

DIRITTO SOCIETARIO

Possibile l'aumento di capitale con formula di "earn out"

di **Fabio Landuzzi**

Una recente **Massima** elaborata dal **Consiglio notarile di Milano** – la **n. 170** – ha affrontato un caso interessante, ovvero quello in cui la **clausola di *earn out*** (con cui si prevede nelle operazioni di acquisto di partecipazioni un **corrispettivo aggiuntivo** al verificarsi di **determinate condizioni** sovente rappresentate da obiettivi quantitativi) non è previsto che venga liquidata in denaro, bensì **mediante azioni emesse dalla società** che riceve l'apporto in natura; in questo particolare caso, infatti, occorre fare i conti con le regole che presidiano la **corretta formazione del capitale**.

Secondo il Notariato di Milano, in caso di **aumento di capitale con apporto in natura** è **legittimo prevedere l'emissione di ulteriori azioni** rispetto al momento della sottoscrizione iniziale del capitale, emissione subordinata al verificarsi di condizioni anche legate al **raggiungimento di obiettivi economici** della società (c.d. ***earn out***).

Tuttavia, in questa circostanza, occorre che la **relazione di stima** ex [articolo 2343 cod. civ.](#) attesti che il **valore dei beni conferiti** sia **almeno pari all'aumento di capitale** inclusivo anche dell'importo riferito all'emissione delle **azioni rappresentative dell'*earn out***.

In sostanza, in questo caso la delibera di aumento di capitale dà luogo a **due emissioni distinte** sebbene esse afferiscano alla stessa operazione:

1. **la prima** avente come di consueto ad oggetto le **azioni da assegnare al sottoscrittore al momento del conferimento**;
2. **la seconda** avente invece ad oggetto le **ulteriori azioni da assegnare al sottoscrittore a titolo di *earn out***: questa emissione ha però **effetti posticipati** e **soggetti alla condizione** del raggiungimento degli obiettivi prefissati.

Il **conferente**, perciò, **sottoscrive** sin dall'origine **tutte le azioni** oggetto delle due emissioni, ed esegue il conferimento anche se **alcune delle azioni** corrispondenti all'aumento di capitale, benché sottoscritte e liberate, **non sono emesse con effetto immediato**, ma verranno emesse solo se si verificheranno le condizioni stabilite.

Una **criticità** osservata nella **Massima** in relazione a questa particolare operazione riguarda la necessità della **sussistenza di una riserva da imputare a capitale** al momento in cui vengono emesse le azioni oggetto di ***earn out***: l'operazione richiede infatti l'**imputazione** della iniziale **riserva di sovrapprezzo** alla formazione del **capitale** quando le ulteriori azioni dovessero essere emesse.

Il punto è che, pur con tutte le cautele del caso, non si può escludere che al momento in cui si devono emettere le ulteriori azioni oggetto di *earn out*, **a causa di perdite** nel frattempo sofferte, tutte **le riserve della società siano state erose**.

La questione sarebbe più agevolmente superabile quando la società avesse emesso **azioni prive di indicazione del valore nominale**, perché in questa circostanza alla emissione delle nuove azioni **non** necessariamente dovrebbe accompagnarsi un **ulteriore incremento del capitale sociale**.

La Massima estende queste considerazioni e conclusioni anche al **caso delle c.d. "bonus shares"**, ossia quando in presenza di un aumento di capitale in denaro, la **delibera prevede l'emissione**, con efficacia in un **momento successivo** alla sottoscrizione, di **azioni ulteriori al verificarsi di condizioni "soggettive"** riferite ad un particolare sottoscrittore (ad esempio: la **mancata alienazione delle azioni** per un determinato periodo di tempo).

Osserva il Notariato di Milano nella Massima in commento che, per le stesse ragioni sopra esposte, ove le azioni contenessero l'espressione del valore nominale, **l'incremento del capitale** da "*bonus shares*" dovrebbe essere **coperto da quanto versato dai sottoscrittori**; è quindi necessaria l'esistenza, al momento della seconda emissione, di **riserve sufficienti** per coprire l'ulteriore aumento di capitale o comunque **l'adozione di tecniche contrattuali** tali da garantire la **copertura della seconda emissione** derivante dalle "*bonus shares*", sempre che non si rientri nel caso delle azioni emesse **senza espressione del valore nominale**.

Seminario di specializzazione

**INTERNAZIONALIZZAZIONE DI IMPRESA E
STRUMENTI DI CRESCITA PER LE PMI**

[Scopri le sedi in programmazione >](#)