIOLA, *Legal Capital and Limited Liability Company: The European Perspective*, in *ECFR*, 2005, 413 ss.
- MIOLA, *Capitale sociale e tecniche di tutela dei creditori*, in *La società per azioni oggi: tradizione, attualità e prospettive. Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006* / [a cura di] P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventrone – vol. 1, Milano, Giuffrè, 2007.
- MIOLA, *Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto europeo delle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2005, 1199 ss.
- MIOLA, *I conferimenti in natura*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo – Portale, Torino, Utet, 2004, vol. 1\*\*\*, 3 ss.
- MIOLA, *Il controllo notarile sulla relazione di stima dei conferimenti in natura*, in *Riv. soc.*, 2001, 1149 ss.
- MISEROCCHI, *Conferimenti in natura e di crediti*, in *Problemi relativi all'attuazione della seconda direttiva CEE*, Milano, Giuffrè, 1988.
- MORO VISCONTI, *Conferimenti in natura e valore equo nel nuovo art. 2343-ter c.c.*, in *Soc.*, 2009, 859 ss.
- MORRA, *Art. 2343*, in *Commentario al codice civile*, a cura di Paolo Cendon, Milano, Giuffrè, 2010, 351 ss.
- MOZZARELLI, *Appunti sulla tutela contrattuale dei creditori sociali nell'esperienza statunitense*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, Giappichelli, 2011, 571 ss.
- MUCCIARELLI, *Libertà di stabilimento societaria e concorrenza tra ordinamenti societari*, in *Giur. comm.*, 2000, II, 559 ss.

- NIGRO G., *La nozione di capitale sociale e i conferimenti*, in *Le nuove s.p.a.*, Trattato diretto da Cagnasso-Panzani, vol. I, Torino, Zanichelli, 2013, 693 ss.
- NOTARI, *The Appraisal Regime of Contributions in Kind in the Light of Amendments to the Second EEC Directive*, in *European Company and Financial Law Review*, 2010, 63 ss.
- NOTARI, *Il regime alternativo della valutazione dei conferimenti in natura in società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2009, 54 ss.
- NOTARI, *sub. art. 2346*, in *Azioni*, (a cura di Notari), *Commentario alla riforma delle società*, P. Marchetti-L.A. Bianchi-F. Ghezzi-M. Notari (diretto da), Milano, Egea, 2008, 32 ss.
- NOTARI, *Le categorie speciali di azioni, Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 1, Torino, Utet, 2007, 594 ss.
- NOTARI, *Costituzione e conferimenti nella s.p.a.*, in *Aa.Vv.*, *Il nuovo ordinamento delle società*, Milanofiori-Assago, Ipsoa, 2003, 1 ss.
- NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, 542 ss.
- NOTARI, *Appunti sull'iscrizione dei beni dell'incorporata nel bilancio dell'incorporante successivo alla fusione*, in *Studi in onore di Gastone Cottino*, Cedam, Padova, 1997, 1385 ss.
- OLIVIERI, *I sistemi alternativi di valutazione dei conferimenti in natura nelle s.p.a.*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, I, 227 ss.
- OLIVIERI, *Capitale e patrimonio nella riforma delle società*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, 257 ss.
- OLIVIERI, *Capitale sociale e conferimenti nella riforma del diritto societario*, in *Riv. not.*, 2002, 309 ss.

- OLIVIERI, *I conferimenti in natura nella società per azioni*, Padova, Cedam, 1989.
- ONIDA, *I «finanziamenti» iniziali d'impresa*, Milano, Giuffré, 1931.
- ONZA, *Partecipazione al capitale e partecipazione al rapporto sociale (appunti sulla derogabilità convenzionale della proporzione tra conferimento e quota)*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, II, 709 ss.
- PALMIERI, *Scissione di società e circolazione d'azienda*, Torino, Giappichelli, 1999.
- PAOLINI, *Sottovalutazione di conferimento in natura, iscrizione di riserva e neutralità fiscale*, in *Quesiti di impresa*, n. 89-2006/I.
- PARISI, *Il controllo della valutazione dei conferimenti in natura*, in *Riv. dott. comm.*, 1998, 805 ss.
- PARISOTTO, *IAS 39: un principio contabile tormentato*, in *Fiscalità internazionale*, 2010, 99 ss.
- PARRELLA, *Versamenti in denaro dei soci e conferimenti nelle società di capitali*, Milano, Giuffré, 2000.
- PASCHOS-GOSLAR, *Der Regierungsentwurf des Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG)*, in *AG*, 2009, 14 ss.
- PASCHOS-GOSLAR, *Der Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG) aus Sicht der Praxis*, in *AG*, 2008, 605 ss.
- PATRIARCA, *Le società a responsabilità limitata a capitale ridotto dopo un anno: ancora più dubbi che certezze?*, in *Nuovo dir. soc.*, 21/2013, 8 ss.
- PAVONE LA ROSA, *La costituzione della società per azioni nelle procedure di privatizzazione*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 5 ss.
- PAVONE LA ROSA, *Gli interessi tutelati dalla disciplina dell'art. 2343*, in *Riv. soc.*, 1965, 765 ss.

- PAVONE LA ROSA, *Aumento di capitale mediante conferimenti in natura*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1964, I, 393 ss.
- PAVONE LA ROSA, *Sulla valutazione dei conferimenti in natura*, in *Riv. soc.*, 1962, 732 ss.
- PECORARO, *Formazione del capitale sociale nelle operazioni straordinarie di ristrutturazione dell'impresa: dopo il d.lgs. 142/08*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, 251 ss.
- PELLEGRINO, *Brevi riflessioni sulla nuova disciplina dei conferimenti in natura in caso di costituzione della società per azioni*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, Bari, Cacucci Editore, 2011, 643 ss.
- PELLEGRINO, *La disciplina della valutazione dei conferimenti in natura nella previsione comunitaria e nell'art. 2343 c.c.*, in *La seconda direttiva CEE in materia di società per azioni*, a cura di BUTTARO-PATRONI GRIFFI, Milano, Giuffrè, 1984, 79 ss.
- PEÑAS, in A. Rojo-E. Beltràn, *Comentario de la Ley de sociedades de capital*, I, Cizur Menor (Navarra), 2011, sub art. 69, 648 ss.
- PENTZ, § 23-53, in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, München, 2012, 161 ss.
- PENTZ, in KROPFF-SEMLER (Hrsg.), *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, Band I, München, 2008, § 27, 661 ss.
- PENTZ – PRIESTER – SCHWANNA, *Bar- und Sachkapitalaufbringung bei Gründung und Kapitalerhöhung*, in *Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa*, ZGR-Sonderheft 17 [2006] Berlin, 42 ss., e nella versione inglese: *Raising Cash and Contributions in Kind when forming a Company and for Capital Increases*, in *Legal Capital in Europe* (Marcus Lutter Ed.), *European Company and Financial Law Review (ECFR)*, 2006, 42 ss.
- PERONE, *La nuova disciplina della stima dei conferimenti diversi dal denaro*, in *Profili attuali di diritto societario europeo*, a cura di G. Ferri jr. - M. Stella Richter jr., Milano, 2010, 47 ss. e in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, 213 ss.

- PEROTTA, *Il conferimento d'azienda*, Milano, Giuffrè, 2005.
- PERRONE, *Dalla libertà di stabilimento alla competizione tra ordinamenti? Riflessioni sul «caso Centros»*, in *Riv. soc.*, 2001, 1295 ss.
- PETTITI, *Contributo allo studio del diritto dell'azionista al dividendo*, Milano, Giuffrè, 1957.
- PLATANIA, *Commento all'art. 2342*, in *La riforma del diritto societario*, a cura di G. Lo Cascio, Milano, Giuffrè, vol. 3, 2° ed., 2006.
- PINAGLIA, *Aportación de bienes in natura a sociedades de capital y acción revocatoria del acreedor del socio aportante*, in *Anuario de derecho civil* 2009, III, 1331 e ss.
- PISANI MASSAMORMILE, *I conferimenti nelle società per azioni - Acquisti "pericolosi", prestazioni accessorie*, in *Commentario del Codice Civile* (diretto da P. Schlesinger), Artt. 2342-2345, Milano, Giuffrè, 1994.
- PISANI MASSAMORMILE, *Conferimenti in s.p.a. e formazione del capitale*, Napoli, Jovene, 1992.
- PISONI-BUSSO, *Introduzione del fair value, principi di prudenza e risultato economico*, in *Contabilità Finanza e Controllo*, 2003, 451 ss.
- PISTOR (et al), *The Evaluation of Corporate Law: a Cross Country Perspective*, 23 U. Pa. J. Int'l Econ L. 791, 2002, 791 ss.
- PIZZETTI, *Principio di leale cooperazione nell'ordinamento europeo*, in *L'ordinamento europeo. I principi dell'Unione*, (a cura di) Mangiameli, Milano, Giuffrè, 2006, 350 ss.
- PLAIA, *La competizione tra ordinamenti giuridici*, Milano, Giuffrè, 2007.
- PORTALE, *Il diritto societario tra diritto comparato e diritto straniero*, in *Riv. soc.*, 2013, 325 ss.

- PORTALE, *Le nuove norme sui conferimenti in natura nelle s.p.a.: dal «ravvicinamento» alla «disarmonizzazione» dei diritti nazionali*, in *Riv. soc.*, 2012, 11 ss.
- PORTALE, *Società a responsabilità limitata senza capitale sociale e imprenditore individuale con “capitale destinato” (Capitale sociale quo vadis?)*, in *Riv. soc.*, 2010, 1237 ss.
- PORTALE, *Lezioni di diritto privato comparato*, seconda edizione, Torino, Giappichelli, 2007.
- PORTALE, *La mancata attuazione dei conferimenti in natura*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo – Portale, Torino, Utet, 2004, vol. 1<sup>\*\*\*</sup>, 571 ss.
- PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo-Portale, Torino, Utet, 2004, 1<sup>\*\*</sup>, 3 ss.
- PORTALE, *Profili dei conferimenti in natura del nuovo diritto italiano delle società di capitali*, in *Corr. giur.*, 2003, 1663 ss.
- PORTALE, «Armonizzazione» e «concorrenza» tra ordinamenti nel diritto societario europeo, in *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, a cura di Campobasso, Milano, Giuffré, 2003 e in *Corr. giur.*, 2003, 95 ss.
- PORTALE, *Dal capitale «assicurato» alle tracking stocks*, in *Riv. soc.*, 2002, 146 ss.
- PORTALE, *Conferimenti in natura ed effettività del capitale nella «società per azioni in formazione»*, in *Riv. soc.*, 1994, 1 ss.
- PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Riv. soc.*, 1991, 6 ss.
- PORTALE, *Conversione automatica al momento della quotazione di azioni di altra categoria in azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1986, 569 ss.
- PORTALE, *I bilanci straordinari delle società per azioni (Appunti)*, in *Riv. soc.*, 1978, 305 ss.



- PORTALE, *I conferimenti in natura «atipici» nella s.p.a.*, Milano, Giuffrè, 1974.
- PORTALE, *Problemi in tema di valutazione e di revisione della stima dei conferimenti in natura nella società per azioni (con postilla sul sindaco "minorenne")* (Nota ad App. Bologna, 15 gennaio 1971 e Cass., 5 ottobre 1973, n. 2489), in *Giur. comm.*, 1974, II, 272 ss.
- PORTALE, *Capitale sociale e conferimenti nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1970, 33 ss.
- PORTALE, *Principio consensualistico e conferimento di beni in proprietà*, in *Riv. soc.*, 1970, 913 ss.
- PORTALE, *I "beni" iscrivibili nel bilancio di esercizio e la tutela dei creditori nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1969, 242 ss.
- PROVASOLI, *Luci ed ombre delle nuove regole per i bilanci di impresa: lettura più chiara o specchio deformante?*, in *La valutazione delle Aziende*, 2009, fascicolo 55, 17 ss.
- PROVASOLI, *Principi ispiratori e tratti salienti del Progetto OIC*, in AA.VV., *Le modifiche della disciplina codicistica: il progetto OIC di attuazione delle direttive n. 51/2003 e 65/2001*, Atti del Convegno Roma, 21 giugno 2007, a cura di PROVASOLI - VERMIGLIO, Milano, Giuffrè, 2008, 11 ss.
- QUAGLI, *Le "riserve IAS" nel d.lgs. n. 38/2005 e il riflesso sulla politica dei dividendi: una proposta per l'informativa sugli utili distribuibili*, in *Riv. dott. comm.*, 2006, 745 ss.
- RANDO, *La riduzione del capitale conseguente al procedimento di revisione dei conferimenti in natura nelle società per azioni ex art. 2343 c.c.*, in *Riv. not.*, 2011, 589 ss.
- RESCIGNO M., *La società a responsabilità limitata a capitale ridotto e semplificata*, in *NLCC*, 2013, 65 ss.

- RESCIO, *Distribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti effettuati dai soci di s.p.a.*, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario tra società aperte e società private*, a cura di P. Benazzo, S. Patriarca e G. Presti, Milano, Giuffré, 2003, 107 ss.
- REVIGLIONO, *La società semplificata a responsabilità limitata: un «buco nero» nel sistema delle società di capitali*, in *Nuovo dir. società*, 2012, 7 ss.
- RICKFORD, *Reforming Capital. Report of The Interdisciplinary Group on Capital Maintenance*, in 15 EBLR 919 (2204) (c.d. Rickford Report).
- RIMINI, *Sulla natura e sulla funzione dei conferimenti di beni in proprietà nelle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1992, II, 410 ss.
- RIMINI, *La mancata attuazione dei conferimenti in natura nelle società per azioni*, Milano, Giuffré, 1993.
- ROCCO DI TORREPADULA, *Aspetti di diritto societario delle società per azioni con partecipazione comunale*, in *Riv. soc.*, 1997, 128 ss.
- ROJO-BELTRÀN, *Comentario de la Ley de sociedades de capital*, I, Cizur Menor (Navarra), 2011.
- ROJO, A./BELTRÀN, E., *El capital social mínimo. Consideraciones de política y técnica legislativas*, in *RDM*, 187-188 (1988), 149 ss.
- ROSSI, *Utile di bilancio, riserve e dividendo*, Milano, Giuffrè, 1957.
- ROSSI, *Verità di bilancio e costituzione di riserve occulte*, in *Riv. dir. comm.*, 1957, I, 19 ss.
- SABATINI, *Il recepimento degli IAS in Italia*, in *IAS/IFRS. La modernizzazione del diritto contabile in Italia*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, Milano, Giuffré, 2007.
- SACCHI, *“Principi contabili internazionali e finalità dell’informazione finanziaria”*, in *Corr. giur.*, 2007, 597 ss.

- SACCHI, *Capitale sociale e tutela dei fornitori di equity e di capitale di debito avversi al rischio dopo le opzioni del legislatore italiano nell'applicazione dei principi contabili nazionali*, in AA. VV., *La società per azioni oggi: tradizione, attualità e prospettive. Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006* / [a cura di] P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventoruzzo – Vol. 2, Milano, Giuffré, 2007, 1125 ss.
- SACCHI, *Autonomia statutaria, competizione fra ordinamenti e giurisprudenza comunitaria*, in AA. VV., *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. Cian, Padova, Cedam, 2004, 157 ss.
- SACCHI, *Applicabilità per analogia dei divieti di rappresentanza contenuti nell'art. 2372 c.c.*, in *Giur. comm.*, 1977, I, 248 ss.
- SALAFIA, *La società a responsabilità limitata semplificata e il tribunale delle imprese (commento al decreto legge 24 gennaio, n. 1)*, in *Soc.*, 2012, 151 ss.
- SALAFIA, *Plusvalenze indistribuibili*, in *Soc.*, 2006, 826 ss.
- SALAFIA, *I conferimenti nelle società di capitali*, in *Soc.*, 1996, 5 ss.
- SALAMONE, *Le verifiche della valutazione semplificata dei conferimenti «non in contanti»*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 47 ss.
- SÁNCHEZ MIGUEL, *Las aportaciones en la Sociedad de Responsabilidad Limitada. En particular la no dinerarias*, in *Rev. der. soc.*, 1994, 91 ss.
- SÁNCHEZ MIGUEL, *La valoración de las aportaciones no dinerarias o «in natura» en la sociedad anónima*, in *Derecho Mercantil de la Comunidad Economica Europea. Estudios en Homenaje a Jose Giron Tena*, Civitas, 1991, 835 ss.
- SANDRELLI, *La direttiva sul capitale sociale dopo l'«aggiornamento» del 2006: dibattito e riforme*, in *Riv. dott. comm.*, 2008, 1125 ss.
- SANGIOVANNI, *Contratto di cessione di partecipazione sociale e clausole sul prezzo*, in *I contratti*, 2011, 1161 ss.

- SANTELLA-TURRINI, *Capital Maintenance in the EU: Is the Second Company Law Directive Really That Restrictive?*, in *European Business Organisation Law Review*, 2008, 427 ss.
- SAUTER, *Der Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG)*, consultabile al link <http://ilf-frankfurt.de>.
- SAUTER, *Offene Fragen zum Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG)*, in *ZIP*, 2008, 1706 ss.
- SAVIOLI, *Tutela dell'integrità del capitale sociale e IFRS 3: il caso del conferimento d'azienda*, in *Soc.*, 2006, 672 ss.
- SCETTRI - STRAMPELLI, *Commento sub artt. 2423-ter - 2427-bis*, in M. Notari-L.A. Bianchi (a cura di), *Obbligazioni-Bilancio*, in P. Marchetti-L. A. Bianchi-F. Ghezzi-M. Notari (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2006, 578 ss.
- SCHÄFER, *Konzern 2008*, 407 ss.
- SCHÄFER, *Vereinfachung der Kapitalrichtlinie – Sacheinlage*, in *Der Konzern*, 2007, 410.
- SCHÖN, *Legal Capital, Entity Shielding and Solvency Tests: The German View*, in *La società per azioni oggi: tradizione, attualità e prospettive. Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006 / [a cura di] P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventrizzo – Vol. 1*, Milano, Giuffrè, 2007, 493 ss.
- SCIUTO-SPADA, *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo-Portale, Torino, Utet, 2004, 1\*, 3 ss.
- SCOGNAMIGLIO, *La ricezione dei principi internazionali IAS/IFRS ed il sistema delle fonti del diritto contabile*, in AA.VV., *IAS/IFRS. La modernizzazione del diritto contabile in Italia*, Milano, Giuffrè, 2007, 30 ss.
- SEIBERT-FLORSTEDT, *Der Regierungsentwurf des ARUG – Inhalt und wesentliche Änderungen gegenüber dem Referentenentwurf*, in *ZIP*, 2008, 2145 ss.

- SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, Giuffré, 2008, 242 ss.
- SIMON, *De la désignation du commissarie aux apports par la magistrat*, in *Rev. Soc.*, 1969, 95 ss.
- SIMONETTO, *Responsabilità e garanzia nel diritto delle società*, Padova, Cedam, 1959.
- SODI, *L'assegnazione delle partecipazioni non proporzionale ai conferimenti nelle società di capitali*, Studio n. 148-2008/I, consultabile sul sito [www.notariato.it](http://www.notariato.it).
- SOMMERFELD, *Die vereinfachte Sachkapitalerhöhung nach dem ARUG*, Osnabrück, 2010, 21 ss.
- SOPRANO, *Trattato teorico-pratico delle società commerciali*, Torino, Unione Tipografico-Editrice Torinese, 1934, 356 ss.
- SOTTORIVA, *Direttiva 2013/34/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio*, in *Il controllo nelle società e negli enti*, 2013, 781 ss.
- SPATAZZA, *Conferimento di beni in godimento e capitale sociale*, Milano, Giuffré, 1991.
- SPOLIDORO, *Una società a responsabilità limitata da tre soldi (o da un euro?)*, in *Riv. soc.*, 2013, 1085 ss.
- SPOLIDORO, *Attuazione della direttiva 2006/68/CE su conferimenti non in contanti, acquisto di azioni proprie e assistenza finanziaria*, in *Notariato*, 2009, 66 ss.
- SPOLIDORO, *Conferimenti in natura nelle società di capitali: appunti*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, Torino, Utet, 2007, vol. I, 487 ss.
- SPOLIDORO, *I conferimenti in denaro*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo – Portale, Torino, Utet, 2004, vol. 1\*\*, 489 ss.
- SPOLIDORO, *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2003, 205 ss.

- SPOLIDORO, voce «Capitale sociale», in *Enc. dir.*, Agg., IV, Milano, 2000, 208 ss.
- SPOLIDORO, *Il capitale sociale*, in *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti* (a cura di P. Abbadessa e A. Rojo), Milano, Giuffrè, 1993.
- SPOLIDORO, *L'elusione delle norme sui conferimenti in natura: un dibattito in Germania*, in *Riv. soc.*, 1989, 1195 ss.
- SPOLIDORO, *Commento agli artt. 5, 6 e 20 del D.P.R. 10 febbraio 1986 n. 30*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1988, 13 ss.
- STAGNO D'ALCONTRES, *Commento all'art. 2346*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, Jovene, 2004, vol. 1, 251 ss.
- STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012, 617 ss.
- STRAMPELLI, *I regimi alternativi di stima dei conferimenti in natura in società per azioni: appunti (Postilla)*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, 213 ss.
- STRAMPELLI, *I regimi alternativi di stima dei conferimenti in natura in società per azioni: appunti*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti: liber discipulorum*, a cura di Ventrone, Milano, Egea, 2011, 667 ss.
- STRAMPELLI, *The IAS/IFRS after the crisis: limiting the impact of fair value on companies' capital*, in *European Company and Financial Law Review*, 2011, 1 ss.
- STRAMPELLI, *Gli IAS/IFRS dopo la crisi: alla ricerca dell'equilibrio tra regole contabili non prudenziali e tutela della stabilità patrimoniale della società*, in *Riv. soc.*, 2010, 383 ss.
- STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori. L'effetto degli IAS/IFRS*, Torino, Giappichelli, 2009.

- STRAMPELLI, *Imputato fair value: patteggiamento o rinvio a giudizio?* (con L. A. Bianchi), in *Analisi giuridica dell'economia*, 2009, 23 ss.
- STRAMPELLI, «Fattibilità» di sistemi alternativi al capitale sociale: uno studio promosso dalla Commissione Europea, in *Riv. soc.*, 2008, 607 ss.
- STRAMPELLI, *Le riserve da fair value: profili di disciplina e riflessi sulla configurazione e la natura del patrimonio netto*, in *Riv. soc.*, 2006, 243 ss.
- STRAMPELLI, *L'introduzione dei Principi IAS/IFRS e gli effetti sulla disciplina giuridica del bilancio di esercizio*, in *Commentario alla riforma delle società* (diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari), vol. VI, *Obbligazioni e bilancio* (a cura di M. Notari e L. A. Bianchi), Egea-Giuffrè, 2006, 321 ss.
- TANTINI, *Capitale e patrimonio nelle società per azioni*, Padova, Cedam, 1980.
- TASSINARI, *Gli apporti dei soci e la disciplina del capitale sociale tra attualità e prospettive*, in *Riv. not.*, 2013, 205 ss.
- TASSINARI, *Commento all'art. 2343*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, Cedam, 2005.
- TEDESCHINI – SACCO GINEVRI, *La nuova disciplina dei conferimenti in natura e dell'assistenza finanziaria nelle s.p.a.: primi spunti applicativi*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 58 ss.
- TESAURO, *Diritto Comunitario*, Padova, Cedam, 2003, 169 ss.
- TESSITORE, *Il bilancio di esercizio verso un sistema duale*, in *Riv. dott. comm.*, 2006, 225 ss.
- TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, Milano, Giuffrè, 2007.
- TOMBARI, *Principi e problemi di "diritto societario della crisi"*, in *Riv. soc.*, 2013, 1138 ss.

- TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 1083 ss.
- TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Studi e materiali*, Quaderni a cura del Cons. Naz. del Notariato, 1/2005.
- TORRENTE-SCHLESINGER, *Manuale di diritto privato*, a cura di F. Anelli e C. Granelli, Milano, Giuffrè, 2009.
- TRIMARCHI, *Studio n. 99-2011/I, Le modificazioni del capitale nominale senza modificazione del patrimonio netto*, consultabile sul sito [www.notariato.it](http://www.notariato.it).
- URBAIN-PARLÉANI, *Working Group on the Share Capital in Europe – French Answers to the Questionnaire*, in *Legal Capital in Europe* (Marcus Lutter Ed.), *European Company and Financial Law Review*, 2006, 480 ss.
- VAN DER ELST C., *The Modified Belgian Framework for Contributions in Kind, Share Buy Backs and Financial Assistance* (February 1, 2009). TILEC Discussion Paper No. 2009-025, disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1400530> oppure <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1400530>.
- VELASCO SAN PEDRO, *La adaptación del Derecho Español a la reforma de 2006 de la Segunda Directiva sobre la constitución y el capital de la sociedad anónima*, in *Revista de Derecho de Sociedades*, 2008, 117 ss.
- VELASCO-MENCÍA, *La sociedad anónima en el derecho español*, in *Le nuove s.p.a.*, Trattato diretto da Cagnasso-Panzani, vol. I, Torino, Zanichelli, 2013, 503 ss.
- VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2012.
- VENTORUZZO, *Experiments in Comparative Corporate Law: the Recent Italian Reform and the Dubious Virtues of a Market for Rules in the Absence of Effective*



- Regulatory Competition*, in *Nuovo diritto societario e analisi economica del diritto*, a cura di Ventoruzzo, Milano, Egea, 2005, 165 ss.
- VENTORUZZO, *La disapplicazione obbligatoria delle disposizioni sul bilancio*, in L.A. Bianchi (a cura di), *La disciplina giuridica del bilancio di esercizio*, Milano, Il Sole 24 Ore, 2001, 73 ss.
- VERNA, *Il bilancio tra riforma delle società e introduzione dei principi contabili internazionali*, in *Riv. dott. comm.*, 2003, 513 ss.
- VERVESOS, in *Commentary on Law of AE*, 2010, Art. 9a, 485 ss.
- VITALI, *Conferimento d'azienda, valore di conferimento e clausole di «earn out»*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti: liber discipulorum*, a cura di VENTORUZZO, Milano, Egea, 2011, 739 ss.
- VON DER LAAGE G.D., *La "Unternehmergeellschaft (haftungsbeschränkt)": il nuovo modello di GmbH (s.r.l.) nella recente riforma tedesca*, in *Riv. soc.*, 2011, 404 ss.
- VUTT, *Transformation of Legal Capital Rules in Estonia — Inevitability or Permanent Misunderstanding?*, consultato in data 25 agosto 2013 dal link <http://www.juridicainternational.eu/?id=12646>.
- WEIGMANN, *L'interpretazione del diritto societario armonizzato nella Unione Europea*, in *Contr. e impr.*, 1996, 499 ss.
- WESTERMANN, *Kapitalschutz als Gestaltungsmöglichkeit*, in *ZHR*, 2008, 149 ss.
- WESTERMANN, *ZHR* 172 (2008), 144 ss.
- WESTRADE, *L'apport en nature: quelques observations relatives à son déroulement pratique*, *Cah. Jur.*, 2009, 100 ss.
- WYMEERSCH, *The Directive amending the Second Company Law Directive on legal Capital*, in *La società per azioni oggi: tradizione, attualità e prospettive*. Atti del

Convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006 / [a cura di]  
P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventoruzzo - Milano, Giuffré, 2007, 333 ss.

WYMEERSCH, *Reforming the Second Company Law Directive*, Financial Law Institute  
Working Paper Series 2006-15, disponibile sul sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

ZETZSCHE, *Die naechste "kleine" Aktienrechtsreform: Der Referentenentwurf eines  
Gesetzes zur Umsetzung der Aktionaersrechterichtlinie (ARUG)*, in *Der Konzern*,  
2008, 321 ss.

**DICHIARAZIONE DI CONFORMITÀ DELLE TESI  
PER IL CONSEGUIMENTO DEL TITOLO DI DOTTORE DI RICERCA  
(DICHIARAZIONE SOSTITUTIVA DI ATTO NOTORIO E DI  
CERTIFICAZIONE)**

(artt. 46-47 D.P.R., 28 dicembre 2000, n. 445, e relative modifiche)

La sottoscritta Lucia Folladori, nata a Chiavenna (SO), il giorno 28 gennaio 1983; residente a Chiavenna (SO), Via Don P. Buzzetti n. 34; dottoranda iscritto al XXIV ciclo del Dottorato di ricerca in Diritto commerciale, insegnamento Ius 04; a conoscenza del fatto che, in caso di dichiarazioni mendaci, oltre alle sanzioni previste dal Codice Penale e dalle Leggi speciali per l'ipotesi di falsità in atti ed uso di atti falsi, decade dai benefici conseguenti al provvedimento emanato sulla base di tali dichiarazioni;

**DICHIARA**

sotto la propria responsabilità, ai fini dell'ammissione all'esame finale per il conseguimento del titolo di Dottore di ricerca,

di essere a conoscenza che,

in conformità al Regolamento dell'Università degli Studi di Brescia per l'ammissione all'esame finale ed il rilascio del titolo per il conseguimento del titolo di Dottore di Ricerca, è tenuta a depositare all'U.O.C. Dottorati e Scuole di Specializzazione:

- n. 1 copia in formato cartaceo della propria tesi di dottorato e l'esposizione riassuntiva (*abstract*) in italiano, se la redazione della tesi è stata autorizzata in lingua straniera;
- n. 2 copie della tesi su DVD o CD-ROM per il deposito presso le Biblioteche Nazionali di Roma e di Firenze;

**DICHIARA inoltre**

- che il contenuto e l'organizzazione della tesi sono opera originale e non compromettono in alcun modo i diritti di terzi;

- che sarà consultabile immediatamente dopo il conseguimento del titolo di Dottore di ricerca, in quanto non è il risultato di attività rientranti nella normativa sulla proprietà industriale, non è stata prodotta nell'ambito di progetti finanziati da soggetti pubblici o privati con vincoli alla divulgazione dei risultati, e non è oggetto di eventuali registrazioni di tipo brevettale o di tutela;
- che l'Università è in ogni caso esente da qualsiasi responsabilità di qualsivoglia natura, civile, amministrativa o penale e sarà tenuta indenne da qualsiasi richiesta o rivendicazione da parte di terzi;
- che la tesi in formato elettronico (DVD o CD-ROM) è completa in ogni sua parte ed è del tutto identica a quella depositata in formato cartaceo all'U.O.C. Dottorati e Scuole di Specializzazione dell'Università degli Studi di Brescia e inviata ai Commissari. Di conseguenza va esclusa qualsiasi responsabilità dell'Ateneo per quanto riguarda eventuali errori, imprecisioni od omissioni nei contenuti della tesi.

Dichiara, inoltre, di essere consapevole che saranno effettuati dei controlli a campione.

Eventuali discordanze od omissioni potranno comportare l'esclusione dal Dottorato di ricerca.

Brescia, \_\_\_\_ marzo 2014

\_\_\_\_\_  
Firma del dichiarante