

***Minimum capital requirement* e tutela dei piccoli azionisti: il ruolo della disciplina degli aumenti del capitale sociale.**

Sommario: 1. Introduzione. Obblighi di vigilanza e tutela degli azionisti non partecipanti all'aumento del capitale sociale; 2. Le conseguenze dell'aumento del capitale sul patrimonio degli azionisti non sottoscrittori; 3. Le tutele contro l'effetto diluitivo: il diritto di opzione; 4. Il prezzo di emissione; 5. Il problema dell'obbligatorietà dei criteri per la determinazione del prezzo di emissione nel caso di aumento del capitale sociale senza esclusione o limitazione del diritto di opzione; 6. La tutela contro l'effetto diluitivo nel caso di aumento del capitale con limitazione o esclusione del diritto di opzione; 7. La disciplina dell'aumento del capitale sociale delle s.p.a. e gli obblighi di patrimonializzazione minima delle banche. Conclusioni.

1. Introduzione. Obblighi di vigilanza e tutela degli azionisti non partecipanti all'aumento del capitale sociale.

Gli accordi di Basilea prevedono che le banche siano tenute a rispettare un determinato rapporto, definito *minimum capital requirement* (da ora *MCR*), tra il valore degli impieghi, determinato secondo diversi sistemi di misurazione facenti alla necessità di considerare la rischiosità del credito concesso, e la somma di un insieme di componenti del bilancio, in larga misura riconducibili al patrimonio netto ma non solo, accomunati sotto la generica espressione di *patrimonio di vigilanza*. Il MCR viene considerato come un'imprescindibile strumento per la gestione prudentiale della banca, oltre che per la tutela del sistema creditizio e finanziario nel suo complesso, mentre l'uniformità internazionale delle regole per il suo calcolo presidia la concorrenza nel settore del credito, che sarebbe invece compromessa dalla possibilità di arbitraggi normativi.

La formula di calcolo istituisce una relazione di proporzionalità diretta tra rischiosità dell'attività svolta e patrimonio di vigilanza. Le conseguenze sul piano gestionale sono evidenti: se la banca non è in grado di disporre di nuovi strumenti da imputare al patrimonio di vigilanza deve rinunciare ad una parte del rischio e quindi, a seconda dei casi, ridurre la propria esposizione complessiva o non assumere nuovi rischi.

In un contesto nel quale la domanda creditizia è relativamente stabile in termini quantitativi o di rischio, il sistema delineato non presenta particolari complessità. Molto diverse sono invece le conseguenze che il sistema è in grado di produrre in una situazione di crescita della domanda di credito o di aggravamento del complessivo rischio creditizio: per mantenere in vita le esposizioni in essere, rese più rischiose da una crisi economica, la banca è costretta ad acquisire i nuovi mezzi che la regolamentazione applicabile consente di imputare al patrimonio di vigilanza, ed in particolare nuovo capitale sociale, considerato come l'elemento patrimoniale di maggiore qualità. Ove ciò non sia possibile, agli amministratori non rimane che rinunciare alla parte degli *assets* più rischiosa, e più in generale alla parte di impieghi necessari a riportare nei limiti previsti il requisito patrimoniale.

Il perdurare della crisi e il suo aggravamento porranno, come hanno posto, periodicamente gli amministratori di fronte a questa alternativa. Nei singoli casi, le risposte sono state le più varie: interventi dello Stato diretti a garantire alle banche il livello di patrimonializzazione necessario o a garantire l'esposizione verso determinate categorie di debitori, emissione di strumenti finanziari imputabili al patrimonio di vigilanza, riduzione dell'esposizione, ma soprattutto, per quanto interessa in questa sede, frequenti aumenti del capitale sociale delle banche e per cifre significative se rapportate al capitale in essere.

Il ricorso a nuovo capitale è stato oggetto di attenzione soprattutto per le difficoltà che il *management* della banca incontra nel persuadere i maggiori azionisti ad aderire all'aumento, problema che nel nostro Paese viene esasperato dalle finalità istituzionali proprie di alcuni di questi e dall'obiettiva difficoltà di conciliare tali scopi con nuovi esborsi, a cui spesso non corrisponde un'immediata remunerazione. D'altra parte, l'indisponibilità in capo a tutti i soci delle risorse necessarie all'esercizio del diritto di opzione unita alla frequenza con cui l'aumento del capitale

sociale è stato o dovrà essere utilizzato per far fronte alle esigenze prudenziali in un contesto economico di scarsa crescita pone il problema della riduzione del valore relativo della partecipazione degli azionisti che non siano in grado di sottoscrivere le azioni di nuova emissione, in genere piccoli risparmiatori ma non solo, per il noto effetto diluitivo dell'aumento.

Il conflitto tra l'interesse alla sana e prudente gestione della banca e la tutela del risparmio sotto forma azionaria viene risolto nella normativa prudenziale a svantaggio dei secondi indistintamente considerati. La nostra ricerca intende verificare se esistano strumenti per distribuire diversamente i costi connessi all'applicazione della regola del requisito patrimoniale minimo, ed in particolare se la disciplina degli aumenti di capitale sia in grado di assolvere a questa funzione.

2. Le conseguenze dell'aumento del capitale sul patrimonio degli azionisti non sottoscrittori.

Per meglio comprendere i problemi che l'aumento produce in capo ai soci che non siano in grado di sottoscriverlo è utile analizzare le diverse possibili caratteristiche che l'aumento può assumere con riferimento al rapporto tra il prezzo di emissione, il patrimonio netto dell'emittente ed altri valori che devono essere tenuti in considerazione. Al riguardo è utile ricordare che l'unico limite *esplicito e determinato* che la legge pone alla fissazione del prezzo di emissione risiede nella regola per cui il valore dei conferimenti non può essere complessivamente inferiore all'ammontare globale del capitale sociale (art. 2346, comma 5, cod. civ.). In una società non quotata possono darsi, di conseguenza, le seguenti situazioni ed effetti sul patrimonio degli azionisti che non partecipano all'aumento:

- a) *aumento con prezzo di emissione pari al valore nominale delle azioni già in circolazione*: il prezzo di emissione delle nuove azioni è pari al valore nominale delle azioni già in circolazione. Il socio che non è in grado di sottoscrivere subisce una compressione della partecipazione alle componenti del patrimonio netto diverse dal capitale sociale. A questo deve aggiungersi la riduzione della percentuale in cui l'azionista partecipa agli utili, cosicché a parità di utile distribuibile il socio subirà una lesione alle componenti reddituali della propria partecipazione;
- b) *aumento con prezzo di emissione inferiore alla somma tra il valore nominale e la frazione degli elementi patrimoniali diversi dal capitale sociale rappresentata dalle azioni già in circolazione*: In questo caso il socio che non è in grado di sottoscrivere subisce a parità di utile distribuibile una perdita sulle componenti reddituali del valore delle sue azioni, e mantiene solo una parte del valore della partecipazione agli elementi del patrimonio netto diversi dal capitale sociale;
- c) *aumento con prezzo di emissione pari alla somma tra il valore nominale delle azioni e la frazione degli elementi patrimoniali diversi dal capitale sociale rappresentata dalle azioni già in circolazione*: In questo caso il socio che non è in grado di sottoscrivere subisce a parità di utile distribuibile una perdita sulle componenti reddituali del valore delle sue azioni, ma mantiene il valore della partecipazione agli elementi del patrimonio netto diversi dal capitale sociale;
- d) *aumento con prezzo di emissione superiore alla somma tra il valore nominale delle azioni e la frazione degli elementi patrimoniali diversi dal capitale sociale rappresentata dalle azioni già in circolazione*: In questo caso il socio che non è in grado di sottoscrivere subisce a parità di utile distribuibile una perdita sulle componenti reddituali del valore delle sue azioni, ma ottiene un incremento della parte del valore della partecipazione corrispondente agli elementi del patrimonio netto diversi dal capitale sociale proporzionale alla differenza tra il valore delle azioni in circolazione ed il prezzo di emissione.

Nel caso di azioni di società quotata, nel valutare la posizione complessiva dell'azionista non sottoscrittore occorre tener conto del prezzo di mercato – potendo esistere un premio o uno sconto su questo, il che come vedremo rileva sul valore del diritto di opzione – ma dal punto di vista dei

diritti che residuano in capo all'azionista non sottoscrittore sul reddito o sul patrimonio della società le situazioni che possono in concreto porsi appaiono riconducibili ai casi appena descritti.

3. Le tutele contro l'effetto diluitivo: il diritto di opzione.

Nel paragrafo che precede abbiamo illustrato come l'azionista che non sia in grado di sottoscrivere l'aumento subisce in ogni caso una diminuzione, in termini patrimoniali o reddituali, risultando ridotta la sua partecipazione alle componenti del patrimonio netto diverse dal capitale sociale, che è massima nel caso in cui prezzo di emissione corrisponda esattamente al valore nominale delle azioni in circolazione, mentre tende a ridursi, senza peraltro scomparire, nel caso in cui il prezzo di emissione superi la parte di patrimonio netto rappresentata dalle azioni in circolazione. Occorre a questo punto valutare se gli strumenti di diritto positivo offrano adeguate tutele contro questo stato di cose legato, per così dire, alla matematica degli aumenti di capitale.

Il primo strumento da considerare è il diritto di opzione (art. 2441, comma 3, cod. civ.), vendendo il quale è possibile un'indiretta compensazione della perdita subita dall'azionista per la mancata partecipazione all'aumento. Sia l'*an* che il *quantum* di questa sono però condizionate dall'esistenza di un mercato dei diritti di opzione, la cui capacità di far emergere l'effettivo valore dei diritti negoziati dobbiamo in ipotesi considerare come un dato certo, e dal prezzo di emissione attribuito alla azioni offerte in sottoscrizione.

Il valore dell'opzione è infatti una funzione del rapporto esistente tra quello che in termini finanziari può essere considerato come il prezzo di esercizio (c.d. *strike price*) del diritto, cioè il prezzo di emissione delle nuove azioni, ed il prezzo delle azioni in circolazione e quindi del prezzo di mercato, quando esista un mercato delle azioni, ovvero di una stima del valore di queste. Il diritto di opzione ha quindi un valore fin tanto che il prezzo di emissione è inferiore al prezzo di mercato o a quello stimato, e in misura crescente al crescere di questa differenza. Se il prezzo di emissione è pari o supera quello di mercato o quello stimato, il diritto di opzione non ha alcun valore.

Valutando questi dati alla luce della conclusione raggiunta nel paragrafo precedente, per cui l'azionista non sottoscrittore tende a conservare integra la propria partecipazione alle componenti del patrimonio netto diverse dal capitale sociale al crescere del sovrapprezzo, qui inteso come differenza tra il prezzo di emissione ed il valore nominale delle azioni, non può che emergere un "paradosso", i cui termini possono essere così illustrati:

1. Se le azioni vengono emesse senza sovrapprezzo, o con un sovrapprezzo inferiore a quello che tiene conto di tutte le componenti del patrimonio netto diverse dal capitale sociale, non solo gli azionisti saranno incentivati a sottoscrivere l'aumento per distribuirsi una parte delle componenti del patrimonio netto diverse dal capitale ad un prezzo conveniente o addirittura senza alcun costo aggiuntivo nel caso di prezzo di emissione pari al valore nominale delle azioni, ma la stessa ragione creerà una domanda dei diritti di opzione non esercitati, che ne farà aumentare il prezzo fino al punto in cui la somma del prezzo di emissione delle azioni da sottoscrivere e dei diritti di opzione uguaglierà il valore delle azioni già in circolazione. Gli azionisti non sottoscrittori subiranno una riduzione del valore delle azioni per il ridursi della partecipazione alle componenti del patrimonio netto diverse dal capitale, ma questa verrà compensata dal prezzo del diritto di opzione;
2. Se le azioni vengono emesse con un sovrapprezzo pari o superiore al valore di tutti gli elementi patrimoniali rappresentati dalle singole azioni, l'incentivo alla sottoscrizione sarà minimo, posto che ogni centesimo del prezzo eccedente la frazione del patrimonio netto rappresentato dalle azioni già in circolazione dovrà essere condiviso con gli azionisti non sottoscrittori. Il valore del diritto di opzione sarà in questo caso nullo, essendo il prezzo di esercizio superiore a quello di mercato o al valore delle azioni, ma allo stesso tempo gli azionisti che non partecipano all'aumento conserveranno integra la partecipazione agli elementi del patrimonio netto diversi dal capitale sociale. Questo stato di cose potrebbe

creare il pericolo di comportamenti opportunistici da parte degli azionisti indecisi, che sarebbero indotti ad un atteggiamento attendista, allo scopo di beneficiare del sovrapprezzo eccedente il valore delle azioni già in circolazione. In definitiva, la maggior tutela degli azionisti non sottoscrittori, attuata attraverso un sovrapprezzo superiore al valore delle azioni già in circolazione implica la perdita integrale del valore del diritto di opzione, oltre al rischio che l'aumento di capitale non venga eseguito o eseguito solo in parte.

4. Il prezzo di emissione.

Da quanto sopra esposto emerge quindi che, negli aumenti senza esclusione del diritto di opzione, la soluzione che tutela meglio l'azionista non sottoscrittore non è quella, a cui è possibile pervenire avendo riguardo alle sole variabili patrimoniali, dell'aumento con prezzo di emissione pari o superiore alla somma tra il valore nominale delle azioni e la frazione degli elementi patrimoniali diversi dal capitale sociale rappresentata dalle azioni già in circolazione, ma piuttosto quella dell'esclusione del sovrapprezzo, o comunque quella del sovrapprezzo contenuto nei limiti della frazione di patrimonio netto diversa dal capitale sociale rappresentata dalle azioni in circolazione, poiché in questo caso tende ad essere massimizzato il valore del diritto di opzione il quale – a condizione che esista un mercato dei diritti di opzione e che questo sia in grado di prezzare correttamente il valore del diritto – tende a compensare la riduzione della partecipazione al patrimonio netto. L'evidenza matematica mostra come questo dato sia vero a prescindere dal rapporto tra le diverse componenti del patrimonio netto, cioè sia nel caso in cui il capitale sociale sia pari, inferiore o superiore all'importo delle altre voci.

Tavola 1: Effetti dell'aumento sul patrimonio del socio non sottoscrittore, ipotizzando: a) un capitale sociale iniziale di 1000 ripartito tra 1000 azioni del valore di 1; b) altre componenti iniziali del patrimonio netto pari a 500; e c) un aumento del 10% del capitale sociale.

	P. emissione=Valore azioni in circolazione	P. emissione > Valore azioni in circolazione	P. emissione < Valore azioni in circolazione	Prezzo di emissione = capitale sociale
Prezzo di emissione (a+b)	1,5	2	1,4	1
a) valore nominale delle azioni	1	1	1	1
b) sovrapprezzo	0,5	1	0,4	0
Importo del capitale sociale dopo l'aumento	1100	1100	1100	1100
Importo del restante patrimonio netto dopo l'aumento	550	600	540	500
Valore di libro delle azioni dopo aumento (a+b):	1,5	1,55	1,49	1,45
a) valore nominale delle azioni	1	1	1	1
b) frazione del patrimonio netto	0,5	0,55	0,49	0,45
Valore dell'opzione	0	-0,45	0,09	0,45
Perdita/guadagno del socio non sottoscrittore				
a) valore dell'opzione	0	0	0,09	0,45
b) parte residua del patrimonio	0,5	0,55	0,49	0,45
c) parte iniziale del patrimonio	0,5	0,5	0,5	0,5
Totale (a+b-c)	0	0,05	0,08	0,41

Emerge, allo stesso tempo, come la soluzione più efficiente dal punto di vista degli interessi in gioco – quello degli azionisti che non partecipano all'aumento, quello di coloro che sottoscrivono le azioni di nuova emissione, e quello delle società emittente – è però quella di fissare il prezzo di emissione in misura *tendenzialmente* pari al valore stimato delle azioni o a quello di mercato, quando questo esista e funzioni correttamente. In queste condizioni, la posizione dei singoli interessati può essere così descritta (Tavola 1): a) gli azionisti non sottoscrittori beneficiano in misura limitata del prezzo del diritto di opzione, che nel caso di parità dei prezzi di emissione e di

quello delle azioni in circolazione sarà uguale a zero, ma allo stesso tempo il sovrapprezzo è idoneo a compensare quasi integralmente la riduzione della partecipazione agli elementi del patrimonio netto diversi dal capitale sociale; b) gli acquirenti delle nuove azioni potranno appropriarsi solo di una minima parte delle componenti del patrimonio netto diverse dal capitale, ma il costo da essi sopportato sarà comunque pari al valore delle azioni già in circolazione; infine e soprattutto, c) il patrimonio netto della società trarrà il massimo beneficio dall'aumento, grazie all'acquisizione di nuove risorse da imputare in parte al capitale sociale in parte alle riserve.

A tale proposito occorre ancora osservare come dall'esame della Tavola 1 emerge che la società ottiene il massimo beneficio patrimoniale quando il prezzo di emissione corrisponde esattamente al valore delle azioni già in circolazione. Tuttavia, in queste condizioni la mancanza di valore del diritto di opzione renderebbe poco attraente la sottoscrizione da parte degli investitori, risultando di conseguenza verosimilmente compromesso il successo dell'aumento, rendendo preferibile un prezzo di emissione *tendenzialmente* pari a quello delle azioni già in circolazione. Non è naturalmente facile individuare quale sia la differenza idonea ad assicurare il successo "commerciale" dell'aumento, contribuendo a quest'ultimo una serie di variabili (legate ad esempio alla capacità di *marketing* dell'emittente o dei soggetti incaricati del collocamento), ma deve essere comunque considerato che al crescere della differenza, se aumenta la probabilità di successo dell'operazione, si riduce la parte del costo complessivo dell'operazione di cui la società è in grado appropriarsi.

5. Il problema dell'obbligatorietà dei criteri per la determinazione del prezzo di emissione nel caso di aumento del capitale sociale senza esclusione o limitazione del diritto di opzione.

Definiti i criteri per la determinazione del prezzo di emissione, occorre domandarsi se gli organi sociali competenti siano in qualche modo tenuti a rispettarli. Il codice civile fissa alcuni criteri con riferimento alla sola ipotesi dell'aumento con limitazione o esclusione del diritto di opzione, di cui tratteremo in seguito, mentre non esiste una regola generale. Sembrano di conseguenza possibili due soluzioni.

Il silenzio del legislatore può essere letto in primo luogo in senso permissivo, nel senso cioè che gli amministratori e l'assemblea sono liberi di fissare il prezzo di emissione nel modo da essi considerato ottimale, senza alcun bisogno di giustificare per quale motivo esso si discosti dalla parità con il prezzo o il valore stimato delle azioni in circolazione e senza che sia possibile alcun controllo *ex post* su tale determinazione. In questo senso sembrerebbe deporre il fatto che la legge si occupa del sovrapprezzo solo con riferimento al caso della limitazione del diritto di opzione, e come vedremo la presa di posizione appare giustificata dal fatto che il sovrapprezzo è l'unico modo di tutelare i soci che non partecipano all'aumento.

D'altra parte bisogna considerare che, se è vero che la legge non impone un limite "reale" alla discrezionalità degli amministratori e dell'assemblea nella determinazione del prezzo di emissione (e pertanto la delibera che fissi il prezzo di emissione senza il rispetto del criterio della tendenziale parità con il prezzo o valore delle azioni in circolazione non potrà considerarsi di per sé illegittima), e altresì vero che questo dato non è in contraddizione con la necessità di rispettare i criteri che abbiamo illustrato come espressione del generale principio di corretta gestione dell'impresa sociale, il discostamento dal quale, in mancanza di specifiche ragioni, potrebbe rilevare sotto il profilo, ad esempio, del conflitto di interessi del socio.

6. La tutela contro l'effetto diluitivo nel caso di aumento del capitale con limitazione o esclusione del diritto di opzione.

Quando il diritto di opzione viene limitato o escluso ai sensi dell'art. 2441, comma 6, cod. civ., il sovrapprezzo rappresenta l'unica tutela riconosciuta all'azionista non chiamato a partecipare all'aumento, essendo esclusa la possibilità di compensare la riduzione della partecipazione alle

componenti del patrimonio netto diverse dal capitale sociale con il ricavato della vendita del diritto di opzione. La legge prevede pertanto che: a) gli amministratori illustrino all'assemblea i criteri seguiti per la determinazione del prezzo di emissione, b) il collegio sindacale esprima il suo parere sulla congruità del prezzo di emissione; c) l'assemblea determini il prezzo di emissione “*in base al patrimonio netto, tenendo conto, per le società con azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre*” (art. 2441, comma 6, cod. civ.).

La previsione di criteri per la determinazione del prezzo di emissione non risolve tuttavia il problema della definizione del prezzo teoricamente ottimale né quello della sua obbligatorietà, posto che la necessità di definire il prezzo di emissione “*in base*” al patrimonio netto e “*tenendo conto*” delle quotazioni lascia comunque aperti alcuni margini interpretativi in ordine alla relazione che deve esistere tra le variabili in gioco.

Riguardo al primo quesito, risulta evidente (Tavola 2) che, come nell'aumento con diritto di opzione, il prezzo di emissione è in grado di contemperare al meglio i diversi interessi in gioco quando è pari al valore delle azioni in circolazione o al loro prezzo di mercato. A differenza dell'aumento non riservato, è inoltre possibile fissare il prezzo esattamente alla pari, non ponendosi in questo caso il problema dell'esito commerciale dell'operazione che come abbiamo visto potrebbe essere condizionato da un prezzo teorico dell'opzione nullo o troppo basso.

Tavola 2: Effetti dell'aumento riservato sul patrimonio del socio non sottoscrittore e del sottoscrittore, ipotizzando: a) un capitale sociale iniziale di 1000 ripartito tra 1000 azioni del valore di 1; b) altre componenti iniziali del patrimonio netto pari a 500; e c) un aumento del 10% del capitale sociale.

	P. emissione = Valore azioni in circolazione	P. emissione > Valore azioni in circolazione	P. emissione < Valore azioni in circolazione	Prezzo di emissione = capitale sociale
Prezzo di emissione (a+b)	1,5	2	1,4	1
a) valore nominale delle azioni	1	1	1	1
b) sovrapprezzo	0,5	1	0,4	0
Importo del capitale sociale dopo l'aumento	1100	1100	1100	1100
Importo del restante patrimonio netto dopo l'aumento	550	600	540	500
Valore delle azioni dopo aumento (a+b):	1,5	1,55	1,49	1,45
a) valore nominale delle azioni	1	1	1	1
b) frazione del patrimonio netto	0,5	0,55	0,49	0,45
Valore dell'opzione	0	-0,45	0,09	0,45
Perdita/guadagno del socio non sottoscrittore				
a) valore dell'opzione	0	0	0	0
b) parte residua del patrimonio	0,5	0,55	0,49	0,45
c) parte iniziale del patrimonio	0,5	0,5	0,5	0,5
Totale (a+b-c)	0	0,05	-0,01	-0,05
Perdita/guadagno del sottoscrittore				
a) sovrapprezzo	0,5	1	0,4	0
b) frazione residua del patrimonio	0,5	0,55	0,49	0,45
c) frazione iniziale del patrimonio	0	0	0	0
Totale ((b-c)-a)	0	-0,45	0,09	0,45

Il problema dell'obbligatorietà di questo prezzo teorico nell'aumento riservato deve tener conto del fatto che in questo caso la legge impone all'assemblea di provvedere alla determinazione del prezzo di emissione *in base* al patrimonio netto. Non si tratta quindi di stabilire se il patrimonio netto debba entrare o meno nella decisione, e in particolare se prezzo di emissione debba essere determinato tenendo conto del valore nominale e della frazione delle componenti del patrimonio netto rappresentata dalle azioni già in circolazione, ma se ed in che misura sia eventualmente possibile

discostarsene. Anche in questo caso sembrano possibili diverse letture, con la differenza che, essendo previsto l'obbligo dell'assemblea di provvedere sulla base dei criteri del patrimonio netto e dell'andamento delle quotazioni, il mancato rispetto di questi – qualunque sia la soluzione interpretativa preferita in ordine al loro significato – inciderà sulla validità della delibera.

Un primo approccio è quello di ritenere che il legislatore, prendendo atto dell'inesistenza di un criterio di valutazione delle partecipazioni societarie *certo* in assoluto, ma piuttosto di una pluralità di sistemi di valutazione (patrimoniale, reddituale, multipli di mercato, etc.), abbia inteso solo individuare i parametri che debbono essere tenuti in considerazione nella determinazione del valore delle azioni già in circolazione fermo restando che, una volta determinato questo, il prezzo di emissione non potrà discostarsene. Questa lettura appare a sua volta compatibile con due diverse interpretazioni del ruolo dei criteri indicati, e cioè a) quella di ritenere che la legge abbia inteso così fissare un insieme *minimo* di criteri per determinare il prezzo di emissione, restando ferma la possibilità di utilizzare altri criteri, e che quindi la necessità di considerare il patrimonio netto e le quotazioni di mercato rappresentino soltanto i passaggi obbligati di un percorso motivazionale, dal quale è però possibile discostarsi per ragioni esplicitate, e in particolare alla luce di altri criteri per la determinazione del prezzo di emissione, ovvero b) quella di ritenere che i parametri indicati siano gli *unici* da considerare nella valutazione del valore delle azioni in circolazione senza possibilità di alcuna deroga.

Non sembra invece possibile una lettura dell'art. 2441, comma 6, cod. civ. nel senso della libertà di determinare il prezzo di emissione discostandosi dal valore teorico che abbiamo sopra indicato. La necessità che la valutazione avvenga *in base* al patrimonio netto, pur nell'impossibilità di definire con precisione questo tipo di relazione, non può essere infatti ricondotta al solo obbligo di prendere in considerazione gli elementi patrimoniali, che avrebbe l'effetto di vanificare la funzione del riferimento al patrimonio netto come strumento di tutela degli azionisti esclusi dall'aumento (anche se, accedendo a questa lettura, l'obbligo di attenersi al prezzo teorico sopravviverebbe comunque sotto forma di principio di corretta gestione, con le conseguenze che abbiamo illustrato con riferimento all'aumento non riservato).

7. La disciplina dell'aumento del capitale sociale delle s.p.a. e gli obblighi di patrimonializzazione minima delle banche. Conclusioni.

Abbiamo visto che la regolamentazione del diritto di opzione, e più in generale dell'aumento del capitale sociale, pur essendo idonea a tutelare gli azionisti non sottoscrittori, presenta alcuni elementi di debolezza, rappresentati dall'inesistenza, nel caso di aumento non riservato, di limiti espliciti alla fissazione del prezzo di emissione ottimale, e di alcuni margini interpretativi che la normativa presenta nel caso di aumento con limitazione del diritto di opzione. Il nostro ragionamento presuppone inoltre l'esistenza di metodi certi di valutazione delle partecipazioni (o quantomeno ampiamente condivisi), nonché di mercati nei quali il prezzo dei diritti di opzione e dei titoli possa formarsi correttamente, cioè di condizioni che potrebbero non essere presenti nei singoli casi concreti.

Occorre a questo punto domandarsi se gli aumenti di capitale necessari per far fronte agli obblighi di patrimonializzazione minima delle banche presentino delle peculiarità tali da giustificare un trattamento diverso rispetto alla disciplina generale, o quantomeno tali superare le incertezze interpretative riguardanti l'obbligatorietà della fissazione del prezzo di emissione al livello ottimale.

Nel caso di accrescimento dell'esposizione complessiva, l'aumento necessario a far fronte agli obblighi di vigilanza può in primo luogo assumere connotati simili a quelli propri dell'obbligazione alternativa, potendo il requisito patrimoniale minimo essere mantenuto accrescendo il livello di patrimonializzazione o riducendo l'esposizione complessiva. Questa connotazione presuppone, ovviamente, che la banca sia in grado di ridurre i propri impegni, il che potrebbe non accadere: ad esempio, nel caso di aggravamento del rischio del portafoglio relativo ai mutui fondiari la banca

dovrebbe comunque rispettare i limiti che l'art. 40 T.U.B. pone alla possibilità di risolvere per inadempimento il contratto. Qualora invece la scelta possa considerarsi concretamente possibile, non sembrerebbero sussistere specificità tali da giustificare un trattamento dell'aumento del capitale sociale diverso rispetto alle regole generali.

La banca potrebbe, al contrario, trovarsi nella condizione di poter rispettare gli obblighi di vigilanza soltanto aumentando la propria patrimonializzazione: nel caso in cui ciò non sia possibile, si apre la strada dell'amministrazione straordinaria e, nei casi più gravi, della liquidazione coatta. Ciononostante, nemmeno in queste circostanze sembrerebbero sussistere ragioni tali da giustificare un diverso trattamento rispetto alla disciplina generale dell'aumento; al contrario, sembrerebbe che i margini interpretativi lasciati aperti dalla legge possano essere sfruttati per agevolare la riuscita dell'operazione di patrimonializzazione: ad esempio, nel caso di aumento riservato, la fissazione di un prezzo di emissione inferiore rispetto al valore delle azioni in circolazione, ancorché determinato facendo riferimento al patrimonio netto, potrebbe essere utilizzato dagli amministratori come argomento per convincere gli investitori più indecisi a prendere parte all'aumento e raggiungere il livello minimo richiesto dalla normativa prudenziale.

Possiamo quindi concludere che le esigenze di patrimonializzazione delle banche per far fronte agli obblighi di vigilanza non solo non giustificano un diverso trattamento rispetto alle regole generali in materia di aumento del capitale sociale a pagamento, ma potrebbero in casi estremi essere considerate prevalenti sugli altri interessi in gioco, ivi compreso quello degli azionisti che siano stati esclusi dall'aumento del capitale sociale.

Alessandro V. Guccione