



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

Dottorato di ricerca in “Impresa, lavoro e istituzioni”

Curriculum in “Diritto commerciale”

Ciclo XXX

S.S.D.: IUS/04 e IUS/05

FINANZIAMENTO DELL'IMPRESA
E COAZIONE A SOTTOSCRIVERE.
GLI AUMENTI DI CAPITALE IPERDILUITIVI

Coordinatore: ch.mo prof. Gabrio Forti

Coordinatore del *curriculum*: ch.mo prof. Duccio Regoli

Tesi di dottorato di:

Enrico Rino Restelli

Matricola: 4411869

Anno accademico 2016-2017

*A mia madre
e a tutto ciò che mi ha insegnato*

INDICE

CAPITOLO I

GLI AUMENTI DI CAPITALE IPERDILUITIVI: FATTISPECIE E PROBLEMI

| | | |
|---|---|----|
| 1 | Gli aumenti di capitale iperdiluitivi: fattispecie concreta e proposizione del problema | 1 |
| 2 | Le anomalie nella formazione dei prezzi di mercato e lo “svuotamento” della funzione dei diritti di opzione | 5 |
| 3 | I meccanismi di sottoscrizione coattiva | 12 |
| 4 | L’efficacia delle proposte regolamentari di Consob e Borsa italiana | 17 |
| 5 | Alcune (preliminari) considerazioni sistematiche | 23 |

CAPITOLO II

INTERFERENZE TRA AUMENTI DI CAPITALE IPERDILUITIVI, AZIONI SENZA INDICAZIONE DEL VALORE NOMINALE E DISCIPLINA DEL PREZZO MINIMO DI EMISSIONE

| | | |
|---|--|----|
| 1 | Le interferenze tra il divieto di emissione di nuove azioni “sotto la pari” e gli aumenti di capitale iperdiluitivi | 24 |
| 2 | La modifica dell’art. 2346 c.c. e l’introduzione delle azioni senza (indicazione del) valore nominale | 26 |
| 3 | L’interpretazione dell’art. 8, par. 1, della Direttiva 2012/30/UE: il dibattito attorno alla legittimità dell’emissione di nuove azioni al di sotto del “valore contabile” | 31 |
| 4 | I rapporti tra la disciplina sul prezzo di emissione delle azioni e il principio di integrale copertura del capitale sociale | 35 |

| | | |
|---|--|----|
| 5 | Una petizione di principio: le “funzioni” del valore nominale e l’interpretazione del divieto di emissione sotto la parità contabile | 40 |
| 6 | Il “valore contabile” delle azioni nell’esperienza comparatistica europea | 45 |
| 7 | Una nuova petizione di principio? La funzione informativa del valore nominale delle azioni | 47 |
| 8 | Quale risposta ai “problemi della pratica”? Come l’ordinamento si fa carico di agevolare l’accesso al mercato dei capitali anche alle società in crisi | 54 |
| 9 | Alcune valutazioni conclusive sulla perdurante utilità del valore nominale e della disciplina sul prezzo minimo di emissione delle nuove azioni | 61 |

CAPITOLO III

LA DISCIPLINA DEGLI AUMENTI DI CAPITALE IPERDILUITIVI TRA DIRITTO DEL MERCATO DEI CAPITALI E ORDINAMENTO SOCIETARIO

| | | |
|---|---|----|
| 1 | Diluizione della partecipazione sociale e tutela dell’azionista | 65 |
| 2 | L’inattendibilità della categoria dei diritti individuali e l’emersione della logica produttivistica alla base della disciplina sul diritto d’opzione | 67 |
| 3 | Società quotate e interesse alla conservazione del valore dell’investimento: la responsabilità degli amministratori per danno diretto ai soci | 74 |
| 4 | La salvaguardia del valore patrimoniale dell’investimento nell’ordinamento societario: la disciplina del diritto di opzione | 85 |

| | | |
|---|--|-----|
| 5 | Le peculiarità della limitazione del diritto d'opzione nelle società quotate | 98 |
| 6 | Il prezzo di emissione delle nuove azioni e il “valore reale” della partecipazione azionaria | 104 |
| 7 | L' <i>enforcement</i> delle regole sugli aumenti di capitale iperdiluitivi | 113 |
| 8 | L'inadeguatezza delle soluzioni offerte dall'attuale disciplina e alcuni spunti di riflessione: le operazioni di ristrutturazione d'impresa e le strategie di <i>gatekeeping</i> | 117 |
| | BIBLIOGRAFIA E INDICE DEI DOCUMENTI | 125 |
| | INDICE DELLA GIURISPRUDENZA | 144 |

CAPITOLO I

GLI AUMENTI DI CAPITALE IPERDILUITIVI: FATTISPECIE E PROBLEMI

SOMMARIO: 1. Gli aumenti di capitale iperdiluitivi: fattispecie concreta e proposizione del problema. - 2. Le anomalie nella formazione dei prezzi di mercato e lo “svuotamento” della funzione dei diritti di opzione. - 3. I meccanismi di sottoscrizione coattiva. - 4. L’efficacia delle proposte regolamentari di Consob e Borsa italiana. - 5. Alcune (preliminari) considerazioni sistematiche.

1. Gli aumenti di capitale iperdiluitivi: fattispecie concreta e proposizione del problema.

A partire dal 2009, l’aggravarsi della crisi finanziaria dei mutui *sub-prime* cominciava a manifestare i propri effetti anche sui mercati europei, dove la volatilità dei corsi azionari rendeva estremamente difficile per le imprese raccogliere nuovo capitale di rischio¹. Mosse dalla necessità di affrontare tale contesto di mercato, diverse società italiane quotate in borsa iniziavano così a porre in essere aumenti di capitale con diritto di opzione, contraddistinti (i) da un elevato rapporto tra il numero di azioni di nuova emissione e quello di azioni già in circolazione, nonché (ii) da un forte sconto del prezzo di sottoscrizione rispetto al valore di mercato registrato durante l’ultimo giorno di negoziazione prima dell’offerta².

Le peculiari caratteristiche di tali aumenti di capitale comportano per gli azionisti che non intendono esercitare i diritti d’opzione assegnati dall’art.

¹ Il nesso tra l’avvento degli aumenti di capitale fortemente diluitivi e la crisi finanziaria era già stato evidenziato dal *position paper* di CONSOB, *Gli aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo*, in www.consob.it (2010), 3. Come infatti è stato correttamente osservato, «*in periods of greater volatility, the deep discounted rights issue structure allows companies to raise large amounts of equity that would not always be possible under a standard tightly discounted rights issue or pre-emptive placing structure*» [Cosi, MYNERS, *Pre-emption rights: a final report. A Study by Paul Myners Into the Impact of Shareholders' Pre-emption Rights on a Public Company's Ability to Raise New Capital*, in www.pre-emptiongroup.org.uk (2005), 27].

² Per esempio, Seat Pagine Gialle s.p.a., durante i primi mesi del 2009, aveva offerto in opzione a ciascun socio ben 226 nuove azioni ogni 5 precedentemente possedute e il numero complessivo di azioni ordinarie della società era così passato da circa 41 milioni a oltre 1.927 milioni. Simili dinamiche avevano contraddistinto anche l’aumento di capitale di Tiscali s.p.a., caratterizzato dall’emissione di quasi 2 miliardi di nuove azioni ordinarie a fronte dei 61 milioni di titoli allora in circolazione (sulle caratteristiche peculiari di tali operazioni, cfr. BOLOGNESI - GALLO, *Aumenti di capitale e mercato delle opzioni*, in *Bancaria*, 2010, 37, spec. 41 ss.). È questo ancora il caso dell’aumento di capitale portato a termine nel giugno 2014 dalla Banca Monte dei Paschi di Siena s.p.a. [sul quale v. CONSOB, *Gli aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo*, in www.consob.it (2014), 4]: l’istituto bancario aveva emesso 5 miliardi di nuove azioni ordinarie, a fronte dei circa 116 milioni di titoli già in circolazione; il prezzo di sottoscrizione era poi stato fissato dall’emittente a 1 euro per ogni nuova azione, con un forte sconto rispetto al prezzo di riferimento registrato dal titolo nell’ultimo giorno di negoziazione prima dell’offerta, pari a 24,64 euro.

2441, primo comma, c.c. un rilevante annacquamento della loro partecipazione al capitale e al patrimonio della società: da qui, tra l'altro, la qualificazione di queste operazioni come "iperdilutive". Al riguardo, si è soliti misurare l'intensità con cui gli effetti diluitivi si manifestano sulla partecipazione azionaria attraverso il c.d. *K factor*, o coefficiente di diluizione: esso infatti esprime il rapporto tra il valore teorico³ del titolo azionario successivamente all'esecuzione dell'aumento di capitale (c.d. *theoretical ex-right share price*, o TERP) e il prezzo registrato nel giorno di negoziazione in cui le condizioni definitive dell'operazione sono comunicate al mercato (c.d. *cum price*)⁴: in altre parole, il coefficiente *K* rappresenta il rapporto tra il prezzo che le azioni dovrebbero assumere in seguito all'esecuzione dell'aumento di capitale - in seguito cioè al manifestarsi degli effetti diluitivi connessi all'operazione - e quello attuale. Tale coefficiente, calcolato con riferimento al prezzo di emissione delle nuove, azioni nonché al numero di titoli complessivamente offerti⁵, è inversamente proporzionale al "grado di diluizione" conseguente all'emissione delle nuove azioni⁶. Proprio per la capacità del *K factor* di misurare gli effetti diluitivi connessi ad

³ Per prezzo o valore teorico s'intende il valore "intrinseco" dell'attività finanziaria considerata: in argomento, v. ARMITAGE, *Discounts in Placing Pre-Renounced Shares in Rights Issues*, in *J. of Bus. Fin. & Accounting* (2007), 1350 e BIGELLI, *Gli aumenti di capitale delle società quotate. Un'analisi economico finanziaria*, Torino, 1996, 35 ss.

⁴ Ai sensi dell'art. IA.2.1.10 del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa italiana, la comunicazione *de qua* deve essere effettuata dall'emittente «entro il terzo giorno di mercato aperto precedente l'avvio dell'operazione». Come precisa però il menzionato art. 1.3, «se i termini dell'operazione sono resi noti con un anticipo maggiore di una settimana rispetto all'avvio dell'operazione, il rapporto è calcolato all'inizio della settimana precedente a quella in cui è previsto l'avvio dell'operazione». Tali scelte si propongono di raggiungere un adeguato compromesso tra la necessità di informare il mercato con congruo anticipo delle condizioni e delle modalità con le quali verrà eseguito l'aumento di capitale e l'opportunità di approssimare il più possibile il prezzo *cum* a quello registrato durante l'ultimo giorno di negoziazione delle azioni prima del periodo d'offerta (c.d. *last cum*). Per un'analisi dei criteri che hanno condotto a questa soluzione, cfr. CONSOB, *Aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo - Esiti delle consultazioni*, in www.consob.it (2016), 7 s.

⁵ Il numero di azioni complessivamente offerte in opzioni ai soci costituisce infatti una sorta di "moltiplicatore" dello sconto sul prezzo di emissione, amplificando gli effetti diluitivi connessi all'emissione di uno strumento finanziario ad un prezzo inferiore al suo valore di mercato [per ulteriori precisazioni, cfr. BIGELLI (nt. 3), 35 ss., ove anche un modello matematico per la misurazione di questo fattore].

⁶ Il carattere "diluitivo" di un'operazione di ricapitalizzazione discende, a rigore, dal rapporto tra il numero delle azioni emesse e quello di titoli già in circolazione, piuttosto che dallo sconto del prezzo di sottoscrizione su quello di mercato [così, correttamente, BOLOGNESI - GALLO (nt. 2), 37]. A questo riguardo però, poiché il prezzo di sottoscrizione delle nuove azioni - una volta fissato un certo ammontare di capitali che l'impresa si propone di raccogliere - dipende dal numero di azioni emesse (e viceversa), il coefficiente *K* si mostra capace di sintetizzare entrambe queste caratteristiche degli aumenti di capitale iperdilutivi. Sulle ragioni che hanno indotto l'Autorità di vigilanza ad utilizzare questo parametro, cfr. CONSOB (nt. 4), 6 ss.; mentre per un'esauritiva analisi dei principi finanziari che presidono la formazione del *K factor* v. BIGELLI (nt. 3), 35 ss.

ogni operazione di ricapitalizzazione, secondo l'art. 1.3 del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa italiana, costituiscono aumenti di capitale fortemente diluitivi - e sono dunque soggetti alla disciplina speciale a essi riservata - quelle operazioni il cui *K factor* è inferiore o uguale a 0,3.

Ora, tra il 1 gennaio 2009 e il 31 dicembre 2016, sono stati portati a termine ben venti aumenti di capitale iperdiluitivi, che hanno complessivamente raccolto sul mercato quasi quindici miliardi di euro, pari a circa il 23% del mercato primario delle azioni, dimostrando così l'estrema rilevanza di tale fenomeno all'interno del sistema finanziario italiano. Le condizioni alle quali queste operazioni sono state deliberate hanno comportato inoltre (i) una diluizione media della partecipazione al capitale sociale del 90,9%⁷, con un rapporto di sottoscrizione medio di trenta nuove azioni per ogni titolo precedentemente posseduto, nonché (ii) uno sconto medio del prezzo di emissione delle nuove azioni rispetto al *last cum price* dell'88,8%.

Le peculiari caratteristiche degli aumenti di capitale iperdiluitivi (in particolare: la rilevante quantità di nuove azioni emesse e lo sconto al quale queste sono offerte in sottoscrizione) comportano un profondo mutamento della "composizione" finanziaria dell'investimento inizialmente effettuato dal socio. Come infatti avviene in ogni aumento di capitale con diritto d'opzione, nel primo giorno del periodo d'offerta le azioni iniziano a quotare *ex* (= senza) diritto, poiché quest'ultimo è stato appunto "staccato" dal titolo e assegnato ai soci: tali strumenti subiscono pertanto una corrispondente riduzione del loro valore, la cui ampiezza è legata all'intensità con cui si manifestano i menzionati effetti diluitivi⁸. Il minor valore dei titoli azionari dovrebbe però essere compensato dall'assegnazione ai soci dei relativi diritti di opzione, il cui valore teorico è calcolato proprio come la differenza tra l'ultimo prezzo registrato dalle azioni prima dell'inizio dell'aumento di capitale e il *theoretical ex-right share price*⁹. A causa dunque del rilevante

⁷ Calcolata come il rapporto tra il numero di azioni prima e dopo l'esecuzione dell'aumento di capitale.

⁸ In proposito, cfr. BIGELLI, *The quasi-split effect, active insiders and the Italian market reaction to equity rights issues*, in *European Financial Management* (1998), 185, spec. 189, ove uno studio sull'aumento implicito del tasso di dividendo generato dagli effetti diluitivi conseguenti all'esecuzione di un aumento di capitale "a sconto".

⁹ Unanime, al riguardo, è il consenso della dottrina, sia giuridica che economica: tra i tanti autori che si sono occupati del tema, DAVIES - WORTHINGTON, *Gower and Davies Principles of Modern Company Law*, Londra, 2012; BREALEY - MYERS - ALLEN, *Principals of Corporate Finance*, New York, 2014, 390; BANK OF ENGLAND, *Guidance on Share Issuing*, in www.bankofengland.co.uk (1999), 17 ss. In questo senso, il diritto di opzione offre ai soci una tutela peggiore dei loro diritti patrimoniali, a differenza di quanto avviene, in genere, in caso di un'offerta pubblica al mercato (cfr., *ex multis*, BERK - DE MARZO - HARFORD, *Fundamentals of Corporate Finance*, Boston, 2012, 430; in senso critico v. però, ABU AWWAD, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, ove ampi riferimenti dottrinali). Sulle modalità tecniche con cui si è soliti calcolare il valore dei diritti di opzione, v. BIGELLI (nt. 3), 34 ss.

coefficiente di diluizione associato alle operazioni *de quibus* (a causa cioè della notevole differenza tra il *last cum price* e il prezzo teorico del titolo in seguito all'esecuzione dell'aumento di capitale), la maggior parte del valore finanziario della partecipazione azionaria è destinato a concentrarsi proprio sui diritti d'opzione: è stato infatti riscontrato che, negli aumenti di capitale con un coefficiente di diluizione inferiore a 0,3 eseguiti dal 1 gennaio 2009 al 31 dicembre 2016, i diritti d'opzione avevano rappresentato, in media, ben l'83% del valore complessivo dell'investimento nella società.

Tutto ciò considerato, la creazione di un mercato efficiente per i diritti d'opzione, che consenta ai soci di vendere questi strumenti finanziari a un prezzo prossimo al loro *fair value*, diventa una preconditione necessaria per assicurare un'efficace tutela dell'azionista, proteggendo il valore patrimoniale del suo investimento¹⁰. In tali operazioni però, durante tutto il periodo di offerta delle nuove azioni, l'Autorità di vigilanza ha riscontrato frequenti anomalie nella formazione dei prezzi di mercato delle azioni e dei diritti d'opzione, evidenziando in più occasioni la necessità di predisporre un'adeguata regolamentazione della materia, al fine di eliminare tali effetti distorsivi connessi alle operazioni iperdilutive di aumento di capitale¹¹. Ad esito di un complicato *iter* procedimentale, Consob ha così disposto l'introduzione di alcune modifiche tecniche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa italiana in quelle parti che presiedono l'esecuzione degli aumenti di capitale con diritto d'opzione¹²: valutare

¹⁰ Come infatti fanno notare MASSA - VERMAELEN - XU, *Rights offerings, trading, and regulation: A global perspective*, in *www.ssrn.com* (2016), 2 «rights offerings do not automatically protect existing shareholders from dilution. When shareholders cannot sell their rights, it is costly not to subscribe [...] and though standard textbooks assume that shareholders can always trade their rights, even when rights are traded, the market for them is illiquid and they are often underpriced» [ma cfr. anche HOLDERNESS - PONTIFF, *Shareholder Nonparticipation in Valuable Rights Offerings: New Findings for an Old Puzzle*, in *Journal of Financial Economics* (2016), 1]. Simili osservazioni si rinvencono, con riferimento all'ordinamento inglese, anche nell'opera di DAVIES - WORTHINGTON (nt. 9), 880, ove l'opportuna distinzione tra *preemptive right* e *rights issue*, nonché la precisazione per cui la prima fattispecie non è da sola sufficiente a tutelare l'interesse patrimoniale del socio. Interessante è poi la soluzione prescelta dall'ordinamento francese, il cui art. 225-135, par. 5, *Code de Commerce*, dispone che, laddove sia stato escluso il diritto di opzione in favore dei soci «dans les sociétés dont les titres de capital sont admis aux négociations sur un marché réglementé, l'assemblée peut prévoir que l'augmentation de capital qu'elle décide ou autorise comporte un délai de priorité de souscription en faveur des actionnaires», in modo tale da consentire una crescente "gradazione" della tutela patrimoniale e amministrativa del socio, lasciando all'assemblea il compito identificare di volta in volta quale modalità adottare.

¹¹ A questo proposito, Consob ha avviato ben quattro consultazioni (cfr. ntt. 1, 2 e 4), i cui esiti hanno consigliato l'introduzione di significative modifiche nella gestione degli aumenti di capitale con rilevanti effetti diluitivi.

¹² In proposito, cfr. la Comunicazione Consob n. 0088305 del 5 ottobre 2016, nonché l'Avviso di Borsa italiana n. 18869 del 10 ottobre 2016 e le relative modifiche delle Istruzioni del Servizio di gestione accentrata di Monte Titoli s.p.a.

l'effettiva capacità delle nuove regole di risolvere efficientemente i problemi posti da questo tipo di operazioni è un passaggio ineludibile per l'interprete che si voglia accostare al tema e costituisce altresì un obiettivo della stessa Autorità di vigilanza.

Sotto una diversa prospettiva, confrontando le *performance* mediamente registrate dalle società che hanno deliberato aumenti di capitale a condizioni normali con quelle ottenute dalle società che hanno invece posto in essere aumenti iperdiluitivi, emerge come queste ultime abbiano avuto rendimenti sistematicamente e significativamente peggiori rispetto alle prime, registrando altresì livelli di indebitamento maggiori e indici di profittabilità inferiori¹³. Ciò nonostante, si può constatare come tutti gli aumenti di capitale iperdiluitivi siano stati sottoscritti in modo pressoché integrale: questo spinge a interrogarsi sulle ragioni che possono aver indotto i soci a investire ulteriori mezzi in operazioni che, in un'ottica finanziaria, possono essere considerati investimenti "in perdita".

2. *Le anomalie nella formazione dei prezzi di mercato e lo "svuotamento" della funzione dei diritti di opzione.*

Nel tentativo di fornire una risposta a entrambi questi problemi, è necessario accennare brevemente alle dinamiche che caratterizzano gli aumenti di capitale iperdiluitivi¹⁴. Come si è già riferito, in tali operazioni, durante il periodo di offerta delle nuove azioni, si verificano frequenti anomalie nelle negoziazioni dei titoli azionari, i quali sono scambiati a un prezzo molto superiore rispetto al loro valore teorico, per poi riallinearsi ad esso durante gli ultimi due giorni di negoziazione.

Queste anomalie nella formazione dei prezzi sembrano essere causate da diversi fattori, dovuti soprattutto all'interazione di alcune regole tecniche sul funzionamento dei mercati con le caratteristiche tipiche degli aumenti di capitale iperdiluitivi. A questo proposito, occorre premettere che, al termine dell'ultimo giorno di mercato aperto prima dell'inizio del periodo d'offerta, Borsa italiana dispone l'ammissione alle negoziazioni dei diritti d'opzione e provvede di conseguenza a calcolare il prezzo teorico delle azioni *ex diritto*

¹³ V. *infra* par. 3.

¹⁴ Seguendo infatti l'insegnamento di un illustre giurista, al fine di costruire soluzioni normative efficaci ed equilibrate è indispensabile mantenere uno stretto «contatto colla realtà vivente». Questo, infatti, l'ammonimento di VIVANTE, *La riforma del codice di commercio*, Roma, 1923, 5: «io e i miei colleghi e discepoli abbiamo considerato il diritto commerciale come una scienza di osservazione; vivendo nei porti fra capitani, nelle aziende di assicurazione fra gli assicuratori, nelle società fra amministratori e azionisti, raccogliendo tutti i frammenti che l'attività umana ci offriva, reputando che nulla sia estraneo al diritto, perché è composto di tutti gli elementi della vita. Abbiamo cercato la conoscenza dei fatti fuori della logica, per poter poi costruire saldamente a rigore di logica».

(TERP)¹⁵. Contemporaneamente Borsa italiana effettua anche tutte le rettifiche alle condizioni economiche e regolamentari degli strumenti finanziari derivati che hanno come sottostante le azioni della società che ha deliberato l'aumento di capitale, modificandone - in funzione del coefficiente *K* - il prezzo e il numero di azioni sottostanti. Nel caso poi il titolo faccia anche parte di indici di borsa, il gestore è tenuto a modificarne la composizione. Conformemente però alle *best practice* internazionali, le nuove azioni sono emesse dalla società e consegnate agli azionisti che le hanno sottoscritte soltanto a conclusione del periodo d'offerta¹⁶, che dura di solito tre settimane¹⁷.

¹⁵ Secondo quanto si è già in precedenza riferito *infra* al par. 1, nt. 2.

¹⁶ Il riferimento è, soprattutto, ai cc.dd. *Market Standard for Corporate Action Processing*, redatti dal *Corporate Action Joint Working Group* e parte integrante del sistema *Target2Securities*. A questo proposito, ABI, *Risposta alla consultazione Consob sugli aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo*, in www.consob.it (2014), sottolinea l'importanza che le regole interne di funzionamento dei mercati siano per quanto possibile coerenti con tali *standard*, ma vi è anche chi rileva come l'adozione di schemi regolamentari differenti potrebbe «rappresentare una soluzione-pilota in grado di contribuire in modo innovativo all'innalzamento del livello di efficienza del *pricing*» degli strumenti finanziari, «facendo dell'Italia un interessante caso di scuola per gli osservatori internazionali» [così, PETRELLA - RESTI, *Gli aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo*, in www.consob.it (2014), 3].

¹⁷ Nella prassi corrente, durante le prime due settimane del periodo d'offerta, i diritti di opzione possono essere esercitati o scambiati sul mercato, mentre la terza settimana è riservata ai regolamenti delle ultime negoziazioni sui diritti, pur essendo ancora possibile sottoscrivere le nuove azioni ad essi sottostanti. A questo proposito, l'art. 2441, secondo comma, c.c. si limita a prescrivere che «per l'esercizio del diritto d'opzione deve essere concesso un termine non inferiore a quindici giorni dalla pubblicazione dell'offerta», in conformità a quanto previsto dell'art. 33, par. 3, della Direttiva 2012/30/UE. Questa norma, in particolare, si propone di contemperare l'esigenza organizzativa dell'impresa a un'efficiente procedura di ricapitalizzazione con le istanze di protezione dei soci [per una sintesi del problema, cfr. MYNERS, *Pre-emption rights: a final report. A Study by Paul Myners Into the Impact of Shareholders' Pre-emption Rights on a Public Company's Ability to Raise New Capital*, in www.pre-emptiongroup.org.uk (2005), 25 ss., spec. 33]: un periodo di offerta eccessivamente lungo amplifica infatti il rischio che il prezzo di mercato scenda al di sotto del prezzo di sottoscrizione, pregiudicando così il buon esito dell'operazione [rilevano ROCK, DAVIES, KANDA - KRAAKMAN, *Fundamental Changes*, in KRAAKMAN (a cura di), *the Anatomy of Corporate Law. A comparative and Functional Approach*, Oxford, 2009, 183 che «*shares of the company making the rights issue may come under pressure from short-seller, even when the share are issued at a substantial discount to the market price, at least when the issuer is seen to be in a weak financial position*» (p. 196); mentre MASSA - VERMAELEN - XU (nt. 10), 3 sottolineano che «*during that extended time period, negative information about the firm or about market liquidity could leak and thereby reduce demand. The concern about the impact of negative information is exacerbated by the stricter prospectus requirements that apply to traded rights issues*»; su quest'ultima considerazione, cfr. anche LEUZ - WYSOCKI, *The Economics of Disclosure and Financial Reporting Regulation: Evidence and Suggestions for Future Research*, in *Journal of Accounting Research* (2016), 525].

Le descritte modalità tecniche con cui sono gestite le operazioni di ricapitalizzazione con diritto d'opzione, combinate con gli effetti fortemente diluitivi che caratterizzano alcune di esse, sembrano essere all'origine di un incremento anomalo della domanda di titoli azionari durante le operazioni di ricapitalizzazione. Diverse sono le cause che possono dare origine a questo inconsueto fenomeno. Frequente, anzitutto, è il riferimento al minor valore unitario dei titoli già in circolazione, che rende necessario, per investire una medesima somma, acquistare un numero notevolmente maggiore di titoli, aumentando così in maniera artificiale la domanda di azioni (artificiale poiché derivante da un'operazione sulle azioni "neutra" rispetto al loro valore)¹⁸. Si è poi soliti addebitare tali anomalie anche ai limiti cognitivi degli investitori *retail*, i quali non riescono a cogliere fino in fondo le dinamiche che caratterizzano queste operazioni, comportandosi così in maniera spesso irrazionale¹⁹: significativamente, durante l'esecuzione di aumenti di capitale

¹⁸ Simili dinamiche nella formazione dei prezzi si riscontrano infatti anche in corrispondenza di operazioni di frazionamento azionario [il rilievo è di BOLOGNESI - GALLO, *The ex-date effect of rights issues: evidence from the Italian stock market*, in *Applied Financial Economics* (2013), 149, spec. 152 e 163; ma v. anche CONSOB (nt. 2), 4], solitamente associate a un notevole aumento del numero di transazioni concluse e di azioni scambiate, nonché a un marcato incremento della volatilità dei prezzi. A questo proposito, LAMOUREUX - POON, *The Market Reaction to Stock Splits*, in *The Journal of Finance* (1987), 1347 hanno riscontrato rendimenti anomali positivi in corrispondenza dell'esecuzione di operazioni di frazionamento di azioni [e, per risultati analoghi, cfr. anche GRINBLATT - MASULIS - TITMAN, *The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividends*, in *Journal of Financial Economics* (1984), 461], riconducendo questo fenomeno a forme di «*price pressure*» o - come ritenuto da MALONEY - MULHERIN, *The Effects of Splitting on the Ex: a Microstructure Reconciliation*, in *Financial Management* (1992), 44 - alla presenza di anomalie nella microstruttura del mercato.

¹⁹ CONSOB (nt. 2), 4 imputa i descritti comportamenti irrazionali soprattutto al c.d. effetto ottico: in particolare, «il prezzo di mercato delle azioni dopo l'avvio dell'aumento può essere confrontato da alcuni investitori *retail* con l'ultimo prezzo *cum* e non, come sarebbe corretto, con il valore teorico. L'investitore *retail* può quindi, erroneamente, ritenere che le azioni *ex* siano offerte a prezzi particolarmente vantaggiosi e quindi comprare il titolo», contribuendo a creare una domanda artificiale di azioni [similmente, cfr. BOLOGNESI - GALLO (nt. 18), 151 e 169, nonché, con riferimento alle operazioni di frazionamento azionario, MALONEY - MULHERIN (nt. 18), 44]. Per una rassegna, corredata di dati empirici, degli "errori" cui gli investitori sono più soliti incorrere durante l'esecuzione di un aumento di capitale con diritto d'opzione, v., RANTAPUSKA - KNÜPFER, *Which Investors Leave Money on the Table? Evidence from Rights Issues*, in *Review of Finance* (2008), 701, i quali sottolineano come, in generale, gli investitori istituzionali traggano vantaggio dai limiti cognitivi degli investitori *retail*, acquistando i diritti d'opzione venduti da questi ultimi a un prezzo spesso molto inferiore rispetto al loro valore teorico. A questo riguardo, è bene però ribadire che anche i soggetti professionali possono essere affetti, benché in misura e con dinamiche diverse, dai consueti problemi che caratterizzano le comuni relazioni tra le parti di una transazione: è stato infatti puntualmente osservato come «l'uso euristico dei *ratings* per la valutazione di prodotti finanziari dall'elevato grado di complessità e il comportamento gregario, indotto dalla volontà di rispondere strategicamente alle scelte dei propri concorrenti, sono tra gli indicatori più evidenti della possibilità che anche operatori sofisticati siano soggetti ai limiti cognitivi normalmente predicati degli investitori al dettaglio» (così, PERRONE, *Shall the big*

iperdiutilivi, Consob ha rilevato una riduzione dell'attività di *trading* degli investitori istituzionali, compensata però da un forte aumento delle transazioni tra investitori *retail*. Certamente, anche la speculazione - vista soprattutto la ripetitività e la relativa predicibilità di tali anomalie nella formazione dei prezzi - contribuisce ad aggravare gli effetti distorsivi generati dall'esecuzione di aumenti di capitale iperdiluitivi.

È stata inoltre dimostrata empiricamente l'esistenza di una reciproca e dannosa influenza tra le dinamiche che caratterizzano il mercato degli strumenti finanziari derivati (soprattutto dei cc.dd. contratti di opzione "americani"²⁰) con i corsi dei titoli azionari. Si rammenti infatti che Borsa italiana effettua le rettifiche al prezzo dei contratti di opzione e al numero di azioni ad essi sottostanti *prima* dell'avvio del periodo d'offerta, obbligando così il venditore di un'opzione *call* a consegnare all'acquirente che ne facesse richiesta un numero notevolmente maggiore di azioni, calcolato *come se* l'aumento di capitale fosse già stato interamente eseguito²¹. Dal momento però che le nuove azioni sono consegnate ai sottoscrittori solo al termine del periodo d'offerta, egli - per recuperare la provvista necessaria - non potrebbe far altro che acquistare sul mercato secondario i titoli necessari per adempiere ai propri obblighi contrattuali; tuttavia, come si è visto, in tale mercato sono disponibili per il *trading* esclusivamente le vecchie azioni²². Simili dinamiche si registrano anche con riferimento agli *Exchange Traded Fund* (ETF): se infatti le azioni della società che ha deliberato l'aumento di capitale fanno parte di indici finanziari (i cui valori sono anch'essi aggiornati prima dell'inizio del periodo d'offerta), i gestori di ETF sono tenuti a replicare la nuova composizione dell'indice cui fanno riferimento, comprando così sul mercato un corrispondente numero di nuove azioni²³.

Tutti questi fattori concorrono dunque a creare un anomalo aumento della domanda di azioni. Dal momento però che i titoli di nuova emissione sono consegnati ai sottoscrittori solo al termine del periodo d'offerta, nelle more di quest'ultimo, il numero di azioni disponibili sul mercato rischia di

boys play by their own rules? *Mercato all'ingrosso e regole di comportamento*, in *Riv. Soc.*, 2010, 522, spec. 525. V. anche, per ulteriori spunti in tal senso, la nutrita bibliografia ivi citata).

²⁰ Cioè quei contratti di opzione che possono essere esercitati dal titolare in qualsiasi momento prima della loro scadenza.

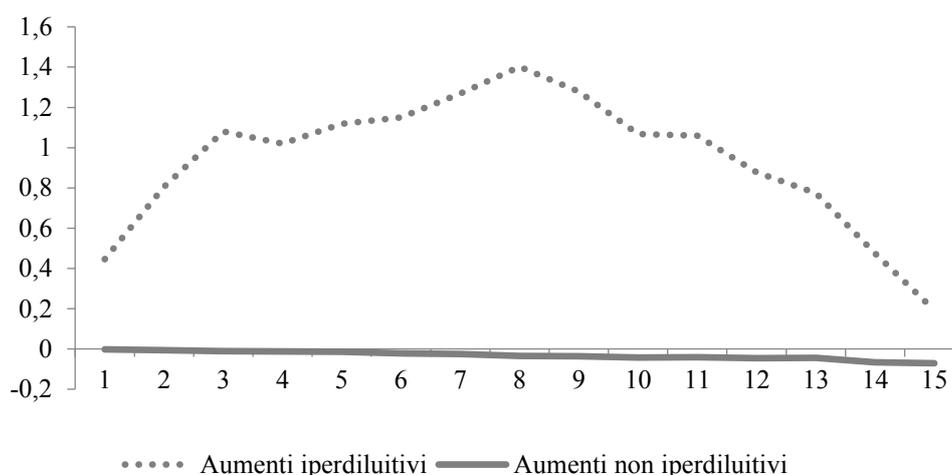
²¹ Per esempio, un investitore che - prima dell'aumento di capitale portato a termine da Seat Pagine Gialle: cfr. *sub* nt. 2 - avesse venduto un contratto di opzione *call* per 500 azioni, nel primo giorno del periodo d'offerta si sarebbe trovato nella condizione di dover consegnare, in caso di esercizio del diritto da parte dell'acquirente, ben 12.289 titoli, anziché gli originari 500.

²² Per una compiuta analisi di tali dinamiche cfr. BOLOGNESI - GALLO (nt. 2), *passim*, i quali si propongono di risolvere queste anomalie offrendo all'investitore la possibilità di adempiere ai propri obblighi contrattuali consegnando le azioni originariamente previste assieme ai diritti di opzione a queste collegate (c.d. soluzione *basket*).

²³ Un esempio degli impatti di tali dinamiche sui mercati azionari è riportato da CONSOB (nt. 2), 4.

essere estremamente limitato: ciò determina una forte contrazione dell'offerta, che causa a sua volta un artificiale rialzo dei prezzi delle azioni. In particolare, durante tutto il periodo di offerta degli aumenti di capitale iperdiluitivi eseguiti tra il 1 gennaio 2009 e il 31 dicembre 2016, le azioni sono state scambiate in media a un prezzo quasi doppio (+93,4%) rispetto al loro valore teorico²⁴.

Figura 1²⁵ - Anomalie medie standardizzate nei prezzi delle azioni



Anche i prezzi dei diritti d'opzione subiscono però rilevanti anomalie nel corso del periodo d'offerta, benché di segno opposto rispetto a quelle finora analizzate. Il valore teorico di tali diritti - per il principio di equivalenza finanziaria²⁶ - è infatti normalmente calcolato in base alla differenza tra il prezzo dell'azione nell'ultimo giorno di negoziazione e il valore teorico

²⁴ Il dato indicato nel testo corrisponde alla media dei prezzi registrati dalle azioni delle società analizzate alla chiusura delle prime quindici giornate di negoziazione del periodo di offerta.

²⁵ Il grafico evidenzia le anomalie medie standardizzate dei prezzi di mercato delle azioni rispetto al loro valore teorico, registrate durante il periodo di offerta, distinguendo tra aumenti di capitale iperdiluitivi ($K \leq 0,3$) e aumenti di capitale con effetti diluitivi trascurabili ($0,8 \leq K < 1$). Le anomalie (A) sono state calcolate come il rapporto tra la differenza del prezzo di mercato delle azioni (P_{mkt}) registrato durante ogni giorno del periodo d'offerta e il rispettivo valore teorico (P_{th}), e tale valore teorico: $A = \frac{P_{mkt} - P_{th}}{P_{th}}$

²⁶ Per cui, in un mercato efficiente e in assenza di nuove informazioni *price sensitive*, dall'inizio della negoziazione dei diritti d'opzione è indifferente acquistare un'azione direttamente sul mercato al prezzo *ex*, oppure acquistare i diritti necessari a sottoscrivere una nuova azione, pagando il relativo prezzo di sottoscrizione: in proposito, BIGELLI (nt. 3), 35. Ciò, per quanto qui interessa, deriva dal fatto che lo stacco del diritto d'opzione dal titolo azionario è un fatto di per sé "neutro", i cui effetti finanziari consistono solo nello spostare parte del valore dell'investimento dall'azione al diritto (per particolare chiarezza, BOLOGNESI - GALLO (nt. 18), 151; ma cfr. anche *sub* par. 1).

dell'azione stessa a seguito dell'aumento, compensando così il socio del minor valore unitario delle proprie azioni in seguito all'esecuzione dell'aumento di capitale²⁷. Tuttavia, poiché negli aumenti di capitale iperdiluitivi le azioni quotano a un prezzo decisamente superiore rispetto al loro valore teorico, specularmente, anche il prezzo al quale i diritti d'opzione sono scambiati risulta essere costantemente inferiore al loro *fair value*²⁸: tali conseguenze sono poi tanto più marcate quanto maggiori sono gli effetti diluitivi connessi all'aumento di capitale deliberato.

A causa delle menzionate anomalie di mercato, dunque, il socio che non intende sottoscrivere un simile aumento di capitale è costretto a vendere i propri diritti d'opzione a un prezzo notevolmente inferiore rispetto al loro valore intrinseco, subendo così una consistente perdita causata dalla diluizione patrimoniale della propria partecipazione sociale: e tale perdita, come si è visto, non viene adeguatamente compensata dalla cessione del diritto sul mercato. Secondo quanto emerge dalle indagini empiriche riassunte nella Figura 2, negli aumenti di capitale iperdiluitivi i diritti d'opzione - sui quali in questi casi si concentra la maggior parte del valore patrimoniale della società²⁹ - quotano significativamente al di sotto del loro *fair value* durante tutto il periodo d'offerta, comportando per l'investitore che dovesse decidere di non partecipare all'aumento di capitale e di vendere i propri diritti di opzione una perdita media pari al 48,8% del valore di questi ultimi³⁰, con punte fino al 99,3%.

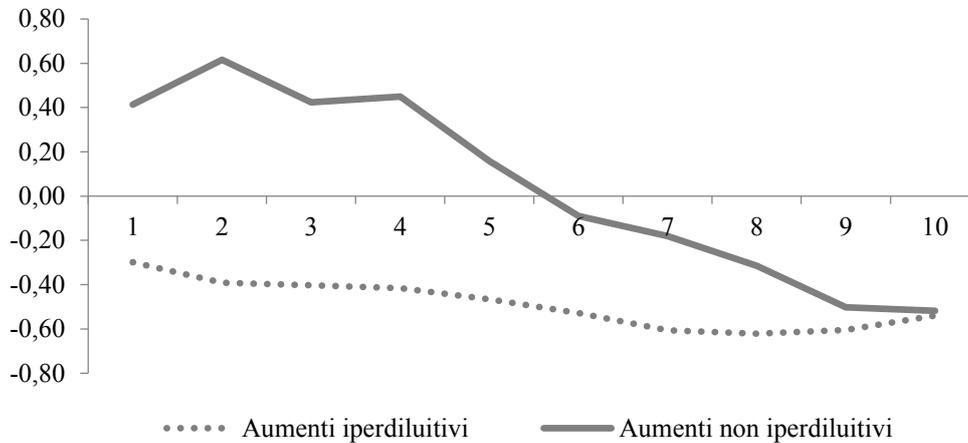
²⁷ Cfr. *sub* nt. 9.

²⁸ A risultati in parte simili approdano anche le indagini empiriche effettuate da URSEL *Rights Offerings and Corporate Financial Condition*, in *Financial Management* (2006), 31, spec. 39 nel mercato statunitense: «*in 75% of cases of rights trades observed, the market price of rights is below their theoretical value. Though the absolute value of the deviation from theoretical value is small (maximum 31.25 cents), in percentage terms the difference may be quite high, enabling investors to acquire shares below their stock market value and thus introducing costs of adverse selection*». Nel contempo, lo studio di MASSA - VERMAELEN - XU (nt. 10), 29 ss. ha altresì rilevato una generalizzata illiquidità del mercato dei diritti d'opzione («*the mean bid-ask spread of rights in 28%, or seven times the 4% of the underlying. Rights are not traded on average 28% of all the days listed on the market. The mean Amihud illiquidity measure is almost ten times that of the stock*»), i quali spesso quotano ben al di sotto dei rispettivi valori teorici [*the mean right is cheaper (62% on average) than the lower put-call parity bound on 17% of all days. These results are not much affected if we consider bid ask prices instead of closing prices*]: similmente, v. RANTAPUSKA - KNÜPFER, (nt. 19), nonché HIETALA, *The efficiency of the Finnish market for right issues*, in *Journal of Banking & Finance* (1994), 895, con riferimento al mercato finlandese; POITRAS, *Short sales restrictions, dilution and the pricing of rights issues on the Singapore Stock Exchange*, in *Pacific-Basin Finance Journal* (2002), 141, con riferimento al mercato di Singapore.

²⁹ Cfr. *sub* par. 1.

³⁰ Il dato indicato nel testo corrisponde alla media dei prezzi registrati dai diritti di opzione delle società analizzate alla chiusura delle prime dieci giornate di negoziazione del periodo di offerta.

Figura 2 - Anomalie medie standardizzate nei prezzi dei diritti di opzione³¹



I risultati cui hanno portato le indagini teoriche ed empiriche finora svolte consentono dunque di trarre una prima, importante conclusione, e cioè che le descritte dinamiche di mercato, combinate con le caratteristiche tipiche degli aumenti di capitale iperdiluitivi, comportano uno “svuotamento” - nei fatti - del contenuto e della funzione del diritto d’opzione, almeno inteso quale strumento per tutelare l’interesse patrimoniale dei soci a conservare inalterata la misura della loro partecipazione. I problemi giuridici che tale rilievo porta con sé saranno oggetto di una più compiuta analisi nei prossimi capitoli³².

³¹ Il grafico evidenzia le anomalie medie standardizzate dei prezzi di mercato dei diritti di opzione sul rispettivo valore teorico, distinguendo tra aumenti di capitale iperdiluitivi ($K \leq 0,3$) e aumenti di capitale con effetti diluitivi trascurabili ($0,8 \leq K < 1$) eseguiti tra il 1 gennaio 2009 e il 31 dicembre 2016. Le anomalie sono calcolate secondo criteri analoghi a quelli descritti alla nt. 25.

³² Cfr. *infra* Cap. III. Il tema, in particolare, s’inserisce nel dibattito sulla natura delle posizioni giuridiche soggettive che contraddistinguono i rapporti tra i soci e la società. Se infatti il socio - come si ritiene - non può vantare nei confronti di quest’ultima un diritto individuale perfetto all’integrità patrimoniale della propria quota, ma solo una posizione soggettiva “mediata” dall’organizzazione sociale, egli non può lamentare alcun pregiudizio giuridicamente rilevante nei casi di cui ci si occupa nel testo (cfr. NOBILI - VITALE, *La riforma delle società per azioni. Commento alla Legge 7 giugno 1974, n. 216 e ai Decreti delegati*, Milano, 1975, 341, spec. 357). La questione, peraltro, ha una rilevanza centrale nel diritto societario, soprattutto in quei “luoghi” dove esso si confonde con il diritto dei mercati finanziari. Problemi simili a quelli evidenziati si pongono infatti anche con riferimento a molte altre operazioni societarie di finanza straordinaria [si pensi, in proposito, alle *initial public offering* di Banca popolare di Vicenza (aprile 2016) e di Veneto Banca s.p.a. (giugno 2016): sulla determinazione del prezzo in tali ipotesi, cfr. ONADO, *Le imprese di nuova quotazione in Italia. Un affare soprattutto per gli azionisti di controllo*, in *Mercato concorrenza regole*, 2011, 201 e GIUDICI - LOMBARDO, *La tutela degli investitori nelle IPO*, in *Riv. soc.*, 2012, 907], intersecandosi con le peculiarità che discendono dall’apertura di queste società al mercato dei capitali, dove alle ragioni dell’impresa si sommano quelle del “rapporto d’investimento” (sia per ora sufficiente rinviare agli studi di ANGELICI, *La società*

3. *I meccanismi di sottoscrizione coattiva.*

Confrontando le *performance*³³ delle società quotate che avevano eseguito un aumento di capitale con diritto d'opzione tra il 1 gennaio 2009 e il 31 dicembre 2016, emerge che quante avevano deliberato aumenti di capitale iperdiluitivi avevano ottenuto, nell'anno precedente l'annuncio dell'operazione al mercato, rendimenti anomali cumulati medi³⁴ notevolmente peggiori rispetto a quelli conseguiti dalle altre società oggetto di studio (rispettivamente, -46,9% e -14,3%). Esse avevano inoltre registrato tra il giorno antecedente l'annuncio di tali operazioni e quello successivo rendimenti anomali cumulati medi tre volte peggiori rispetto a quelli realizzati dalle altre società (-2,28% le prime e -0,75% queste ultime, entrambi statisticamente significativi per *K*), testimoniando così la reazione negativa del mercato di fronte a questo particolare tipo di operazioni³⁵. Ad analoghi risultati ha condotto anche il confronto dei rendimenti anomali cumulati medi conseguiti nel biennio successivo alla conclusione dell'aumento di capitale: -23,8% e -44,2% dopo il primo e il secondo anno, le società che hanno eseguito aumenti di capitale iperdiluitivi; -9,4% e -14,6%, le altre³⁶. Gli studi empirici effettuati hanno infine riscontrato una relazione positiva statisticamente significativa tra leva finanziaria e coefficiente di diluizione, mentre l'analisi degli indici di redditività (in particolare, RoE ed EBITDA) ha dimostrato l'esistenza di una relazione negativa, anch'essa statisticamente significativa, tra questi e il coefficiente di diluizione *K* dell'aumento di capitale³⁷.

per azioni - Principi e problemi, Milano, 2012, spec. 70 ss.; FERRI jr, *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, *passim*, spec. 119 ss. e di FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, 2009, *passim*, spec. 129 ss.).

³³ Misurate calcolando i *Cumulative Average Abnormal Return* conseguiti dalle società analizzate, così da ottenere un indice "depurato" dall'andamento generale del mercato: utilizzano questa metodologia anche BOLOGNESI - GALLO (nt. 18), *passim*; GINGLINGER - MATSOUKIS - RIVA, *Seasoned Equity Offerings: Stock Market Liquidity and the Rights Offer Paradox*, in *Journal of Business Finance & Accounting* (2013), 215.

³⁴ Cfr. nt. 33.

³⁵ Numerosi sono i contributi dottrinali che hanno studiato la reazione del mercato agli annunci di aumenti di capitale con diritto d'opzione, con esiti spesso discordanti tra loro: per una panoramica, v. BIGELLI (nt. 3), 118 ss. e 169 ss.; e ECKBO - MASULIS - NORLI, *Security offerings*, in ECKBO (a cura di), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Amsterdam, 2007, 233.

³⁶ Similmente, MASSA - VERMAELEN - XU (nt. 10), 21 e 27, distinguendo tra le società che hanno deliberato un aumento di capitale con diritto di opzione e quelle che hanno escluso o limitato la negoziabilità di tali diritti.

³⁷ Come sottolineano, con riferimento all'ordinamento francese, P. DIDIER - PH. DIDIER, *Les sociétés commerciales - Droit commercial*, vol. 2, Parigi, 2011, 541 gli aumenti di capitale con diritto di opzione erano originariamente preferiti dalle imprese in situazioni di crisi finanziaria; più di recente, invece, BANK OF ENGLAND, *Guidance on Share Issuing*, in www.bankofengland.co.uk (1999), 15 ha segnalato che «a number of deep discounted issues have formed part of corporate rescues in the past, leading to a market perception that non-

Tutti gli elementi finora raccolti sembrano dunque suggerire che per i soci sia preferibile vendere i propri diritti d'opzione e impiegare il ricavato in altre operazioni con prospettive reddituali migliori, anziché investire ulteriori risorse finanziarie, necessarie per sottoscrivere le nuove azioni offerte, in società con caratteristiche finanziarie e prospettive reddituali come quelle appena descritte. In realtà, contrariamente a tale assunto, l'esperienza insegna che tutte le operazioni di questo tipo sono state sottoscritte pressoché integralmente.

underwritten deep discounted issues are a sign of weakness». Con riferimento al mercato statunitense, v. invece il lavoro curato da URSEL (nt. 28), *passim*, nel quale sono indagate le ragioni per cui alcune società quotate avrebbero deliberato tra il 1983 e il 1999 un aumento di capitale con diritto di opzione, anziché utilizzare la ben più comune forma della *public offer* [il tema è noto: per le tradizionali posizioni della dottrina al riguardo, v. SMITH, *Alternative methods for raising capital: Rights versus underwritten offerings*, in *Journal of Financial Economics* (1977), 273; MYERS - MAJLUF, *Corporate Finance and Investment Decisions When Firms Have Information and Investors Do Not Have*, in *J. Fin. Econ.* (1984), 187; ECKBO - MASULIS, *Adverse selection and the rights issue paradox*, in *Journal of Financial Economics* (1992), 293; e, nella dottrina italiana, BIGELLI (nt. 3), 127 ss.; ma cfr. anche le conclusioni cui giungono HOLDERNESS e PONTIFF (nt. 10), 15]. A questo riguardo, l'autrice rileva che le *rights issue* erano state scelte da quelle società che stavano sperimentando una situazione di crisi finanziaria e con rapporto medio tra debito e patrimonio netto doppio rispetto alle altre società considerate; il 20% di queste era stato poi dichiarato fallito nei tre anni successivi all'esecuzione dell'aumento di capitale. L'autrice ritiene di poter spiegare tale circostanza facendo ricorso alla teoria dei costi di selezione avversa, sottolineando il valore segnaletico delle modalità e delle condizioni alle quali l'aumento di capitale viene eseguito: «*value-maximizing managers of distressed firms are willing to accept the costs of adverse selection and proceed with non-underwritten rights issues when existing shareholders have little value to lose [...] Low-value firms eschew underwriting contracts because the expense of such contracts is not warranted given the limited amount of wealth these distressed firms have to transfer*» [cfr. anche HOLDERNESS e PONTIFF (nt. 10), 5; similmente, ECKBO, *Equity Issues and the Disappearing Rights Offer Phenomenon*, in *Journal of Applied Corporate Finance* (2008), 72, il quale fa riferimento alla presenza di *hedge fund* nel capitale di queste società, ai quali è normalmente diretto l'aumento di capitale]. I risultati ai quali giunge questo studio sono particolarmente significativi se si considera che nel 56% degli aumenti di capitale con diritto d'opzione deliberati tra il 1995 e il 2008 negli Stati Uniti non era consentita la negoziazione dei diritti [MASSA - VERMAELEN - XU, *Rights offerings, trading, and regulation: A global perspective*, in *www.lse.ac.uk* (2013), 9 e 32]: situazione questa per certi aspetti analoga a quella di cui ci si occupa nel testo. Similmente, con riferimento al mercato francese, GINGLINGER - MATSOUKIS - RIVA (nt. 33), 228 osservano che «*in pure public offerings, share are mainly offered to raise funds for new investments, while 59.02% of uninsured rights, 45.45% of mixed public offerings [i.e.: aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione, ma nei quali viene comunque concesso un diritto prelazione ai soci sulle nuove azioni] and 39.44% of standby rights proceeds are used to repay debt*». Sono invece ambigui i risultati ottenuti da MASSA - VERMAELEN - XU (nt. 10), 31 ss. studiando le società che tra il 1995 e il 2012, in ben 127 paesi, hanno posto in essere aumenti di capitale con diritto d'opzione: benché infatti quelle società che avevano deciso di escludere o limitare la circolazione dei diritti di opzione presentavano indici di redditività inferiori e un minor tasso di copertura degli interessi, esse potevano comunque vantare una leva finanziaria più bassa e inferiori probabilità di fallimento (c.d. *Z-score*).

Alla luce di tali considerazioni si può dunque ipotizzare - ed è questo il secondo, rilevante tema d'indagine di questo lavoro - che la società emittente, nel fissare le condizioni e le modalità d'esecuzione dell'aumento di capitale, possa sfruttare le descritte imperfezioni nel funzionamento del mercato al fine di "costringere" i propri azionisti a sottoscrivere un aumento di capitale che il mercato invece, in condizioni normali, avrebbe probabilmente rifiutato: impedendo cioè la creazione di un mercato efficiente per i diritti di opzione e aumentando così in modo artificiale i costi connessi alla decisione del socio di non partecipare all'aumento di capitale³⁸, la società rende comparativamente migliore la scelta di sottoscrivere le nuove azioni per non vedere diluita la partecipazione al patrimonio e al capitale senza ricevere un'adeguata compensazione³⁹.

Al riguardo, si potrebbe invero obiettare che - in un ordinamento giuridico continentale, caratterizzato dalla presenza di società a proprietà concentrata, dove gli amministratori sono l'espressione di un gruppo stabile di soci di controllo e i cc.dd. *agency problem* si manifestano piuttosto tra quest'ultimo e i soci di minoranza - il pericolo di comportamenti opportunistici a danno dell'intera compagine sociale sia del tutto residuale⁴⁰. In realtà, la possibilità per i soci di maggioranza di estrarre benefici privati dal controllo può indurre costoro a perseguire simili strategie nella misura in cui tali benefici eccedano i costi connessi all'approvazione di un aumento di capitale a condizioni iperdilutive⁴¹. Ciò è poi tanto più probabile che si

³⁸ Emblematicamente, lo studio di HOLDERNESS - PONTIFF (nt. 10), 16 ha riscontrato che «*“nonparticipation” causes wealth transfers from those shareholders who do not participate to those who do participate that average almost 7% of the capital being raised [...] We find that the larger is the issue discount, the larger are the wealth transfers between participating and nonparticipating shareholders*».

³⁹ Il riferimento è principalmente al lavoro di MASSA - VERMAELEN - XU (nt. 10), *passim*, e, soprattutto, allo studio di MEOLI - PALEARI - URGÀ, *Do Rights Issues Really Protect Minorities? Empirical Evidence on the Italian Case*, in www.ssrn.com (2007), *passim*.

⁴⁰ Il tema è noto: per tutti, cfr. KRAAKMAN (a cura di), *The Anatomy of Corporate Law. A comparative and Functional Approach*, Oxford, 2009 e la bibliografia ivi citata.

⁴¹ In proposito, MEOLI - PALEARI - URGÀ (nt. 39), 9 ss. notano che «*because of the existence of private benefits, controlling shareholders might be interested in draining money from the market also when new funds are to be invested in negative-NPV operations*» (p. 4). A questo riguardo poi, gli autori rilevano che «*the simple survival of a company can be considered as a source of private benefits for some subjects, and equity issues performed just to keep alive a company against all odds are here considered*». Il tema è stato tradizionalmente studiato con riferimento ai rapporti che intercorrono tra i soci e i creditori, sui quali - all'approssimarsi di uno stato di crisi della società - è spesso traslato il rischio d'impresa [in proposito, cfr. STANGHELLINI, *La crisi dell'impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007, 23 ss.; MAZZONI, *Capitale sociale indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in BALZARINI - CARCANO - VENTORUZZO (a cura di), *La società per azioni oggi*, Milano 2007, 511; e LIN, *Shift of Fiduciary Duty upon Corporate Insolvency: Proper Scope of Directors' Duty to Creditors*, in *Vand. L. Rev.* (1993), 1485]. D'altro canto, non si è mancato di precisare che anche un'eccessiva protezione dei creditori può condurre a un equilibrio inefficiente,

verifichi quando la società versi in uno stato di crisi: per chi detiene infatti un consistente numero di azioni, il costo rappresentato dall'esborso delle somme necessarie a sottoscrivere i titoli di nuova emissione sarà probabilmente inferiore ai vantaggi connessi alla possibilità di ottenere nuovo capitale di rischio in una situazione nella quale il mercato avrebbe probabilmente rifiutato di aderire all'offerta⁴². Spostando così la maggior parte del valore patrimoniale dell'investimento sui diritti di opzione e sfruttando le descritte anomalie nella formazione dei prezzi per impedire la creazione di un mercato efficiente di tali diritti, è possibile per la società emittente creare un meccanismo di sottoscrizione forzosa, capace di alterare le normali decisioni degli investitori⁴³.

Tutto ciò pone almeno due ordini di problemi tra loro strettamente connessi. Anzitutto, in una prospettiva pubblicistica, i descritti sistemi di sottoscrizione coattiva rischiano di dirottare il risparmio privato verso attività imprenditoriali immeritevoli, a scapito di altri progetti caratterizzati da effettive finalità produttive, pregiudicando così quell'ottimale allocazione

scoraggiando l'assunzione anche di rischi "ragionevoli" [così, ACHARYA - AMIHUD - LITOV, *Creditor Rights and Corporate Risk-Taking*, in *Journal of Financial Economics* (2011), 150].

⁴² Riscontrando una relazione diretta tra "negoziabilità" dei diritti di opzione e indici di profittabilità, MASSA - VERMAELEN - XU (nt. 10), 23 rilevano che «*small firms and firms with weak prior performance, high leverage and low Altman Z-scores and a large block-holder are more likely to raise equity through a rights issue. This confirms that private benefits of control induce firms to opt for rights rather than cash offers and that the less financially healthy firms do not go to the open market to raise funds. Firms with a higher likelihood of distress and weak prior performance would rather turn to existing shareholders who, they believe, might be easier to convince to provide more resources*». Ancora più emblematicamente poi - proseguono gli autori - «*firms with bad prospects will need to improve their capital structure, and for them a failed rights issue may be more costly*»: pertanto, «*such firms may seek to coerce shareholders into subscribing to a non-tradable rights issue*» (p. 33).

⁴³ Parlano espressamente di *enforced subscription*, elaborando un modello predittivo del comportamento dei soci cui sono offerti i diritti di opzione, MEOLI - PALEARI - URGA (nt. 39), 11 ss., ma già LEVY - SARNAT, *Risk, Dividend Policy, and the Optimal Pricing of a Rights Offering: A Comment*, in *Journal of Money, Credit and Banking* (1971), 840, spec. 842 accennavano al problema. Similmente, MASSA - VERMAELEN - XU (nt. 10), nell'indagare perché una società, deliberato un aumento di capitale con diritto d'opzione, scelga poi di limitare o impedire la circolazione di tali diritti (almeno in quegli ordinamenti giuridici che lo consentono), rilevano che «*if rights are not tradable then shareholders' wealth is diluted if they do not participate in the issue. This dynamic lends an element of coercion to the issue: as remarked by the chairman of an investment firm, "the company is holding a gun against your head"*». Come infatti osserva DAVIES - WORTHINGTON, (nt. 9), 880, la protezione offerta «*by a bare preemption right is only partial*», se al semplice diritto dei soci di essere preferiti ai terzi nel sottoscrivere le nuove azioni non si affianca anche la possibilità di cedere questo diritto, tipicamente garantita incorporando la semplice prelazione in un titolo di credito (cfr. anche *sub* nt. 10). Si limita invece a rilevare che «*since the value of the right—and thus the opportunity cost of letting it expire—increases with the subscription price discount, a deeply discounted right helps ensure the success of the offering success*» ECKBO (nt. 37), 75; e al riguardo v. anche HOLDERNESS - PONTIFF (nt. 10), 10 s.

delle risorse cui il mercato dei capitali dovrebbe sempre tendere⁴⁴. Inoltre, il pericolo che l'emittente ponga in essere comportamenti opportunistici

⁴⁴ Comune infatti è l'affermazione secondo cui è proprio lo stretto legame tra sviluppo dei mercati finanziari e crescita economica ciò che modella l'intervento del diritto in questo settore, con l'obiettivo appunto di garantire un'ottimale allocazione delle risorse a beneficio della collettività [per una panoramica generale del tema, v. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2014, 2 ss.; KHAN - SENHADJI, *Financial Development and Economic Growth*, in *www.imf.org* (2000); LEVINE - ZERVOS, *Stock Markets, Banks and Economic Growth*, in *The American Economic Review* (1998), 537; nonché RAJAN - ZINGALES, *Banks And Markets: The Changing Character Of European Finance*, in *www.ecb.int* (2003), ove una comparazione - in termini di adeguatezza rispetto alle peculiari caratteristiche del sistema economico - tra i modelli di finanziamento *bank-based* e *market-based*]. In questa prospettiva, la regolamentazione del mercato dei capitali dovrebbe perseguire esclusivamente l'obiettivo di garantire un'efficiente allocazione delle risorse, e solo entro questi limiti assicurare un'adeguata tutela degli investitori (per un ampio contributo sul rapporto di strumentalità che sussiste tra tutela della fiducia degli investitori ed efficienza del mercato, cfr. PERRONE, *Informazione al Mercato e Tutela dell'Investitore*, Milano 2003, 41 ss.). Evidente è l'impostazione culturale e filosofica cui tale teoria fa riferimento [per tutti, v. JENSEN - MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics* (1976), 305]: nell'acceso dibattito sulla opportunità di bilanciare le ragioni di efficienza da un lato e quelle di equità dall'altro, la nota opera di KAPLOW - SHAVELL, *Fairness Versus Welfare*, Cambridge (Mass.), 2002, spec. capp. I e II espone infatti un modello secondo cui «*legal rules should be selected entirely with respect to their effects on the well-being of individual in society. This position implies that notions of fairness like corrective justice should receive no independent weight in the assessment of legal rules*» (pp. 3 s.). Se questa è la regola generale, le ragioni di equità possono trovare accoglimento *ex post* grazie all'adozione di appropriate politiche fiscali (così a p. 30), oppure, se indirettamente pertinenti alla formazione stessa della nozione di *welfare*, tramite il perseguimento dell'efficienza stessa. A quest'ultimo proposito, gli autori abbracciano un concetto piuttosto ampio di *welfare*, fino a ricomprendervi anche l'adesione del sistema giuridico a norme sociali, purché ad esse venga attribuito dai consociati un qualche valore («*the welfare economic significance of a notion of fairness depends directly on the strenght of individuals' actual taste*»). Anche l'equità può, in alcuni casi e sempre indirettamente, entrare così nei criteri fondanti una buona politica del diritto, ma sarà sempre una nozione "relativa" e dipendente dalla "percezione sociale" di quanto questa coincida con il *welfare*: «*there is an important conceptual difference between an analyst's employing a notion of fairness for the sole purpose of attempting to determine which policies enhance individuals' well-being [...] and the analyst's using notion as independent evaluative principles*» (p. 12). Una tesi dunque che vuole porsi come soluzione più aperta rispetto alle teorie neoclassiche (p. 5, ma v. anche pp. 33 ss. e, soprattutto, pp. 77 ss.), ma che ne può rappresentare, per certi aspetti, anche una radicalizzazione, subordinando il riconoscimento delle "ragioni della giustizia e dell'equità" alla contingenza della "percezione sociale". Come però è stato correttamente rilevato, la mera prospettiva dell'efficienza non è in grado di *spiegare* l'intero sistema regolamentare, nel quale spesso affiorano altresì istanze di "giustizia", «tanto nella prospettiva di un rapporto di proporzionalità nello scambio (c.d. giustizia commutativa), quanto in una logica di adeguata attribuzione delle risorse (c.d. giustizia distributiva)». Tale considerazione sembra essere maggiormente capace «di consentire soluzioni equilibrate alle problematiche che il diritto del mercato dei capitali è chiamato ad affrontare»: infatti, «tanto un'attenzione unilaterale alle soluzioni efficienti, quanto *a fortiori* un'esclusiva sottolineatura degli interessi particolari si pongono in contraddizione con la coesione sociale di cui pure il mercato ha bisogno per poter

potrebbe portare gli investitori a “scontare” tale rischio e pretendere una remunerazione maggiore del loro investimento, causando un generalizzato aumento del costo della raccolta dei capitali e innescando dinamiche di selezione avversa⁴⁵. Da un altro punto di vista invece le istanze di giustizia commutativa presenti - i cui riflessi sull’efficienza del mercato, in termini di perdurante fiducia degli investitori, sono comunque altrettanto evidenti⁴⁶ - sollecitano anch’esse l’adozione di misure in grado di assicurare un’adeguata tutela degli investitori coinvolti in tali operazioni, sia in una prospettiva di diritto finanziario che in una di diritto societario.

4. L’efficacia delle proposte regolamentari di Consob e Borsa italiana.

Come si è visto, le descritte anomalie nella formazione dei prezzi sono dovute soprattutto a un eccesso di domanda sul mercato azionario, che si riflette anche sui diritti di opzione, deprimendone il valore di scambio. Approfittando dell’incremento dei corsi azionari e del conseguente deprezzamento dei diritti d’opzione, un arbitraggista potrebbe vendere allo scoperto le azioni della società emittente e con il ricavato acquistare ed esercitare i corrispondenti diritti d’opzione, regolando attraverso le nuove azioni così ricevute le “posizioni corte” precedentemente acquisite. In una prospettiva di puro mercato, dunque, la possibilità per alcuni investitori di attuare strategie di arbitraggio senza rischi dovrebbe autonomamente riportare i prezzi di azioni e diritti d’opzione su valori prossimi ai rispettivi

funzionare» (così, PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2016, 42 s., richiamando l’attenzione del giurista sulla necessità di mantenere un approccio equilibrato al diritto, capace di considerare e bilanciare tra loro tutte le istanze che, di volta in volta, la realtà manifesta). Per un’analisi critica dell’opera dei due autori statunitensi appena menzionati, cfr. DORF, *Why Welfare Depends on Fairness. A Reply to Kaplow and Shavell*, in *Southern California L. Rev.* (2000), 847 e DENOZZA, *Il danno risarcibile tra benessere ed equità: dai massimi sistemi ai casi “Cirio” e “Parmalat”*, in *Giur. comm.*, 2004, 33, secondo cui - pur rilevando che «l’analisi in termini di effetti sul benessere dei soggetti coinvolti deve essere la base indispensabile di ogni serio tentativo di costruzione delle regole» - «l’equità fornisce il quadro più appropriato al cui interno elaborare criteri normativi», dal momento che «per scegliere tra i diversi stati del mondo [cioè quelli individuabili secondo i canoni dell’efficienza] occorre un criterio di tipo normativo».

⁴⁵ Il riferimento è alla nota opera di AKERLOF, *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *Q. J. Econ.* (1984), 488; e, con specifico riferimento ai mercati finanziari, v. MYERS - MAJLUF (nt. 37), 187.

⁴⁶ Il punto, tra chi si è occupato specificamente dell’argomento, è sollevato da PETRELLA e RESTI (nt. 16), 1. A questo riguardo, RANTAPUSKA - KNÜPFER (nt. 19), 10 studiando i trasferimenti di ricchezza conseguenti alle negoziazioni dei diritti di opzione sul mercato finlandese, rilevano che «*nonfinancial corporation, mutual funds brokers, investment banks, and commercial banks [...] take advantage of the depressed prices by buying rights in the open market, while household investors, nonprofit organizations, and foreigners lose money*» (p. 13); e cfr. anche HOLDERNESS - PONTIFF (nt. 10), 10 ss., i quali studiano i trasferimenti di ricchezza tra le diverse “categorie” di investitori.

fair value, rendendo così inefficiente l'intervento del regolatore, foriero solo di costi aggiuntivi per il sistema.

A questo riguardo però, l'art. 12 del Regolamento (UE) n. 236/2012 vieta le vendite allo scoperto su azioni «rispetto alle quali il venditore non abbia posto in essere accordi capaci di consentire il *settlement* dell'operazione alla scadenza prevista»⁴⁷, subordinando la possibilità di fare *short selling* alla capacità dell'investitore di reperire - tipicamente attraverso il mercato del prestito titoli - la disponibilità delle azioni che intende vendere allo scoperto. Durante le operazioni di aumento di capitale con rilevanti effetti diluitivi, tuttavia, l'elevato rapporto tra il numero di azioni di nuova emissione e il numero di azioni già in circolazione (si ricordi che, fino al termine dell'offerta, sono disponibili solo le vecchie azioni) impedisce al mercato del prestito titoli di supportare adeguatamente l'attività degli arbitraggisti⁴⁸, che diventa pertanto insufficiente a riportare i prezzi di azioni e diritti vicini ai rispettivi valori teorici.

Nel tentativo di porre rimedio a questa *impasse* e di consentire agli arbitraggisti di poter disporre di un mercato azionario in grado di sostenere la loro attività di *short selling*, Consob ha di recente introdotto una modifica delle norme che regolano lo svolgimento dell'offerta di nuove azioni in caso di aumenti di capitale fortemente diluitivi⁴⁹. In particolare, le nuove norme prescrivono alle società emittenti di consegnare agli investitori le azioni provenienti dall'esercizio dei diritti di opzione al termine di ciascuna giornata del periodo di offerta, anziché solo alla fine dello stesso (c.d. modello *rolling*)⁵⁰. Così facendo, la maggiore domanda di azioni conseguente all'esecuzione dell'aumento di capitale sarebbe supportata da un adeguato numero di titoli in circolazione, e i prezzi di azioni e diritti d'opzione tornerebbero - grazie all'attività degli arbitraggisti - su valori prossimi ai

⁴⁷ Così PERRONE (nt. 44), 273, ma cfr. anche MOLONEY (nt. 44), 538 ss.: secondo l'opinione prevalente, infatti, lo *short selling* favorisce la liquidità del mercato e di conseguenza una più accurata formazione dei prezzi [*ex multis*, v. KLEIN - BOHR - SIKLES, *Are Short Seller Positive Feedback Traders? Evidence from the Global financial Crisis*, in *Journal of Financial Stability* (2013), 337]; al contempo, il pericolo di condotte manipolative, la possibile spirale negativa dei prezzi innescata da un eccesso di vendite e il rischio sistemico connesso ad eventuali *fail* nella consegna delle azioni vendute allo scoperto hanno consigliato l'introduzione del menzionato divieto di *naked short selling* e di un'articolata disciplina di trasparenza [FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Short Selling - Discussion Paper 09/1*, in *www.fsa.gov.uk* (2009), 15 ss.; per i riflessi del modello *rolling* - v. *infra*, nel testo - su quest'ultima, cfr. CONSOB (nt. 4), 15].

⁴⁸ Come infatti espressamente indicato nell'art. 12 del Regolamento (UE) n. 236/2012, il prestito titoli costituisce la principale modalità con cui un investitore può ottenere la «disponibilità dei titoli» richiesta dalla norma per poter effettuare vendite allo scoperto (c.d. *covered short selling*).

⁴⁹ Tali modifiche sono entrate in vigore il 15 dicembre 2016 (cfr. la Comunicazione Consob n. 0088305 del 5 ottobre 2016, in *www.consob.it*).

⁵⁰ Le caratteristiche tecniche, le modalità di funzionamento e gli effetti attesi dall'adozione del modello *rolling* sono compiutamente descritti da CONSOB (nt. 4), 4 ss. e 25.

rispettivi *fair value*. Gli investitori potrebbero pertanto ottenere dalla vendita dei propri diritti di opzione un indennizzo proporzionato al danno subito in conseguenza della diluizione patrimoniale della loro partecipazione derivante dalla deliberazione dell'aumento di capitale.

Come rilevato dalla stessa Autorità di vigilanza e dalla gran parte dei partecipanti alle consultazioni promosse, il modello *rolling* sembra rappresentare l'unica soluzione di mercato «potenzialmente in grado di risolvere completamente le anomalie di prezzo» descritte (soluzione di mercato in quanto anch'essa fondata sull'attività degli arbitraggisti, ai quali il regolatore si limita a garantire le condizioni necessarie per poter operare, secondo un principio di graduazione progressiva dell'intervento eteronomo direttamente proporzionale ai costi transattivi riscontrati in concreto)⁵¹. A destare qualche perplessità sull'efficacia di tale espediente è, tuttavia, la sua perdurante capacità di assicurare gli effetti sperati anche con riferimento alle particolari caratteristiche economico finanziarie delle società che normalmente deliberano aumenti di capitale iperdiluitivi. Ipotizzando infatti che a seguito dell'introduzione del modello *rolling* sia possibile vendere sul mercato i diritti d'opzione di cui si è in possesso a un prezzo prossimo al loro *fair value*, per il socio, la scelta se sottoscrivere o meno le nuove azioni dipenderà esclusivamente dall'esistenza di un investimento alternativo che possa fornire, a parità di rischio, rendimenti maggiori⁵². Nondimeno, dal momento che le società che decidono di ricorrere ad aumenti di capitale iperdiluitivi versano di solito in condizioni finanziarie critiche e presentano prospettive reddituali negative, sembra ragionevole supporre che il socio investitore preferisca in ogni caso vendere il proprio diritto d'opzione, subendo il costo della diluizione, ma investendo il ricavato in un progetto alternativo maggiormente profittevole.

A questa stregua, è altresì ragionevole supporre che - per gli stessi motivi - sia estremamente difficile riuscire a trovare sul mercato altri investitori disposti ad acquistare i diritti d'opzione al loro valore teorico. Se ciò è vero, però, le normali dinamiche di domanda e offerta porteranno ad abbassare il prezzo di mercato di tali diritti, finché lo sconto sul loro *fair value* non sarà tale da giustificare per un terzo l'ingresso in una società in stato di crisi e con scarse prospettive reddituali future⁵³. Ancora una volta dunque il

⁵¹ Così, CONSOB (nt. 2), 9, ma con la vistosa eccezione di ABI (nt. 16), *passim*: poiché infatti il modello *rolling* consentirebbe soltanto un'attività di arbitraggio "imperfetta" (in quanto la chiusura delle operazioni di arbitraggio con le nuove azioni risultanti dall'esercizio dei diritti di opzione sarebbe resa possibile solo il giorno successivo all'operazione), l'efficacia della soluzione sarebbe comunque limitata, soprattutto nei primi giorni di negoziazione, quando però le anomalie si manifestano con maggiore intensità.

⁵² Per chiarezza espositiva, non si è tenuto conto della possibilità per il socio - normalmente di controllo - di estrarre benefici privati dalla propria partecipazione alla società: di tale circostanza si è in parte già detto al par. *sub* 3.

⁵³ Seguono un'ipotesi simile MEOLI - PALEARI - URGÀ (nt. 39), 16 ss., elaborando un modello decisionale al riguardo: «*selling shares is not an escape solution for minorities. Until the*

socio si troverà dinnanzi all'alternativa tra vendere i propri diritti d'opzione a un prezzo spesso notevolmente inferiore rispetto al loro valore teorico o partecipare all'aumento di capitale di una società in stato di crisi. Se tali assunti sono corretti, si deve allora ritenere che anche l'introduzione del modello *rolling* è inidonea a fornire una tutela efficace ai soci investitori, ed è pertanto opportuno pensare a ulteriori soluzioni o "correttivi".

Le dinamiche che hanno contraddistinto l'aumento di capitale portato a termine da Saipem s.p.a. nel febbraio 2016 e caratterizzato da un *K factor* piuttosto ridotto (pari a 0,126)⁵⁴ sembrano corroborare questa ipotesi. Prima che Consob introducesse il modello *rolling*, Borsa italiana - animata dai medesimi propositi - aveva modificato con Avviso del 15 gennaio 2016 le Istruzioni al Regolamento dei mercati da lei organizzati e gestiti, vietando l'esercizio anticipato dei contratti d'opzione americani⁵⁵ per tutta la durata delle operazioni di aumento di capitale⁵⁶. L'anomalo rialzo dei prezzi delle azioni durante i primi giorni del periodo d'offerta rendeva infatti vantaggioso per gli investitori esercitare anticipatamente i diritti contenuti nei contratti di opzione (già rettificati secondo i nuovi valori), costringendo così la controparte a recuperare sul mercato una notevole quantità di azioni⁵⁷: l'eccesso di domanda che ne scaturiva, in ragione anche della scarsità dei titoli in circolazione, contribuiva a far crescere ulteriormente il prezzo delle azioni, aggravando le anomalie di mercato nella formazione dei prezzi. In questo senso, il divieto di esercizio anticipato delle opzioni americane - limitando la formazione di una domanda artificiale di azioni - si proponeva di eliminare una tra le più rilevanti cause delle descritte anomalie nel funzionamento del mercato dei capitali⁵⁸.

Ciò detto, durante quasi tutto il periodo d'offerta delle azioni Saipem, nel vigore delle nuove regole sull'esercizio anticipato dei contratti di opzione, il prezzo dei titoli azionari era rimasto relativamente stabile e comunque

beginning of trading on the market for rights, they can actually sell their shares at the whole price (price cum), but either the buyer asks a discount to enter the operation, or the buyer finds himself in the same conditions of the seller [...] Therefore, as long as we suppose the market to be efficient, when an abuse of rights issue is performed, market price absorb the bad news. If the news is absorbed later, it will affect both prices and rights value on the rights market» (p. 26).

⁵⁴ Tale aumento di capitale prevedeva infatti l'assegnazione di 22 nuove azioni per ogni titolo precedentemente posseduto: le nuove azioni erano state offerte in sottoscrizione a 0,362 euro (con uno sconto sul prezzo teorico *ex* delle azioni - pari a 0,52 euro - del 37%), e il valore teorico dei diritti era di 3,674 euro (tutti i dettagli dell'operazione sono indicati nel Prospetto informativo di offerta al pubblico di azioni Saipem s.p.a., in www.consob.it).

⁵⁵ Cfr. *sub* nt. 20.

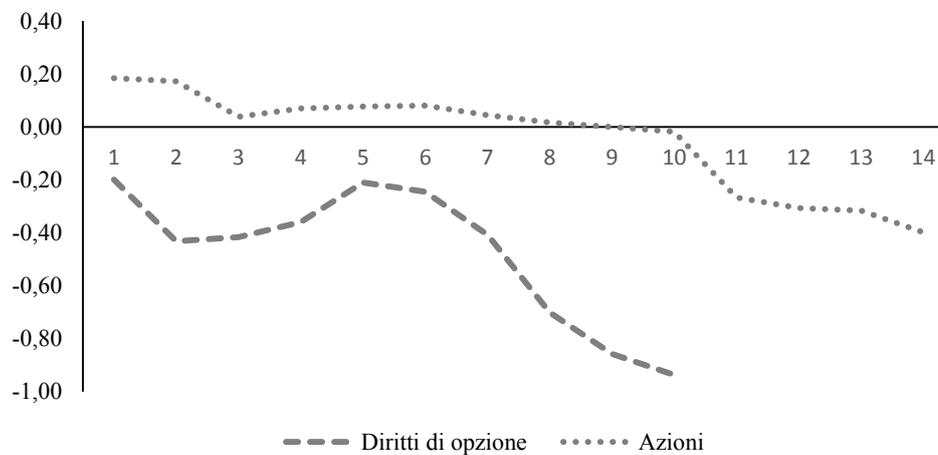
⁵⁶ Tale divieto trovava applicazione in quegli aumenti di capitale con *K* minore o uguale 0,3 ed è stato abrogato in seguito all'introduzione del modello *rolling*.

⁵⁷ V., in proposito, l'esempio riportato alla nt. 21.

⁵⁸ Cfr. *sub* par. 2.

vicino al valore teorico⁵⁹, dimostrando l'idoneità dell'intervento regolamentare di Borsa italiana a risolvere le descritte anomalie nel mercato azionario. Contrariamente alle attese, però, i diritti d'opzione della società avevano riscontrato un marcato deprezzamento e l'ultimo giorno di negoziazione sono stati venduti con uno sconto del 93,74% sul loro valore teorico. La figura 3 riassume i risultati di tali analisi, rappresentando le anomalie standardizzate nei prezzi registrati da azioni e diritti di opzione durante il periodo di offerta dell'aumento di capitale deliberato da Saipem.

Figura 3 - Anomalie standardizzate nei prezzi di azioni e diritti di opzione Saipem s.p.a



Questo risultato non sembra però essere più riconducibile - quantomeno non in maniera così marcata - alle anomalie del mercato azionario, la cui entità era stata appunto considerevolmente ridotta dal divieto di esercizio anticipato dei contratti di opzione americani, e deve pertanto trovare altrove un'adeguata spiegazione. A questo riguardo, è significativo rilevare che la società aveva deliberato questo aumento di capitale al fine di ridurre «l'esposizione finanziaria della società e al conseguente rafforzamento della struttura finanziaria complessiva del gruppo»⁶⁰, confermando così l'ipotesi per cui la causa di tali anomalie nella formazione

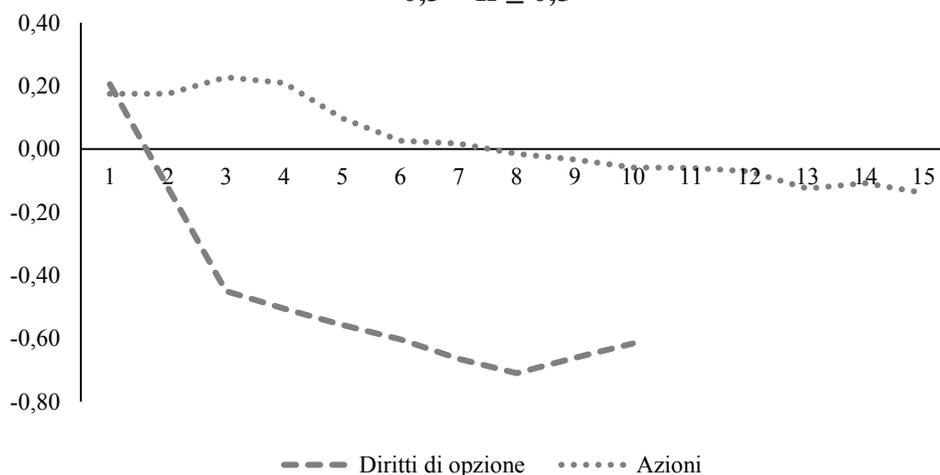
⁵⁹ Per il vero, terminato il periodo di negoziazione dei diritti d'opzione, il prezzo delle azioni era sceso al di sotto dello *strike price* previsto per l'esercizio dei diritti stessi (0,362 euro per azione), a causa soprattutto dell'estrema volatilità che aveva caratterizzato il mercato in quelle settimane (LOPS, *Borse, come sopravvivere alla bufera di gennaio*, in www.wilsole24ore.com, 15 gennaio 2016): pertanto, a conclusione delle operazioni di aumento, gli investitori avevano sottoscritto soltanto l'87,8% delle nuove azioni emesse dalla società, mentre con riferimento al restante 12,2% è dovuto intervenire il consorzio di garanzia.

⁶⁰ Così il Prospetto informativo di offerta al pubblico di azioni Saipem s.p.a., in www.consob.it, p. 68.

dei prezzi risieda soprattutto nelle particolari condizioni economico-finanziarie in cui normalmente versano le società che deliberano aumenti di capitale iperdiluitivi, e non soltanto nelle imperfezioni del mercato dovute a una regolamentazione tecnica inadeguata. Se ciò è vero, è però ragionevole ritenere che nemmeno l'adozione del modello *rolling*, che appunto mira a correggere quest'ultima, possa davvero ottenere gli effetti sperati.

Un'ultima considerazione merita di essere fatta al riguardo. Durante i lavori preparatori per lo studio del modello *rolling*, Consob aveva deciso di circoscrivere la definizione di aumenti di capitale iperdiluitivi a quelle operazioni il cui coefficiente K fosse minore o uguale a 0,3 (rispetto a un limite originariamente fissato a 0,5), rilevando come, superata detta soglia, le alterazioni dei corsi azionari diventavano trascurabili⁶¹. Lo studio delle anomalie medie standardizzate dei prezzi delle azioni e, soprattutto, dei diritti di opzione che hanno contraddistinto gli aumenti di capitale con un coefficiente di diluizione K compreso tra 0,3 e 0,5 (riassunti nella Figura 4) sembra però condurre a risultati in parte diversi. Mentre infatti i prezzi delle azioni rimangono mediamente prossimi al loro *fair value* - come, in effetti, già rilevato da Consob - i diritti di opzione sono scambiati in media, per quasi tutto il periodo d'offerta, a prezzi abbondantemente al di sotto dei rispettivi valori teorici, ricalcando dinamiche simili a quelle degli aumenti di capitale iperdiluitivi.

Figura 4 - Anomalie medie standardizzate nei prezzi di azioni e diritti di opzione per aumenti di capitale con $0,3 < K \leq 0,5$



⁶¹ Così, CONSOB (nt. 4), 7, ma per le stesse considerazioni cfr. l'Avviso di Borsa italiana n. 691 del 15 gennaio 2016.

Anche in questo caso, dunque, sembra difficile spiegare tali dinamiche nella formazione dei prezzi dei diritti di opzione attraverso il solo ricorso all'interazione tra le regole tecniche di funzionamento dei mercati e le caratteristiche tipiche degli aumenti di capitale iperdiluitivi, adducendo un ulteriore argomento all'inefficacia del modello *rolling*. Al contrario, la richiamata correlazione tra coefficiente di diluizione da una parte, e leva finanziaria, indici di redditività e rendimenti anomali cumulati medi all'annuncio dell'operazione dall'altra⁶², suggerisce che le dinamiche che guidano i corsi dei diritti d'opzione sono spiegate soprattutto dallo stato di crisi di tali società, che viene appunto "segnalato" al mercato dalle condizioni alle quali l'aumento è portato a termine⁶³.

5. *Alcune (preliminari) considerazioni sistematiche.*

Preso atto che, nella pratica, le società che hanno deliberato aumenti di capitale a tali condizioni si trovano normalmente in uno stato di difficoltà economico-finanziaria, sembra dunque corretto inquadrare gli aumenti di capitale fortemente diluitivi, per l'affinità dei problemi che le due situazioni presentano, nel generale ambito delle operazioni di ristrutturazione d'impresa. In quest'ottica, dunque, il problema non sembra tanto essere quello di eliminare le anomalie nella formazione dei prezzi (anomalie, come si è visto, connaturate alla stessa struttura degli aumenti iperdiluitivi e non a una semplice falla nella regolamentazione degli scambi): il problema delle "ricapitalizzazioni coattive" diventa, piuttosto, quello di selezionare le operazioni effettivamente idonee a risolvere lo stato di crisi e ripristinare l'economicità della società, da quelle orchestrate dal gruppo di controllo al fine esclusivo di estrarre dalla società benefici privati in danno degli altri azionisti, assicurando che le condizioni alle quali è portato a termine l'aumento di capitale rispecchino l'effettiva situazione economico-finanziaria in cui versa la società.

Questo lavoro intende dunque procedere coerentemente con tali premesse.

⁶² Cfr. *sub* par. 3.

⁶³ Vasta è la letteratura sulla funzione segnaletica delle condizioni e delle modalità con le quali gli aumenti di capitale sono deliberati: v., in particolare, MYERS - MAJLUF (nt. 37), *passim*; MASULIS, *The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates*, in *The Journal of Finance* (1983), 107; e, con specifico riferimento agli aumenti di capitale con diritto di opzione, BIGELLI (nt. 3), 127 ss.

CAPITOLO II

INTERFERENZE TRA AUMENTI DI CAPITALE IPERDILUITIVI, AZIONI SENZA INDICAZIONE DEL VALORE NOMINALE E DISCIPLINA DEL PREZZO MINIMO DI EMISSIONE

SOMMARIO: 1. Le interferenze tra il divieto di emissione di nuove azioni “sotto la pari” e gli aumenti di capitale iperdiluitivi. - 2. La modifica dell’art. 2346 c.c. e l’introduzione delle azioni senza (indicazione del) valore nominale. - 3. L’interpretazione dell’art. 47, par. 1, della Direttiva (UE) 2017/1132: il dibattito attorno alla legittimità dell’emissione di nuove azioni al di sotto del “valore contabile”. - 4. I rapporti tra la disciplina sul prezzo di emissione delle azioni e il principio di integrale copertura del capitale sociale. - 5. Una petizione di principio: le “funzioni” del valore nominale e l’interpretazione del divieto di emissione sotto la parità contabile. - 6. Il “valore contabile” delle azioni nell’esperienza comparatistica europea. - 7. Una nuova petizione di principio? La funzione informativa del valore nominale delle azioni. - 8. Quale risposta ai “problemi della pratica”? Come l’ordinamento si fa carico di agevolare l’accesso al mercato dei capitali anche alle società in crisi. - 9. Alcune valutazioni conclusive sulla perdurante utilità del valore nominale e della disciplina sul prezzo minimo di emissione delle nuove azioni.

1. Le interferenze tra il divieto di emissione di nuove azioni “sotto la pari” e gli aumenti di capitale iperdiluitivi.

Prima di esaminare le principali questioni interpretative sollevate dagli aumenti di capitale con rilevanti effetti diluitivi, è necessario interrogarsi sulla compatibilità di queste operazioni con la disciplina - italiana ed europea - che regola il prezzo minimo di emissione delle nuove azioni e, in particolare, sulla possibilità che queste ultime siano offerte in opzione a un prezzo inferiore al loro “valore contabile”.

L’interferenza tra la disciplina sul prezzo minimo di emissione e le operazioni di cui si discute nasce allorché una società con azioni prive dell’indicazione del valore nominale decida di emetterne di nuove a un prezzo inferiore alla loro “parità contabile”, intesa quest’ultima come il valore monetario di ogni singola azione ottenuto dividendo l’importo del capitale sociale per il numero di titoli in circolazione¹: in tal modo, eseguito

¹ La nozione di “parità contabile” (o di “valore contabile”) è, per il vero, molto discussa in dottrina e se quella riportata nel testo è senz’altro l’opinione prevalente nel contesto europeo [in proposito, cfr. SPOLIDORO, *Valore nominale, azioni senza indicazione del valore nominale e aumento del capitale sociale*, in *AGE*, 2017 (in corso di pubblicazione), 15 ss. e v. *infra* par. 3], autorevole dottrina preferisce calcolare il valore contabile delle azioni prendendo in considerazione l’importo dell’«aumento di capitale diviso il numero delle azioni di nuova emissione» [calcolando quindi una parità contabile “specificata” per ogni aumento: così il CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 36 - Aumento del capitale sociale e azioni senza valore nominale*, in www.consiglionotarilemilano.it e, da ultimo, NOTARI, *Commento ai commi 1 - 5 dell’articolo 2346 c.c.*, in MARCHETTI - BIANCHI - GHEZZI - NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano,

l'aumento di capitale, le azioni acquisterebbero una nuova "parità", il cui ammontare risulterebbe compreso tra il valore contabile dei titoli di nuova emissione e il valore contabile di quelli già in circolazione². Questa operazione invece - è bene precisarlo - non potrebbe essere realizzata da quelle società le cui azioni riportano ancora l'indicazione del valore nominale, poiché, in questo caso, sarebbe necessaria una preventiva riduzione del capitale³, non potendosi ammettere una modifica "implicita" di una clausola statutaria (art. 2328, secondo comma, n. 5).

A questo riguardo, si potrebbe invero obiettare che tale interferenza è solo eventuale, dal momento che possono ben darsi società quotate le cui azioni continuano a recare l'indicazione del valore nominale⁴, e che una società - nella misura in cui disponga di un capitale nominale esiguo rispetto alla reale consistenza del patrimonio netto⁵ - può sempre deliberare un

2008, 3, spec. 25 ss.]. È evidente che solo qualora si volesse accogliere l'impostazione indicata nel testo, il "valore contabile" assumerebbe un ruolo del tutto identico a quello proprio del "valore nominale".

² Un esempio può aiutare a chiarire meglio la situazione [cfr. anche NOTARI (nt. 1), 25]. Si immagini dunque una società il cui capitale nominale, pari a 500.000 euro, è diviso in 25.000 azioni prive dell'indicazione del valore nominale, la cui parità contabile è di 20 euro ciascuna (= 500.000 euro / 25.000 azioni). Si supponga, a questo punto, che tale società deliberi un aumento di capitale per euro 300.000 attraverso l'emissione di 25.000 nuove azioni, la cui la parità contabile "specificata" è, invece, di 12 euro ad azione. Eseguito interamente l'aumento di capitale, la società si troverà così ad avere un capitale sociale pari a 800.000 euro, diviso in 50.000 azioni, la cui "nuova" parità contabile sarà di 16 euro, anziché 20 euro (e si noti, per inciso, che un simile annacquamento riguarderà proporzionalmente anche tutte le voci del patrimonio netto).

³ Riduzione del capitale sociale realizzata, appunto, attraverso la modifica del valore nominale delle azioni. Per le caratteristiche specifiche che tale operazione ragionevolmente potrebbe assumere, v. SPOLIDORO, *Riflessioni sulle norme relative al valore nominale delle azioni e sulle operazioni di aumento del capitale nelle società per azioni*, in *Foro padano*, 1997, 50, spec. 53; DE TARSO DOMINGUES, *No Par Value Shares in the Portuguese Legal System*, in *EBOR* (2012), 125, spec. 129; e WYMEERSCH, *Reforming the Second Company Law Directive*, in *www.ssrn.com* (2006), 6; ma cfr. già ASCARELLI, *Azioni senza valore nominale*, in *Dir. fall.*, 1956, 133 ss. A questo riguardo, SANTELLA - TURRINI, *Capital Maintenance in the EU: Is the Second Company Law Directive Really That Restrictive?*, in *EBOR* (2008), 427 rilevano però che «*such a procedure involves higher administrative costs for the company (for instance, the Second Directive requires a special majority of shareholders to approve such a decision) as well as the risk of litigation by creditors*» (p. 445). Sul punto, v. *infra* par. 8.

⁴ E in questo caso allora - come si è già accennato - non si porrà alcun problema di determinazione del prezzo minimo di emissione. Sebbene infatti il quarto comma dell'art. 2346 c.c. faccia salva la facoltà dello statuto di prevedere una diversa assegnazione delle azioni di nuova emissione, il valore nominale di ciascuna di esse deve pur sempre corrispondere a una frazione del capitale sociale e «tale determinazione deve riferirsi senza eccezioni a tutte le azioni emesse dalla società» (così, espressamente, l'art. 2346, secondo comma, c.c.).

⁵ Si tratta del caso di c.d. sottocapitalizzazione nominale, che si verifica allorché i soci dotino la società di sufficienti mezzi finanziari a fronte però di un capitale sociale nominale manifestamente inadeguato: in proposito - e con particolare riferimento alla necessità di

aumento di capitale a condizioni fortemente diluitive senza dover per questo ricorrere all'emissione di nuove azioni sotto la parità contabile.

Ciò nonostante, la prassi ha ormai ampiamente dimostrato che la gran parte delle società che hanno deliberato aumenti di capitale iperdiluitivi aveva emesso azioni prive dell'indicazione del valore nominale⁶ e che tali operazioni avevano comportato l'offerta di nuovi titoli a un prezzo spesso notevolmente inferiore rispetto alla loro parità contabile: sicché l'analisi di tale questione non può essere ragionevolmente elusa.

2. *La modifica dell'art. 2346 c.c. e l'introduzione delle azioni senza indicazione del valore nominale.*

Nella disciplina precedente la riforma del diritto societario del 2003 (attuata con D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6), il problema era risolto dall'unico comma dall'art. 2346 c.c., secondo cui «le azioni non [potevano] emettersi per somma inferiore al loro valore nominale»⁷. Tale precetto, infatti, impediva che i conferimenti effettuati dai soci per l'emissione di *ciascuna azione* fossero inferiori al suo valore nominale⁸ e pertanto la possibilità di deliberare un aumento di capitale iperdiluitivo era di fatto limitata ai casi di società in stato di manifesta sottocapitalizzazione nominale⁹.

Criticata per la sua eccessiva rigidità e inefficienza, tale norma costituiva un ostacolo spesso insormontabile all'esecuzione di operazioni di ricapitalizzazione di società in stato di crisi, le cui azioni erano scambiate sul mercato a prezzi inferiori rispetto al loro valore nominale¹⁰. Per altro

contemperare gli interessi dei soci a un'adeguata remunerazione del loro investimento con la necessità per i creditori di ridimensionare il pericolo di *moral hazard* e di abuso del beneficio della responsabilità limitata - v. il contributo di PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in COLOMBO - PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni - vol. I***, Torino, 2004, 1.

⁶ Anzi, non sono mancati casi di società che, nell'imminenza di tali operazioni, hanno deliberato la conversione delle loro azioni in titoli privi del valore nominale: così, da ultimo, è stato per l'aumento di capitale approvato dall'assemblea straordinaria di Saipem s.p.a. il 2 dicembre 2015 (sul quale v. *sub* Cap. I, par. 4).

⁷ Identica previsione era contenuta anche nell'art. 131 del codice di commercio del 1882 (sul quale v. ELENA, *Le azioni senza valore nominale nelle società americane*, *Riv. dir. comm.*, 1928, 566).

⁸ E infatti, sulla portata applicativa di tale norma, rilevava ANGELICI, *Commento all'art. 2346*, in SCHLESINGER (diretto da), *Il Codice Civile - Commentario*, Milano, 1992, 6 che, «da un punto di vista tecnico, l'art. 2346 non sembra richiedere particolari delucidazioni, apparendo chiaro, almeno per quanto ivi direttamente espresso, il senso del suo dettato».

⁹ Cfr. *sub* nt. 5.

¹⁰ Nella misura in cui esista un mercato sufficientemente liquido nel quale le azioni sono scambiate per valori inferiori rispetto al prezzo di emissione fissato dall'assemblea, l'investitore che intenda acquisire una partecipazione nella società si rivolgerà senz'altro a tale mercato, piuttosto che aderire all'aumento di capitale [il punto è del tutto evidente: *ex multis*, BIGELLI, *Gli aumenti di capitale delle società quotate. Un'analisi economico*

verso - come si è già accennato - essa offriva una tutela solo parziale ai soci di minoranza, non potendo impedire *tout court* la deliberazione di aumenti di capitale a forte sconto, soprattutto in presenza di ingenti riserve e considerevoli valori di avviamento non adeguatamente evidenziati in contabilità o comunque riflessi nei prezzi di mercato¹¹.

Proprio nel tentativo di correggere tali inefficienze, il legislatore del 2003 ha ritenuto opportuno riscrivere l'art. 2346 c.c.¹², introducendo la facoltà - rimessa all'autonomia statutaria - di emettere titoli azionari senza indicazione del valore nominale¹³. Nel contempo, il nuovo testo dell'art.

finanziaria, Torino, 1996; CESARINI, *Alcune riflessioni sul significato attuale del capitale sociale e del valore nominale dell'azione nella prospettiva dell'investitore*, in ABBADESSA - ROJO (a cura di), *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, Milano, 1993, 751, spec. 755; DAVIES - WORTHINGTON, *Gower and Davies Principles of Modern Company Law*, Londra, 2012, 276 s. Per un esempio numerico cfr. invece DE TARSO DOMIGUES (nt. 3), 128 s.]. Nel vigore del predetto divieto - con una soluzione simile a quanto oggi previsto dal quarto comma dell'art. 2346 c.c. - RACUGNO, *Per un'ipotesi di graduazione di tipo quantitativo dell'investimento azionario: a margine dell'art. 2346 c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, 703 proponeva che una parte delle nuove azioni fosse emessa «con un determinato disaggio destinato, per la misura corrispondente, ad essere coperto con il soprapprezzo imputato a capitale della residua parte di nuove azioni» (p. 705): così facendo, «la modulazione del prezzo di emissione» avrebbe consentito «ai vecchi soci di farsi carico delle pregresse perdite, favorendo la sottoscrizione delle nuove azioni senza dover necessariamente procedere a una preventiva riduzione del capitale sociale».

¹¹ Lo rileva con particolare chiarezza NOTARI (nt. 1), 25 ss. (ma in proposito v. *infra* par. 9) e anche FIGÀ TALAMANCA, *Il valore nominale delle azioni*, Milano, 2001 sottolinea come «la tutela dei vecchi azionisti derivante dal divieto di emissione sotto la pari sia considerata rozza e incompleta» (p. 30, nt. 14). Il medesimo problema è poi comune a molte altre fattispecie, pur presentandosi con «sfumature» diverse: si pensi, in proposito, all'esclusione del socio conseguente all'azzeramento del capitale per perdite *ex art.* 2447 c.c., e all'eventualità che una simile delibera possa aprire «la strada a possibili censure di abuso di maggioranza, [...] qualora il valore effettivo del patrimonio netto sociale sia positivo, a dispetto dei valori contabili posti a base della riduzione del capitale (ipotesi non frequente, anche se teoricamente possibile soprattutto in caso di adozione dei principi contabili nazionali)» [così, STANGHELLINI, *Commento all'art. 2447 c.c.*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Milano, 2016, 2729, spec. 2740].

¹² Numerose sono state le critiche mosse a tale istituto, per un'ampia rassegna delle quali, cfr. SPOLIDORO, *Capitale sociale, valore nominale delle azioni e delle quote e transizione all'euro*, in *Riv. soc.*, 1999, 348, spec. 356 ss.: significativamente, sia la «*Federation of European Stock Exchanges*, nel suo rapporto intitolato *The Transition to Euro*, sia il Gruppo Giovannini, nel rapporto predisposto per la Commissione europea intitolato *The Impact of the Introduction of the Euro on Capital Markets*, raccomandavano con enfasi l'impiego di *no par shares*» [e non vi è dubbio, a questo riguardo, che l'introduzione della moneta unica abbia giocato un ruolo fondamentale per la diffusione di tali azioni in molti paesi europei, come evidenziato da FIGÀ TALAMANCA, *Euro e azioni*, in COLOMBO - PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni - Vol. I***, Torino, 2004, 218 e da STELLA RICHTER *jr*, *Euro e diritto delle società*, in *Riv. notariato*, 1999, 913].

¹³ Il precetto è contenuto nel secondo comma dell'art. 2346 c.c.: in dottrina, v. PORTALE, *Dal "capitale assicurato" alle "tracking stocks"*, in *Riv. dir. soc.*, 2002, 159, spec. 162 e BOCCA, *Commento ai primi cinque commi dell'art. 2346 c.c.*, in BONFANTE - CAGNASSO - MONTALENTI (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Torino, 2004, 218, spec. 224.

2346 c.c. non contiene più un espresso divieto di emissione sotto la pari, limitandosi invece a sancire che «in nessun caso il valore dei conferimenti può essere *complessivamente* inferiore all'ammontare globale del capitale sociale» (così, il quinto comma dell'art. 2346 c.c.)¹⁴. Parallelamente, il quarto comma della norma appena citata ammette l'assegnazione non proporzionale delle azioni ai soci, consentendo cioè che ad alcuni di essi siano assegnate azioni per un ammontare più che proporzionale rispetto al valore dei conferimenti prestati, purché tale *deficit* sia colmato dai conferimenti di altri soci¹⁵.

Senz'altro ammessa è invece la facoltà di passare *durante societate* da un regime all'altro e, «trattandosi di una modifica “neutra” sul piano dei diritti dei socie e sul funzionamento degli organi sociali», non sussistono i presupposti «affinché i soci eventualmente contrari a una simile scelta possano vantare il diritto di recesso» [così, NOTARI (nt. 1), 18 ss.].

¹⁴ A questo riguardo, è importante precisare che, «mentre il vecchio testo dell'art. 2346 guardava dal basso verso l'alto e vedeva la formazione del capitale sociale come un problema di sottoscrizione e di copertura del valore nominale di ciascuna azione (e dunque si poteva dire che il capitale era la somma dei conferimenti capitalizzati), il nuovo testo dell'art. 2346 c.c. guarda “platonicamente” la stessa realtà dall'alto verso il basso, e vede nelle azioni frazioni del capitale» [così SPOLIDORO, *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in RESCIGNO - SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, Milano, 2004, 28]. Sulla scorta di queste osservazioni, FIGÀ TALAMANCA (nt. 11), 22 ss., 60 e 95 ss. propone così un'interpretazione sistematica delle regole dettate dal nuovo art. 2346 c.c. tesa a dimostrare la legittimità dell'emissione di nuove azioni al di sotto del loro valore contabile: quest'ultimo, infatti, «diversamente dal valore nominale, [sarebbe] risultato e non già fattore di un'operazione aritmetica: se infatti il valore nominale, fissato a priori, serve a misurare la quota di partecipazione, la parità contabile invece si determina [*a posteriori*] come prodotto della quota di partecipazione - già *calcolata in ragione delle azioni emesse* - per il capitale nominale» (p. 60). Tale argomento non sembra però essere del tutto convincente. Come infatti è stato osservato già da VISENTINI, *Azioni di società*, in *Enciclopedia del diritto - Vol. IV*, Milano, 1959, 967, spec. 671, non vi è alcuna differenza tra i due approcci di cui si è detto: «la somma del valore nominale delle azioni deve corrispondere al capitale sociale o, inversamente, il valore nominale delle azioni è una frazione del capitale sociale» [analogamente, cfr. BIONE, *Le azioni*, in COLOMBO - PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni - Vol. II**, Torino, 1991, 3, spec. 15]. È pertanto «dubbio il valore interpretativo della premessa secondo cui il capitale sociale sarebbe diviso in azioni, ciascuna delle quali sarebbe una frazione del capitale sociale», poiché stabilire che «tra capitale e valore nominale delle azioni esiste una certa relazione aritmetica, per la verità non dice nulla sul significato giuridico di tale relazione» [così SPOLIDORO (nt. 1), 4].

Sui problemi invece che l'art. 2346, quinto comma, c.c. solleva nella sua applicazione pratica - soprattutto se letto in correlazione con quanto previsto dal comma precedente - cfr. NOTARI (nt. 1), 30 ss.; FERRO-LUZZI, *La diversa assegnazione delle azioni*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società - Liber amicorum Gian Franco Campobasso - Vol. I*, Torino, 2006, 583; e SPOLIDORO, *I conferimenti in denaro*, in COLOMBO - PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni - Vol. I***, Torino, 2004, 247, spec. 309.

¹⁵ Ravvisa però l'incompatibilità di tali regole con l'art. 47, par. 1, Direttiva (UE) 2017/1132 SPOLIDORO (nt. 14), 27, ma sul punto v. *infra* nt. 50; *contra* PORTALE, *La*

Alla luce della nuova disciplina introdotta dal legislatore del 2003, la dottrina si è dunque interrogata sulla legittimità dell'emissione di nuove azioni al di sotto della loro parità contabile. Infatti - pur abrogato l'espresso divieto di cui all'art. 2346 c.c., vecchio testo - secondo quanto tutt'ora dispone l'art. 47, par. 1 della Direttiva (UE) 2017/1132 (la c.d. seconda Direttiva sulle società per azioni), «le azioni non possono essere emesse per un importo inferiore al loro valore nominale o, in mancanza di questo, al valore contabile»¹⁶.

A questo riguardo, è utile premettere che anche le azioni senza indicazione del valore nominale di cui discorre il secondo comma dell'art. 2346 c.c. presuppongono pur sempre la conservazione dell'istituto del capitale sociale e la sua divisione in azioni¹⁷. In questo senso, dunque, esse si differenziano marcatamente dalle cc.dd. *no-par share*, affermatesi invece nell'esperienza statunitense a seguito della progressiva abolizione del capitale sociale: queste ultime, infatti, non rappresentano alcuna frazione del capitale nominale, ed essendo per questo motivo radicalmente prive di qualsiasi valore contabile, possono essere emesse al prezzo che risulti di volta in volta più conveniente per la società¹⁸. Ora, è evidente che l'introduzione di tali azioni nell'ordinamento italiano si porrebbe in marcato contrasto con la seconda Direttiva sulle società per azioni, all'interno della quale l'istituto del capitale sociale rappresenta tutt'ora un elemento essenziale¹⁹. Dovendo dunque ricercare altrove il significato da attribuire alle azioni senza indicazione del valore nominale contemplate dal secondo comma dell'art. 2346 c.c., il problema sembra risolversi nella corretta

mancata attuazione dei conferimenti in natura, in COLOMBO - PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni - Vol. I****, Torino, 2004, 577.

¹⁶ Lo rileva, per esempio, ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale - Vol. IV.1*, Padova, 2010, 231, spec. 235.

¹⁷ Così già ASCARELLI (nt. 3), 142 ss., ipotizzando l'eventuale introduzione di azioni senza valore nominale anche nell'ordinamento europeo; FIGÀ TALAMANCA (nt. 11), 25 ss.; PORTALE (nt. 13), 159 ss.; e, da ultimo, SPOLIDORO (nt. 1), 11. Nella dottrina europea, cfr. invece FERRAN - HO, *Principles of Corporate Finance Law*, Oxford, 2014, 85 ss. e DE TARSO DOMINGUES (nt. 3), 127 s.

¹⁸ Per una sintesi, cfr. DE TARSO DOMINGUES (nt. 3), 128 ss. È evidente come questa regola agevoli le operazioni di finanziamento delle società, semplificandone la struttura finanziaria: non sorprende dunque come l'introduzione delle *no-par share* sia per prima avvenuta negli Stati Uniti, dove le esigenze di facilitare il ricorso al mercato dei capitali si manifestano in massimo grado e dove la tutela degli investitori - in una logica di *agency relationship* - è soprattutto affidata a pervasivi vincoli di trasparenza e all'imposizione di numerose regole di comportamento in capo agli amministratori [sul punto, v. *infra* par. 4., spec. nt. 47. In dottrina, sia per ora sufficiente il riferimento a KRAAKMAN (a cura di), *the Anatomy of Corporate Law. A comparative and Functional Approach*, Oxford, 2009].

¹⁹ Il rilievo è comune sia nella dottrina italiana che in quella europea: SPOLIDORO (nt. 1), 11; PORTALE (nt. 13), 159 s.; DIMUNDO, *Commento all'art. 2346 c.c.*, in LO CASCIO (a cura di) *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, 1 ss.; DE TARSO DOMINGUES (nt. 3), 125 ss.; DAVIES - WORTHINGTON (nt. 10), 275; FERRAN - HO (nt. 17), 86; e WYMEERSCH (nt. 3), 6.

interpretazione da assegnare al riferimento al “valore contabile” contenuto nell’art. 47, par. 1, Direttiva (UE) 2017/1132.

In proposito, sono possibili due diverse soluzioni. La prima, prevalente negli ordinamenti europei ed emblematicamente rappresentata dalle *Stückaktie* di diritto tedesco, intende calcolare il “valore contabile” con riferimento a tutte le azioni in circolazione: il valore monetario di ogni singola azione è così ottenuto dividendo il capitale sociale indicato nello statuto per il numero di azioni complessivamente emesse. Al riguardo, è evidente che il valore contabile assume *ipso facto* un ruolo del tutto identico a quello proprio del valore nominale e, infatti, si parla spesso di valore nominale implicito o inespresso²⁰. La seconda soluzione, adottata invece dal legislatore belga, preferisce calcolare il *pair comptable* con riferimento ad ogni singola emissione azionaria (dividendo cioè l’importo di cui è aumentato il capitale nominale con il numero di azioni da emettere): in questo modo, anche in presenza di perdite, è sempre possibile emettere nuove azioni sotto l’originaria parità contabile, purché l’importo di cui è aumentato il capitale nominale sia comunque almeno pari alla somma del valore delle azioni di nuova emissione²¹.

²⁰ Nella dottrina italiana, si pronunciano in questo senso SPOLIDORO (nt. 3), *passim*; SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, 66, rilevando che «la funzione di questa innovazione - in realtà di portata abbastanza limitata - risiede nella soddisfazione delle esigenze di semplificazione dell’attività societaria» (p. 70); DIMUNDO (nt. 19), 4 s.; CALLEGARI, *Le azioni e le regole di circolazione*, in AMBROSINI (a cura di), *La riforma delle società - profili della nuova disciplina*, Torino, 2003, 105, spec. 107. Come poi è già stato riferito (cfr. *sub* nt. 1), questa sembra essere anche l’interpretazione prevalente all’interno dell’Unione europea [pur indirettamente, v. WINTER - GARRIDO GARCIA - HOPT - RICKFORD - G. ROSSI - SCHANS CHRISTENSEN - SIMON, *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, in www.ecgi.org (2002), 23]. Per un’ampia rassegna bibliografica sulle posizioni assunte dalla dottrina tedesca, cfr. SPOLIDORO (nt. 1), 16 s. e PORTALE (nt. 3), 160 s.; mentre con riferimento all’ordinamento francese, v. EHLERS FLAUS, *Les actions sans valeur nominale exprimée en Allemagne et en France*, in *Bulletin Joly* (1999), 743; e P. DIDIER - PH. DIDIER, *Les sociétés commerciales - Droit commercial*, vol. 2, Parigi, 2011, 188 e 540, i quali rilevano che «cette valeur implicite a, alors, pris le nom de “pair comptable”, mais sur le fond rien n’a changé»; e ancora, dinanzi all’introduzione delle *action de quotité*, si domandano: «est-ce à dire que ces actions n’ont plus de valeur nominale? Cette valeur est inexprimée. Mais elle existe. À l’exemple de la deuxième directive, on dira que nos actions sans valeur nominale exprimée ont un pair comptable, autrement dit une valeur nominale inexprimée».

²¹ V. soprattutto gli studi di MASSAGE, *L’adaptation du droit des sociétés anonymes aux deuxième et quatrième directives européennes*, Bruxelles, 1985, 67; e BOUERE, *De l’Euro aux actions sans mention de valeur nominale*, in *JPC*, 1998, 118; ma cfr. anche l’indagine FIGA TALAMANCA (nt. 11), 31 ss. Si noti però, come sottolinea CERRATO, *Commento agli artt. 2439 - 2440*, in BONFANTE - CAGNASSO - MONTALENTI, *Il nuovo diritto societario*, Torino, 2004, 1474, che «l’art. 582 *Code des Sociétés* prevede espressamente che la determinazione del prezzo di emissione sia ancorata anche nell’ipotesi di offerta in opzione al *valore del patrimonio netto*» della società: se quindi può essere considerata legittima - al ricorrere di particolari condizioni previste a pena di nullità - l’emissione di nuove azioni sotto la vecchia parità contabile, ciò non consente comunque alla società di fissare in

Nell'interpretare la portata della disciplina tracciata dal nuovo testo dell'art. 2346 c.c., il Consiglio notarile di Milano ha ritenuto che, «in caso di aumento di capitale sociale a pagamento da parte di una s.p.a. con azioni senza valore nominale, il prezzo di emissione delle azioni deve essere determinato in misura almeno pari alla “parità contabile” delle azioni di nuova emissione (ossia pari all'aumento di capitale diviso il numero delle azioni di nuova emissione), in modo tale che l'ammontare dei nuovi conferimenti sia complessivamente pari o superiore all'ammontare dell'aumento del capitale sociale». È stata così affermata la legittimità dell'emissione «di nuove azioni ad un prezzo inferiore alla “parità contabile” delle azioni esistenti al momento dell'assunzione della deliberazione di aumento»²², accogliendo una soluzione interpretativa simile a quella adottata dall'ordinamento belga²³.

3. *L'interpretazione dell'art. 47, par. 1 della Direttiva (UE) 2017/1132: il dibattito attorno alla legittimità dell'emissione di nuove azioni al di sotto del “valore contabile”.*

Tali conclusioni hanno però suscitato alcune perplessità sulla coerenza della disciplina dettata dall'art. 2346 c.c. - almeno così come interpretata dal Consiglio notarile di Milano - con il già menzionato art. 47, par. 1, Direttiva (UE) 2017/1132²⁴, la cui lettera sembrerebbe inequivocabilmente escludere la possibilità di emettere azioni sotto la parità

assoluta discrezionalità il prezzo di emissione delle nuove azioni [per analoghe osservazioni, cfr. SPOLIDORO (nt. 1), 15 ss. e NOTARI (nt. 2), 25 ss.]. Sembrano infine condividere questa impostazione anche DAVIES - WORTHINGTON (nt. 10), 275, nt. 10, secondo quanto già evidenziato da BANK OF ENGLAND, *Practical Issues Arising From the Euro - Issue n. 8*, in www.bankofengland.co.uk (1998), 65 s.: in proposito, però, vale la pena ricordare che nell'ordinamento inglese tutte le azioni devono necessariamente avere un valore nominale espresso [così la *Section n. 542*, par. 1, del *Companies Act* del 2006, con la precisazione al par. 2 che «*an allotment of a share that does not have a fixed nominal value is void*»]: cfr. GIRVIN - FRISBY - HUDSON, *Charlesworth's Company Law*, Londra, 2010, 179].

²² Così il CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO (nt. 1), in una posizione poi ribadita anche dal CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO, *Ipotesi applicative di azioni senza valore nominale*, in www.notariato.it (2010) e ormai prevalente nella dottrina italiana: v. soprattutto FIGÀ TALAMANCA (nt. 11), 9 ss. e 25 ss.; NOTARI (nt. 1), 25 ss.; BOCCA (nt. 13), 226 s.; e RAGUSA MAGGIORE, *Trattato delle società - Vol. II*, Padova, 2003, 193, secondo cui tale innovazione «corrisponde alla vocazione della società per azioni di estendere la sua latitudine sino a divenire anche una società finanziaria non bancaria».

²³ In realtà, secondo quanto già sottolineato alla nt. 21, la soluzione proposta dal Consiglio notarile di Milano, si discosta da quella invece adottata dal legislatore belga, nella misura in cui consente all'assemblea di fissare discrezionalmente - pur nei limiti dell'abuso del diritto - il prezzo di emissione delle nuove azioni [cfr. CERRATO (nt. 21), 1489].

²⁴ Solleva apertamente il problema SPOLIDORO (nt. 1), *passim*.

contabile²⁵: come infatti è stato osservato, secondo «il senso ordinario delle parole», il valore contabile sembrerebbe essere quello risultante *dalla contabilità*, e cioè il valore del capitale sociale iscritto a bilancio e indicato nello statuto²⁶.

In realtà, la dottrina maggioritaria, seguita anche dalla prassi, tende a negare l'incompatibilità di tale disposizione con il diritto europeo, in virtù soprattutto di un'interpretazione teleologica della relativa disciplina. Questa tesi, in particolare, si basa sulla premessa che l'art. 47, par 1 della Direttiva citata intende tutelare esclusivamente i creditori della società attraverso la "garanzia" offerta dalla disciplina sul capitale sociale, della quale il valore nominale delle azioni costituirebbe un mero accessorio. Pertanto, poiché l'attuale quinto comma dell'art. 2346 c.c. è già sufficiente a tenere ben saldo il principio di integrale copertura del capitale sociale, non è altresì necessario - e anzi non avrebbe alcun senso - imporre che in un aumento di capitale le nuove azioni offerte in opzione abbiano un valore contabile identico a quelle già in circolazione. In quest'ottica, dunque, il valore nominale «pone sì un limite alla determinazione del prezzo di emissione, ma si tratta esclusivamente di un limite a tutela della copertura del capitale»²⁷, al quale è estranea ogni esigenza di protezione dei soci contro la diluizione che essi potrebbero subire a causa di operazioni di ricapitalizzazione "a sconto". Ciò è vero, a maggior ragione, se si considera che l'assegnazione ai vecchi soci del diritto di opzione *ex art. 2441 c.c.* o, in alternativa, l'obbligo per la società di emettere le nuove azioni con un sovrapprezzo determinato sulla base del valore del *patrimonio netto* già costituiscono un adeguato (*rectius*: migliore) presidio agli interessi dei soci²⁸.

²⁵ Rileva infatti SPOLIDORO (nt. 1), 5 che il testo dell'art. 47, par. 1, Direttiva (UE) 2017/1132 è in gran parte identico al vecchio art. 2346 c.c., sulla cui portata applicativa non vi erano dubbi di sorta [cfr. ANGELICI, (nt. 8), 6].

²⁶ Così SPOLIDORO (nt. 1), 15, secondo cui l'unica alternativa compatibile con il tenore letterale della norma è rappresentata dal riferimento al patrimonio netto che però, in considerazione della sua naturale "variabilità", non può essere presa in seria considerazione.

²⁷ Così la già citata Massima 36 del CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO (nt. 1), ove sono riportate le numerose argomentazioni avanzate.

²⁸ Non manca di rilevare questa circostanza anche il CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO (nt. 1), ma già ASCARELLI (nt. 3), 141 sottolineava come, in tali situazioni, «la tutela dell'azionista non può trovarsi che in una severa disciplina del suo diritto di opzione nell'aumento di capitale». Similmente, FIGÀ TALAMANCA (nt. 11), 130 ss., dopo aver sottolineato che «il divieto di emissione sotto la pari costituisce uno strumento non solo approssimativo, ma tendenzialmente incongruo», conclude che «il problema dell'equilibrio tra vecchi azionisti e nuovi sottoscrittori deve essere affrontato con strumenti diversi, senza attribuire un peso determinante all'indicazione indirettamente e occasionalmente offerta» da tale divieto. Per ulteriori spunti, il riferimento è all'autorevole studio di NOTARI (nt. 1), 25 ss., il quale, pur facendo proprio tale argomento, rileva come «un sistema così consegnato rischierebbe di rendere più pericolosa la posizione delle minoranze, soprattutto in mancanza di un mercato efficiente dei diritti di opzione».

A questo riguardo - così prosegue il ragionamento - è facile osservare che il quinto comma dell'art. 2346 c.c., per cui il prezzo di emissione delle nuove azioni deve essere sempre pari o superiore al *loro* valore nominale inespresso (intendendosi come tale il risultato della divisione del capitale sociale *di nuova formazione* per il numero delle azioni di *nuova emissione*), è già sufficiente ad assicurare l'integrale copertura del capitale sociale²⁹. Venuta dunque meno la necessità di presidiare adeguatamente l'interesse dei terzi e della società stessa ad una corretta formazione delle poste del patrimonio netto, è allora ragionevole ritenere che l'art. 47, par. 1, Direttiva (UE) 2017/1132 non imponga necessariamente che anche le azioni di nuova emissione abbiano un valore contabile identico a quelle già emesse: tale ulteriore previsione, infatti, non aggiungerebbe nulla alla tutela di cui già beneficiano i creditori³⁰.

Al contrario, sono invece evidenti gli effetti positivi che questa innovazione potrebbe portare con sé: oltre infatti ad agevolare l'esecuzione delle principali operazioni straordinarie sul capitale e sulle azioni³¹, essa

²⁹ Rileva NOTARI (nt. 1), 30 ss., che «l'equazione tra il prezzo di emissione delle azioni e il loro valore nominale è infatti il *mezzo* attraverso il quale viene perseguito il *vero fine* della norma comunitaria, ovvero sia la circostanza per cui a fronte della creazione *ex novo* di capitale sociale vi siano conferimenti di almeno pari ammontare».

³⁰ Sul punto, cfr. FIGÀ TALAMANCA (nt. 1), 135 ss., ove l'osservazione per cui l'art. 47 predisporrebbe infatti una «disciplina dei conferimenti [...] e non già dell'emissione azionaria».

³¹ L'introduzione delle azioni senza indicazione del valore nominale semplificherebbe l'esecuzione di numerose operazioni sul capitale sociale e sulle azioni: così, infatti, sarebbe per l'aumento gratuito del capitale nominale e per la sua riduzione (sia volontaria che per perdite), nonché per le operazioni di raggruppamento, frazionamento e annullamento delle azioni [per un'ampia indagine in proposito, cfr. FIGÀ TALAMANCA (nt. 11), 96 ss.]. Soprattutto, però, le azioni senza valore nominale potrebbero offrire una soluzione anche al problema (cui si è già accennato *sub* nt. 11) rappresentato dall'esclusione del socio in caso di azzeramento del capitale sociale *ex* art. 2447 c.c. In tale ipotesi, l'annullamento delle azioni e la riduzione del capitale - operazioni attraverso le quali si è tradizionalmente assolto al precetto di cui alla norma appena citata - costituiscono due delibere distinte e autonome: infatti, «in caso di riduzione del capitale sociale, l'operazione [potrebbe] avvenire senza alcuna modifica delle azioni e del loro numero» [cfr. NOTARI (nt. 1), 23] e l'eventuale annullamento delle azioni dovrebbe così essere considerato alla stregua di «una distinta operazione» del tutto «indipendente dalla riduzione del capitale» [cfr. FIGÀ TALAMANCA (nt. 11), 101]. In altri termini, cioè, la delibera di annullamento delle azioni dovrebbe trovare un'autonoma causa di giustificazione, a nulla valendo il richiamo all'art. 2447 c.c.: «neppure nel caso limite in cui il valore nominale delle azioni debba essere azzerato per la perdita dell'intero patrimonio netto si [potrebbe] fondatamente contestare che le azioni mantengono integralmente il loro significato, sia con quanto all'esercizio dei «diritti amministrativi» sia sotto il profilo patrimoniale» [così, ancora una volta, FIGÀ TALAMANCA (nt. 11), 101]. Il socio, dunque, che non potesse sottoscrivere la ricostituzione del capitale sociale, non verrebbe escluso dalla società, pur subendo la diluzione conseguente alla mancata sottoscrizione dell'aumento. Per il vero, a parere di chi scrive, anche le azioni riportanti l'indicazione del valore nominale possono continuare ad avere una specifica rilevanza, persino in caso di momentaneo azzeramento del capitale sociale e pertanto, anche in questa ipotesi, potrebbero valere le conclusioni pocanzi accennate.

consentirebbe di raccogliere sul mercato nuovo capitale di rischio anche a quelle società «che, pur non essendo costrette a ripianare perdite contabilmente evidenziatesi, si trovano in situazioni poco felici o con prospettive future poco rosee»³². Da qui, l'opportunità di un'interpretazione "adeguatrice" del precetto europeo, capace cioè di prendere in considerazione - in termini di efficienza - gli effetti del divieto in questione sul sistema.

In conclusione, una volta garantito l'interesse dei creditori all'esistenza effettiva del capitale sociale, è opportuno che soci e amministratori possano godere della più ampia discrezionalità nella determinazione del prezzo di emissione delle azioni. Tale discrezionalità che sembrerebbe così avere quale unico limite (*negativo*) quello dell'abuso del diritto o, comunque, della necessità che la delibera trovi una propria giustificazione all'interno dell'organizzazione sociale (potendo infatti comportare, per le ragioni discusse nel primo capitolo, un pregiudizio per i soci che non intendano sottoscrivere l'aumento di capitale senza riuscire a vendere i diritti di opzione loro assegnati)³³. Delle funzioni svolte dal valore nominale, dunque, rimarrebbe solo quella organizzativa, nel senso che tale valore costituirebbe un mero strumento per il calcolo dei diritti di soci: strumento cui il legislatore fa spesso - ma non sempre³⁴ - riferimento, subordinando l'esercizio di un dato potere alla titolarità di tante azioni che rappresentano almeno una certa quota del capitale sociale³⁵.

³² Così, la Massima n. 36 del CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO (nt. 1), ma il rilievo è piuttosto comune in dottrina: cfr. infatti gli autori citati *sub* ntt. 10 e 12.

³³ Così, NOTARI (nt. 1), 25 ss., sulla scorta dell'opinione espressa dal CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO (nt. 1). Ponendosi in prospettiva particolarmente interessante, ANGELICI, *La società per azioni - Principi e problemi*, Milano, 2012, 122 ss. sottolinea come la necessità di "giustificazione" della delibera di aumento di capitale «si ponga diversamente per le società con azioni negoziate nel mercato finanziario e quelle che abbiamo chiamato "personalistiche". Per le prime infatti il tema si pone in quanto in concreto si ritenga che l'"efficienza" del mercato non sia in grado già di per sé di fornire alla minoranza sufficienti possibilità di (auto)tutela; mentre per le seconde la questione coinvolge in definitiva il pericolo della creazione artificiale di squilibri nei rapporti tra i soci» (p. 124, nt. 86).

³⁴ Si pensi, per esempio, all'obbligo di versare il venticinque per cento dei conferimenti in denaro, nonché dell'eventuale sovrapprezzo, al momento della sottoscrizione delle nuove azioni previsto dall'art. 2342, secondo comma, c.c., in sede di costituzione della società e dall'art. 2439, primo comma, c.c., in sede di aumento del capitale sociale (su queste norme, cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima 76 - Versamento dei venticinque centesimi dei conferimenti in sede di costituzione e di aumento di capitale*, in www.consiglionotarilemilano.it); e, soprattutto, si ponga mente all'ultima parte dell'art. 2441, quarto comma, c.c., secondo cui «nelle società con azioni quotate in mercati regolamentati lo statuto può altresì escludere il diritto di opzione nei limiti del dieci per cento del capitale sociale preesistente, a condizione che il prezzo di emissione corrisponda al valore di mercato delle azioni» (sul punto, sia consentito il rinvio allo studio di ABU AWWAD, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013).

³⁵ Il punto è sottolineato soprattutto da FIGÀ TALAMANCA (nt. 1), 3 ss., ma cfr. anche le posizioni espresse dalla dottrina citata *infra* nt. 39.

4. *I rapporti tra la disciplina sul prezzo di emissione delle azioni e il principio di integrale copertura del capitale sociale.*

La tesi sostenuta dalla dottrina maggioritaria e sopra brevemente esposta si regge tutta sulla considerazione - più volte ribadita - secondo cui la Direttiva (UE) 2017/1132 è esclusivamente volta a tutelare i terzi e i creditori: onde l'opportunità di interpretare la portata della disciplina ivi contenuta proprio alla luce degli interessi dalla stessa protetti.

In realtà, è lecito dubitare della solidità di tale argomento nella misura in cui già negli stessi "considerando" alla seconda Direttiva sulle società per azioni viene espressamente dichiarata l'intenzione del legislatore europeo di voler «tutelare gli interessi *dei soci* e dei terzi» qualora siano deliberate «modificazioni del capitale sociale»³⁶. Più nel dettaglio, nei menzionati "considerando" si legge 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»³⁷; e anzi è messo in evidenza come sia «necessario che, in materia di aumento e di riduzione del capitale, gli Stati membri, nelle loro legislazioni, tutelino l'osservanza e armonizzino l'applicazione dei principi atti a salvaguardare la *parità di trattamento degli azionisti*»³⁸.

L'equivoco sulla funzione svolta dal valore nominale delle azioni ha, in realtà, origini ben più antiche rispetto alla menzionata interpretazione della seconda Direttiva sulle società per azioni. Infatti, nonostante il vecchio testo dell'art. 2346 c.c. dettasse inequivocabilmente una disciplina sul *prezzo di emissione* delle azioni (e non già una disciplina sul *valore dei conferimenti*, come fa invece l'attuale quinto comma dell'art. 2346 c.c.), esso era interpretato per lo più come un corollario delle regole sul capitale sociale nominale, del quale assicurava l'integrale e automatica copertura³⁹:

³⁶ Il riferimento è al "considerando" n. 1 (corsivo aggiunto), il quale rileva che tale esigenza risaliva già alla seconda Direttiva 77/91/CEE.

³⁷ Così, invece, il "considerando" n. 3 (corsivo aggiunto).

³⁸ Queste le parole del "considerando" n. 11 (corsivo aggiunto).

³⁹ Comune infatti è l'affermazione per cui, «sotto il profilo patrimoniale, il valore nominale delle azioni è un elemento di rafforzamento della formazione del capitale sociale» [così VISENTINI (nt. 14), 670 ss.; ma cfr. anche ASCARELLI (nt. 3), 133 s.], avendo il divieto di emissione di nuove azioni sotto la pari, «il significato sistematico di "saldare" le funzioni di indicatore dell'ammontare (minimo) dell'investimento e organizzativa del capitale» [così SPADA, *Dalla nozione al tipo di società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, 95, spec. 112, nt. 33, rilevando però la sostanziale inutilità del valore nominale nella sua funzione organizzativa: «una metafora» della quale sarebbe ben «possibile fare a meno», nelle efficaci parole di SCIUTO - SPADA, *Il tipo della società per azioni*, in COLOMBO - PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni - Vol. 1**, Torino, 2004, 4, spec. 29 ss.]. Secondo questa impostazione, il legislatore non si sarebbe limitato ad assicurare l'integrità del capitale sociale, disciplinando in via diretta i conferimenti dei soci - come pur sarebbe stato possibile - ma avrebbe *altresì* «voluto collegare la creazione di ogni singola

«sicché le riflessioni sul valore nominale delle azioni [avevano] finito per stemperarsi nella discussione sul residuo significato del capitale nominale nell'ordinamento della società per azioni»⁴⁰.

D'altro canto, è sufficiente considerare il contesto economico, culturale e giuridico nel quale il menzionato divieto si inseriva (e con il quale la disciplina sul prezzo di emissione delle azioni deve tutt'ora confrontarsi) per dare ragione delle conclusioni cui all'epoca era giunta la dottrina. In questa prospettiva, la caratterizzazione dell'ordinamento italiano come un sistema produttivo fondato sul finanziamento bancario⁴¹ e la notevole concentrazione della proprietà azionaria persino nelle società quotate⁴² inducono gli interpreti ad “adattare” le regole di diritto societario e

partecipazione alla formazione di una consistenza patrimoniale minima non inferiore al valore nominale delle partecipazioni medesima» (VISENTINI, *op. cit.*, 671). Tale impostazione, è opportuno sottolinearlo, risente dell'elaborazione dottrinale precedente il codice civile del 1942: nel vigore del codice di commercio, infatti, «il principio della fissità del capitale sociale» era unicamente garantito dal divieto emettere azioni «per somma minore del loro valore nominale» [così ELENA (nt. 7), 567 s.] e tale circostanza finiva per far identificare le esigenze di integrale copertura del capitale con la funzione allora attribuita al valore nominale.

⁴⁰ Queste le parole di FIGÀ-TALAMANCA, (nt. 1), 4.

⁴¹ Il dato è del resto noto: per una dettagliata analisi dei motivi che stanno alla base dello sviluppo di tale sistema e delle sue implicazioni economiche e sociali v. RAJAN - ZINGALES, *Banks And Markets: The Changing Character Of European Finance*, in www.nber.org (2003) e MACEY - MILLER, *Corporate Governance and Commercial Banking. A Comparative Examination of Germany Japan and the United States*, in *Stan. L. Rev.* (1995), 73.

⁴² Comune, infatti, è l'affermazione per cui la presenza di un sistema di regole che tuteli efficacemente gli azionisti di minoranza sia allo stesso tempo causa ed effetto della dispersione della proprietà azionaria: così, LA PORTA - DE SILIANES - SHLEIFER - VISHNY, *Investor Protection and Corporate Governance*, in *Journ. Fin. Economy* (2000), 3 [ma *contra*, BRAENDLE, *Shareholder Protection in the USA and Germany - "Law and Finance" Revisited*, in *German Law Journ.* (2006), 257]; KRAAKMAN (nt. 18), 29 ss., 82 ss. e 105 ss.; e, con specifico riferimento ai sistemi di *corporate governance* europei, CAPRIO, *Le strutture proprietarie delle società quotate, l'efficienza della gestione societaria e il diritto*, in *Riv. soc.*, 1998, 555; nonché BELCREDI - FERRARINI, *The European Corporate Governance Framework: Issues and Perspectives*, in www.ecgi.org (2013), i quali riscontrano una progressiva evoluzione della “qualità” della protezione accordata dagli ordinamenti europei ai soci di minoranza. In senso critico, preferendo collegare il grado di dispersione dell'azionariato alla differente allocazione dei poteri decisionali all'interno della società, COOLS, *The Real Difference in Corporate Law between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers*, in *Del. Journ. of Corporate Law* (2005), 697. In una diversa prospettiva, autori come ROE, *Strong Manager Weak Owners. The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton, 1994 [più di recente, ID, *Political Determinants of Corporate Governance*, in www.law.harvard.edu (2003), *passim*] e GOUREVITCH - SHINN, *Political Power and Corporate Control*, Princeton, 2005 hanno evidenziato il ruolo giocato da elementi più propriamente “politici” e dai conseguenti fenomeni di *path dependence*, individuando nelle pressioni esercitate dai vari gruppi d'interesse uno degli elementi più significativi al riguardo. Per una panoramica generale della questione, con specifico riferimento all'ordinamento italiano, v. invece BIANCHI -

dell'impresa alla tutela di quegli stessi interessi che in quel *milieu* sono percepiti come prevalenti. Così, il tradizionale rilievo comparatistico che suole contrapporre gli ordinamenti di diritto continentale - maggiormente attenti ad offrire un'adeguata tutela alle ragioni dei creditori - con gli ordinamenti di *common law* - costruiti attorno al primato dello *shareholder value*⁴³ -, oltre ad avere un'indubbia funzione descrittiva, ha finito inevitabilmente per costituire una "categoria *a priori*" attraverso la quale osservare la realtà empirica e giuridica⁴⁴. Così, per esempio, non sorprende che all'istituto del capitale sociale sia stata tradizionalmente attribuita - in via diretta o mediata - anche una funzione di tutela del ceto creditorio⁴⁵ e

BIANCO - GIACOMELLI - PACCES - TRENTO, *Proprietà e controllo nelle imprese in Italia*, Bologna, 2005.

⁴³ Naturale, in proposito, è il riferimento a KRAAKMAN (nt. 18), 29 ss. e, nella dottrina italiana, cfr. ENRIQUES, *Diritto societario statunitense e diritto societario italiano: in weiter Ferne, so nah*, in *Giur. comm.*, 2007, 274.

⁴⁴ Per alcuni spunti in tal senso, ASCARELLI (nt. 3), *passim*.

⁴⁵ Senza alcuna pretesa di analizzare le molteplici funzioni che negli anni sono state assegnate al capitale sociale e alla sua disciplina, è sufficiente osservare come - direttamente o indirettamente - a tale istituto sia stato sempre attribuito (anche) il compito di tutelare gli interessi del ceto creditorio. Così, alcuni autori (di recente, v. soprattutto STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012, 605 e MIOLA, *La tutela dei creditori ed il capitale sociale: realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2012, 248), hanno ritenuto di poter ricostruire la *disciplina* dettata dagli artt. 2446 e 2447 c.c. attorno all'interesse dei creditori: disciplina alla quale farebbero da *pendant* gli obblighi degli amministratori di curare che la società sia sempre dotata di una struttura finanziaria equilibrata, superando così le critiche alla supposta inadeguatezza del capitale sociale nel segnalare e prevenire le crisi d'impresa. Un'altra corrente dottrinale - prendendo le mosse dalla considerazione per cui il rischio di credito dipende soprattutto dalla capacità della società debitrice di generare utili - ha invece preferito sottolineare la strumentalità del capitale sociale rispetto al raggiungimento dell'economicità dell'impresa, per la quale sono indispensabili mezzi propri stabilmente impiegati in misura adeguata all'attività esercitata (il riferimento è, naturalmente, alle tesi di PORTALE, sulle quale v. *infra* nt. 79) Altri autori, infine, sottolineando la prospettiva "di mercato" nella quale si inserisce l'istituto del capitale nominale, hanno preferito riconoscergli una funzione essenzialmente informativa [in proposito, v. soprattutto SPOLIDORO, *Capitale sociale (voce)*, in *Enciclopedia del diritto - Aggiornamento - Vol. IV*, Milano, 2000, 235 e, più di recente, ID, *La parziale liberalizzazione della disciplina del capitale*, in CARCANO - MOSCA - VENTORUZZO (a cura di), *Regole del mercato e mercato delle regole*, Milano, 2016; nonché MAUGERI, *Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnaletica del capitale sociale nel diritto europeo armonizzato*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, 1], assegnandogli solo in via mediata una funzione di tutela del ceto creditorio. Al riguardo, non è poi superfluo rilevare che la ricostruzione delle funzioni del capitale sociale può forse esse ricondotta anch'essa a quella "precomprensione" di cui si è detto nel testo: assunta infatti *a priori* la funzione del capitale sociale come presidio alle ragioni dei creditori e come contrappeso rispetto alla limitazione della responsabilità (per alcuni spunti sull'evoluzione del tema, anche con riferimento al connesso principio *keine Heffschaft ohne Haftung*, cfr. DENOZZA, *Responsabilità dei soci e rischio d'impresa nelle società personali*, Milano, 1973, spec. 213 ss.), la sua disciplina è stata necessariamente interpretata di conseguenza.

che tale istituto, nonostante le numerose critiche ricevute⁴⁶, continui a costituire un elemento essenziale all'interno degli ordinamenti europei, mentre nell'esperienza statunitense è stato sostituito da un'articolata trama di obblighi di condotta (i cc.dd. *fiduciary duty*) in capo agli amministratori e a vantaggio di azionisti e creditori⁴⁷.

⁴⁶ Critiche queste che hanno portato ENRIQUES, *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in *Giur. comm.*, 2005, 607 a definire il capitale sociale un «istituto sotto assedio» [questo l'epilogo del noto dibattito dottrinale originatosi da un precedente lavoro di ENRIQUES - MACEY, *Creditors Versus Capital formation: the Case Against the European Legal Capital Rules*, in *Cornell L. Rev.*, 2001, 1165, cui aveva fatto seguito la replica di DENOZZA, *A che serve il capitale? (Piccole glosse a L. Enriques - J. R. Macey)*, in *Giur. comm.*, 2002, 585]. Ampiamente conosciute sono infatti le critiche mosse all'istituto del capitale sociale: inadeguato nel perseguire gli interessi dell'impresa (sia come strumento per prevenire l'approssimarsi della crisi, sia come mezzo per assicurare una struttura finanziaria equilibrata: in proposito, cfr. *sub* nt. 45 e *infra* par. 7), esso comporterebbe un eccessivo irrigidimento della struttura finanziaria della società, rendendo inefficiente il processo di distribuzione degli utili e scoraggiando così il ricorso delle imprese al mercato dei capitali [per queste osservazioni - oltre ai riferimenti bibliografici citati nello studio di ENRIQUES e MACEY, *op. cit.* - cfr. MANNING - HANKS, *Legal Capital*, New York, 1990 e KÜBLER, *The Rules of Capital Under Pressure of the Securities Markets*, in HOPT - WYMEERSCH (a cura di), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, 2003, 95. Sotto questo profilo, è poi necessario aggiungere che la funzione del capitale sociale è stata ulteriormente messa in discussione dal recepimento dei principi contabili IAS/IFRS, che hanno trasformato questo istituto da una *rule* a uno *standard*: cfr. STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori*, Torino, 2009, 81 ss. e 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 internazionali*, in BALZARINI - CARCANO - VENTORUZZO (a cura di), *La società per azioni oggi*, Milano 2007]. Al riguardo, però, uno studio commissionato a KPMG, *Feasibility study on an alternative to the 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*, in www.ec.europa.eu (2008) - al quale si rinvia per una sintetica illustrazione delle proposte di riforma avanzate dai diversi gruppi di studio convocati in ambito europeo - ha rilevato come i costi di *compliance* imposti dal rispetto delle norme sul capitale sociale, in realtà, non risultino significativamente superiori a quelli che deriverebbero dall'adozione di regimi alternativi di tutela dei creditori, sicché una transizione dal primo ai secondi non sembrerebbe essere giustificata sotto il profilo della sola efficienza.

⁴⁷ Piuttosto eloquentemente, ENRIQUES - MACEY (nt. 46), 1713 rilevano come «*Europe and the United States have each wagered their prosperity on the soundness of their legal capital rules. A deep fissure exists between European and American theories concerning treatment of fixed claimants and equity claimants. In Europe, fixed claimants play an integral role in corporate governance, and European legal capital rules exist to protect fixed claimants from opportunistic behavior by residual claimants. The fundamental purpose of corporate law in Europe is to protect creditors. Law, not contract, protects creditors in Europe. In the United States, the reverse is true. Fixed claimants participate in corporate governance at their peril, and society has designed legal capital rules to provide maximum flexibility to shareholders. The fundamental purpose of corporate law in the United States is to provide maximum flexibility for private ordering within a structure that seeks to maximize value for shareholders. In the United States, creditors who wish to protect themselves from shareholders behaving opportunistically must do so by contract*».

Spiegata dunque in questi termini la “precomprensione” nella quale sembra essere incappata la dottrina che si è dedicata allo studio del tema (*id est*: il naturale collegamento tra tutela dei creditori e disciplina sul capitale sociale e sul valore nominale delle azioni) e successivamente venuto meno l’espreso divieto di cui all’art. 2346, vecchio testo, c.c., è sembrato immediato ritenere senz’altro legittima l’emissione di nuove azioni al di sotto della parità contabile.

Tuttavia, è opportuno sottolineare che la funzione di un istituto non può esistere *a priori*, ma solo come conseguenza del concreto atteggiarsi della sua disciplina. Quest’ultima (prima, l’art. 2346 c.c., vecchio testo; ora l’art. 47, par. 1 della seconda Direttiva sulle società per azioni) sancisce il divieto di emettere azioni al di sotto del loro valore contabile e nulla di più: può dunque sembrare arbitrario ritenere che la Direttiva (UE) 2017/1132 si preoccupi soltanto di tutelare terzi e creditori, e da ciò inferire che la norma europea consenta l’emissione di azioni sotto la parità contabile purché sia contestualmente garantita l’integrale copertura del capitale sociale. L’obiettivo di tutelare i creditori, un tempo assegnato alla disciplina sul valore nominale delle azioni (e in generale al capitale sociale), dovrebbe cioè essere il risultato cui approda l’interpretazione della seconda Direttiva sulle società per azioni, non l’argomento con il quale sostenere un’applicazione restrittiva dell’art. 47, par. 1 di tale Direttiva⁴⁸.

Per di più, se il principio di integrale copertura del capitale sociale è certamente *una* tra le *conseguenze* che discendono dal divieto di emettere azioni al di sotto del loro valore nominale o contabile, esso ne costituisce un semplice *posterius* logico: tale principio, infatti, è sancito indipendentemente dalla previsione di cui all’art. 2346 c.c. (sia vecchio che nuovo testo). Da un lato, l’art. 2328, secondo comma, n. 4, c.c. impone di segnalare nell’atto costitutivo «l’ammontare del capitale sottoscritto e di quello versato», indipendentemente dall’indicazione del numero e dell’eventuale valore nominale delle azioni (che costituisce appunto l’oggetto di un ulteriore precetto: l’art. 2328, secondo comma, n. 5, c.c.). Per altro verso, l’art. 2329, n. 1, c.c. eleva al rango di condizione per la costituzione di una società per azioni il fatto che «sia stato sottoscritto per intero il capitale sociale», assicurando con ciò *in via diretta* il principio di integrale copertura del capitale sociale⁴⁹. Alla luce di tali considerazioni,

⁴⁸ Per una simile conclusione, con riferimento all’istituto del capitale sociale, cfr. SPOLIDORO (nt. 45), 220 e PORTALE (nt. 79), 47.

⁴⁹ Il punto è pacifico in dottrina: *ex multis*, cfr. VIGGIANI, *Commento all’art. 2329 c.c.*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Milano, 2016, 212, spec. 215; LAURINI, *Commento agli artt. 2329 e 2330*, in MARCHETTI, BIANCHI, GHEZZI e NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, 151; PAVONE LA ROSA - NIGRO, *Il procedimento di costituzione della società per azioni*, in COLOMBO - PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni - Vol. 1**, Torino, 2004, 321, spec. 329; e - anche sulla scorta delle osservazioni di GAMBARDELLA, *Formazione e variazione del capitale nelle società anonime*, Milano, 1910, 28 ss. - SPOLIDORO (nt. 14), 286 ss., il quale

dunque, non può che essere arbitrario ricondurre senz'altro la disciplina sul prezzo di emissione delle azioni al principio di integrale copertura del capitale sociale e procedere da tale assunto alla sua interpretazione.

5. *Una petizione di principio: le “funzioni” del valore nominale e l'interpretazione del divieto di emissione sotto la parità contabile.*

Preso dunque atto che l'integrale copertura del capitale sociale costituisce un principio autonomo rispetto al divieto di emissione delle azioni sotto il loro valore contabile e che anche la tutela dei soci, al pari di quella dei creditori, rientra tra gli obiettivi della seconda Direttiva sulle società per azioni, è ora possibile dedicarsi all'interpretazione del precetto di cui all'art. 47, par. 1 della citata Direttiva proprio alla luce di tali interessi.

Concentrando per ora l'attenzione sul piano degli *effetti* che discendono dall'applicazione della norma in esame, è facile osservare che il divieto di emissione delle nuove azioni al di sotto del valore nominale ha anzitutto la funzione di collegare *ciascuna azione* ad un ammontare minimo di conferimenti, pari appunto al valore nominale indicato nello statuto⁵⁰. È

sottolinea altresì come «il riferimento alla “sottoscrizione” (e non alla semplice “copertura”) del capitale avverte che i mezzi attraverso i quali il capitale sociale viene realmente formato devono provenire dalla sottoscrizione delle azioni», non essendo questo principio incrinato dalla possibilità di prevedere una diversa assegnazione delle azioni.

⁵⁰ Secondo autorevole dottrina, la circostanza per cui «il prezzo di emissione di ciascuna azione debba essere “coperto” da chi la sottoscrive non [significherebbe] che il prezzo di emissione di ciascuna azione debba essere almeno pari al valore nominale delle azioni sottoscritte», stante il già richiamato principio di cui al quarto comma dell'art. 2346 c.c. [così, SPOLIDORO (nt. 14), 287; ma cfr. anche NOTARI (nt. 1), 35, secondo cui la «novità delle norme» sta proprio nel fatto che diventa «lecita anche la fissazione di *prezzi inferiori al valore nominale*»], sollevando tale risultato un problema di compatibilità di questa disposizione con il menzionato divieto di cui all'art. 47, par. 1, Direttiva (UE) 2017/1132 (cfr. nt. 15). A parere di chi scrive, questa conclusione non discende necessariamente dall'art. 2346 c.c. Non tanto perché la norma *europea* debba essere riferita al complesso delle azioni emesse dalla società [così, PORTALE, (nt. 15), 577 e MIOLA, *I conferimenti in natura*, in COLOMBO - PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni - Vol. I****, Torino, 2004, 275]; quanto, piuttosto, perché il quarto comma dell'art. 2346 c.c. incide esclusivamente sulla disciplina dell'*assegnazione* delle azioni e non su quella della sottoscrizione del capitale da parte dei soci e della conseguente prestazione dei conferimenti [così, VALZER, *Commento ai commi 4 e 5 dell'art. 2346*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Milano, 2016, 772, spec. 475; RESCIO, *Distribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti effettuati dai soci*, in BENAZZO - PATRIARCA - PRESTI (a cura di), *Il nuovo diritto societario tra società aperte e società private*, Milano, 2003, 107 ss., evidenziando come tale carattere intervenga soprattutto nei rapporti tra i soci; e LO IACONO - MARCOZ, *Assegnazione non proporzionale e sottoscrizione di azioni di s.p.a.*, in *Riv. not.*, 2008, 307, spec. 323. Pur con riferimento alla precedente disciplina, cfr. poi la soluzione interpretativa proposta da RACUGNO (nt. 10), *passim* e v. anche PORTALE (nt. 3), 152 s. secondo cui tale innovazione codifica «il riconoscimento dell'esistenza nelle società di capitali di una relazione necessaria conferimenti - capitale sociale». In una diversa prospettiva - sottolineando cioè

in questo senso che l'azione costituisce una frazione del capitale sociale, e poiché essa rappresenta l'unità di partecipazione alla società⁵¹, il valore nominale indica dunque l'entità patrimoniale minima di tale partecipazione, la quale è certamente partecipazione all'*attività sociale* (e, dunque, al capitale)⁵², ma anche al *patrimonio*⁵³ della società⁵⁴.

l'incolmabile spazio tra soci e società, mediato appunto dall'istituto delle "azioni" - ANGELICI (nt. 33), 29 conclude nel senso che, «definita la cifra in cui consiste il capitale sociale, si procede in via preventiva alla determinazione di sue frazioni ideali, le "azioni"; le quali, in un momento logicamente successivo, sono *assegnate* ai soci» ed è proprio «dal numero delle azioni attribuite a ciascuno, dipende in conseguenza il *quantum* dei loro diritti» [similmente, FERRO-LUZZI (nt. 14), 585]. In senso contrario, però, NOTARI (nt. 1), 30 ss. rileva che tale ultima prospettiva - accentuando la funzione organizzativa del quarto comma dell'art. 2346 c.c. - «non riflette adeguatamente la posizione dei *singoli* soci» nei confronti della società e preferisce pertanto ricondurre la norma da ultimo citata alla fase di emissione delle nuove azioni e alla loro sottoscrizione. Secondo l'interpretazione qui accolta, in conclusione, il quarto comma dell'art. 2346 c.c. opera invece sul piano dell'assegnazione e non su quello dell'emissione delle azioni, e pertanto non consente l'emissione di nuove azioni al di sotto del loro valore nominale (salva comunque la necessità di interrogarsi sull'esistenza di eventuali limiti all'operare di tale disciplina, soprattutto in merito alla possibilità di assegnare azioni anche a chi non ha conferito alcun apporto: per l'ammissibilità di tale pratica, cfr. RESCIO, *op. cit.*, 111). Ciò detto, non si deve però cadere nell'equivoco di considerare la possibilità di un'assegnazione non proporzionale delle azioni come un affare privato dei soci (collocato cioè su un piano meramente parasociale), assumendo invece un'espressa rilevanza organizzativa [il rilievo è comune in dottrina, per tutti: PORTALE, (nt. 15), 577; NOTARI (nt. 1), 30 ss.; e SPOLIDORO, *Conferimenti in natura nelle società di capitali*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società - Vol. I*, Torino, 2006, 489, spec. nt. 7].

⁵¹ Lo precisa inequivocabilmente il primo comma dell'art. 2346 c.c. e il punto è pacifico nella dottrina, che pure trae dalle medesime premesse conseguenze spesso distanti tra loro: in proposito, tra i contributi più significativi, cfr. SCIUTO - SPADA (nt. 39), 29 ss., ABRIANI (nt. 16) 231, e ANGELICI (nt. 8), 19 ss., che definisce appunto (il valore nominale dell')azione come «il minimo statutario di partecipazione», ovvero - secondo quanto precisato da BIONE (nt. 14), 16 - «l'entità minima [...] della partecipazione al capitale sociale e dell'esposizione al rischio d'impresa».

⁵² In questo risiede la c.d. funzione organizzativa del valore nominale delle azioni (ancora una volta, v. riferimenti bibliografici di cui alla nota precedente), nella misura in cui i diritti partecipativi sono "mediati" dal capitale sociale: così soprattutto, ANGELICI (nt. 33), 32 ss., rilevando come da ciò discendano i caratteri di indivisibilità e uguaglianza delle azioni [sui quali, cfr. sempre ANGELICI (nt. 8), 19 ss.].

⁵³ A tale elemento "patrimoniale", poi, alcuni autori associano anche un profilo più strettamente finanziario, relativo cioè ai flussi e alla redditività dell'investimento azionario (in proposito, cfr. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività d'impresa*, Milano, 2008, spec. 172 ss.): da qui, il dibattito intorno alla legittimità di clausole statutarie che escludano la distribuzione degli utili [sul punto, v. COLOMBO, *Bilancio di esercizio e consolidato*, in COLOMBO - PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni - Vol. 8**, Torino, 1994, spec. 507 s.] e alla necessità di tener conto dell'interesse dei soci agli utili nella composizione dell'interesse sociale all'interno dell'assemblea [per tutti, v. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto d'interessi del socio nelle società per azioni*, in COLOMBO - PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni - Vol. 3***, Torino, 1993, 3]. Il tema, peraltro, perde gran parte della sua rilevanza allorché si discuta di società quotate, ove la presenza di un mercato sufficientemente liquido risolve la possibile antitesi tra l'interesse

In questa prospettiva allora, la “funzione organizzativa” svolta dal valore nominale - la quale concepisce le azioni come “unità di misura” della partecipazione alla società - costituisce solo *un* aspetto della disciplina sul prezzo di emissione delle azioni⁵⁵. In questo senso, il *quantum* dei diritti che ciascun socio può esercitare in assemblea si pone sempre in termini *relativi* e mai assoluti: ne consegue pertanto che - fissato a monte il principio per cui «le azioni devono essere di uguale valore e conferiscono ai loro possessori uguali diritti»⁵⁶ - è indifferente calcolare l’incidenza di tali diritti (i) come il rapporto tra il numero di azioni di cui il socio dispone e il numero di azioni complessivamente emesse dalla società; oppure, passando attraverso il capitale sociale, (ii) come il rapporto tra il valore nominale di tutte le azioni di cui il socio è titolare e l’ammontare del capitale nominale⁵⁷. In questa prospettiva, dunque, il valore nominale delle azioni costituisce solo una modalità tecnica - e nemmeno la più agevole - per il calcolo dei diritti dei soci all’interno dell’assemblea e nei confronti della società⁵⁸.

agli utili dei soci di minoranza e l’interesse all’autofinanziamento dell’impresa societaria. In questa prospettiva, anzi, la decisione della società di distribuire gli utili conseguiti - soprattutto in quegli ordinamenti nei quali è deliberata dall’organo gestorio - può addirittura avere un effetto negativo, segnalando al mercato l’assenza di nuove opportunità di *business*.

⁵⁴ Similmente, ma riscontrando in tale duplicità di significati una delle forme in cui si manifesta il carattere della “spersonalizzazione” tipico delle società per azioni, ANGELICI (nt. 33), 28 «individua nelle azioni un elemento essenziale ai fini di caratterizzare l’organizzazione sociale, almeno per quanto concerne quel suo specifico segmento rappresentato dal gruppo dei soci; ed altrettanto chiaramente riconosce il loro significato di “strumento finanziario”. Sicché è imprescindibile l’esigenza di definire i rapporti e l’equilibrio tra le due prospettive così evidenziare: il significato delle azioni da un lato di “rappresentare” la partecipazione, dall’altro di costituire un “bene di secondo grado”». In questa prospettiva l’azione - quale unità minima di partecipazione - rispecchierebbe così il *potere* del socio all’interno della società, mentre il valore patrimoniale dell’azione esprimerebbe il contenuto (l’unico) del *diritto di proprietà* del socio su di essa.

⁵⁵ Non si ritiene dunque di poter condividere quell’orientamento - in vero prevalente - che individua quale unica funzione del valore nominale quella «di manifestare in termini numerici e assoluti, riferiti alla singola azione, la parte di capitale sociale rappresentata da ogni azione, al fine di avvalersene quale punto di riferimento per l’applicazione di svariati istituti della disciplina delle società per azioni» [così, NOTARI (nt. 1), 20 ss.; ma cfr. anche SCIUTO - SPADA (nt. 39), 29 ss.].

⁵⁶ E così, puntualmente, dispone il primo comma dell’art. 2348 c.c.; per l’osservazione che l’uguaglianza delle azioni è requisito indispensabile della funzione organizzativa loro riservata, per tutti, ANGELICI (nt. 8), 28 ss.

⁵⁷ V. soprattutto FIGÀ TALAMANCA (nt. 11), 71 ss. e SCIUTO - SPADA (nt. 39), 29 ss.

⁵⁸ Vale, ancora una volta, quanto già riferito *sub* nt. 39, ma cfr. anche LA SALA, *Commento ai commi 1, 2 e 3 dell’art. 2346*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Milano, 2016, 462, spec. 470 ss. Isolatamente - benché solo con riferimento alle società di piccole e medie dimensioni - DE TARSO DOMINGUES (nt. 3), 130 s. ritiene invece che il valore nominale delle azioni «*from an “organizational perspective” makes the legal regime simpler and more transparent, with resulting advantages for the shareholders since it allows them, without making extensive inquiries, to determine the extent of their corporate rights*».

Tuttavia, è innegabile che la disciplina sul valore nominale (o meglio, la possibilità di non esserne soggetti) spieghi i propri effetti soprattutto in *altri* contesti e, specificamente, nelle «ipotesi di aumento del capitale mediante emissione a pagamento di nuove azioni»⁵⁹. Vietando cioè che le nuove azioni siano offerte ad un prezzo inferiore, non tanto al loro valore patrimoniale⁶⁰, ma al loro valore nominale, tale valore costituisce un presidio “reale”⁶¹ alla consistenza della partecipazione azionaria, impedendo - a prescindere dall’operare delle regole di cui all’art. 2441 c.c. - che il valore patrimoniale di ogni singola azione scenda al di sotto di una certa soglia, rigidamente fissata *ex ante* nello statuto. In questo senso, dunque, il valore nominale viene in rilievo come *grandezza patrimoniale* - e quindi in termini sempre *assoluti*, non relativi - esprimendo un valore monetario e svolgendo la propria funzione sul piano dei rapporti interni alla compagine sociale.

Abbandonata dunque la precomprensione sulla funzione del valore nominale delle azioni, emerge il ruolo che esso ricopre come regolatore dei rapporti tra i soci, circoscrivendo *positivamente* ed *ex ante* - là dove la tutela offerta dall’abuso del diritto costituisce solo un limite negativo - la discrezionalità della maggioranza nella fissazione del prezzo di offerta delle nuove azioni e, di conseguenza, della diluizione che sarebbe possibile imporre agli azionisti che non intendano aderire all’aumento di capitale⁶².

⁵⁹ Così, NOTARI (nt. 11), 15 ss.: questa semplice osservazione dovrebbe già da sé smentire la rilevanza esclusivamente organizzativa - almeno su un piano empirico - del valore nominale delle azioni.

⁶⁰ Secondo quanto senz’altro consente l’art. 2441 c.c. ogni qual volta le nuove azioni siano assegnate in opzione ai soci: cfr. infatti *infra* par. 7.

⁶¹ Così, SACCHI, *Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso - Vol. II, Torino, 2006, 135 intende la “tutela reale” come la possibilità di «paralizzare» gli effetti di un atto della società lesivo degli interessi dei soci di minoranza, registrando al contempo - in seguito all’attuazione della riforma del 2003 - «un forte arretramento della tutela reale a vantaggio di quella obbligatoria» (per un’aspra critica di questo atteggiamento del legislatore, con particolare riguardo alla disciplina dell’impugnazione delle delibere assembleari, cfr. PORTALE, *L’invalidità delle delibere assembleari: tra tutela demolitoria e tutela risarcitoria*, in *La società per azioni oggi* - Vol. II, Milano, 2007, 611). Tale prospettiva è stata sviluppata soprattutto negli studi di *law and economics*, dai quali è nata la distinzione tra *property rule* («*under which [the state] guarantees property right assignments against infringement through the threatened use of its police powers*») e *liability rule* («*under which it merely discourages violations by requiring transgressors to pay victims for harms suffered*»): in proposito, il riferimento è soprattutto agli studi di CALABRESI - MELAMED, *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, in *Harvard L. Rev.* (1972), 1089 e di KAPLOW - SHAVELL, *Property Rules versus Liability Rules*, in *Harvard L. Rev.* (1996), 713 (da cui sono tratte le citazioni appena riportate), secondo cui - in assenza di costi transattivi - la tutela obbligatoria si dimostra essere più efficiente, permettendo alle parti di raggiungere autonomamente l’equilibrio di mercato “negoziando” i rispettivi diritti.

⁶² In un’ottica di analisi economica del diritto, dunque, il valore nominale è uno strumento per ridurre i costi transattivi e alleviare i problemi di *agency* tra maggioranza e minoranza.

Se dunque tali effetti sono pacifici per le azioni con valore nominale, non si vedono ragioni per cui le medesime conclusioni non debbano valere anche con riferimento alle altre azioni, le quali - pur senza riportare l'indicazione del valore nominale - hanno in ogni caso un proprio valore contabile (o, se si vuole, un valore nominale implicito)⁶³. Ciò - a maggior ragione - se si considera che, «seguendo una strada già adottata dalla maggior parte degli ordinamenti europei», è dato riscontrare una «*sostanziale equivalenza* tra le due tecniche delle azioni con valore nominale e senza valore nominale, il cui *significato economico* viene sostanzialmente a coincidere»⁶⁴. Se ciò è vero, si deve allora concludere che l'equivalenza sostanziale tra le due tecniche azionarie impone anche la neutralità della scelta rispetto ai risultati che il legislatore intende raggiungere con la disciplina ad esse riservata (è il c.d. principio di neutralità delle forme), sia con riferimento alla funzione organizzativa delle azioni, sia con riferimento al loro "significato economico". In questo senso, dunque, il «valore contabile» menzionato dall'art. 47, par. 1, della seconda Direttiva sulle società per azioni non può che riferirsi all'insieme di tutte le azioni in circolazione e coincidere pertanto con la nozione tradizionale di valore nominale⁶⁵.

⁶³ Quest'ultimo punto è pacifico in dottrina, dal momento che l'assenza di qualsiasi valore contabile è caratteristica esclusiva delle *no-par share* (alle quali si è brevemente accennato al par. 2) e manifestamente incompatibile con la seconda Direttiva in tema di società per azioni (v. *sub* nt. 19).

⁶⁴ «Ne risulta che la differenza tra azioni con e senza valore nominale si riduce essenzialmente ad un diverso metodo, ma in un'ultima analisi equivalente, per il calcolo necessario al fine della determinazione quantitativa dei diritti dei soci» (così la Relazione illustrativa al decreto legislativo n. 6 del 2003, recante la "Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366"; corsivi aggiunti). Proprio sulla scorta di tali rilievi, FORMICA, *Le novità della disciplina azionaria*, in MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, 106, conclude che «la previsione in esame non costituisce una modificazione invasiva, ma comporta unicamente un diverso metodo di calcolo per la quantificazione della partecipazione» [p. 165; similmente cfr. anche SANTOSUOSSO (nt. 20), 70; DIMUNDO (nt. 19), 4 s.; e CALLEGARI (nt. 20), 107].

⁶⁵ Per l'affermazione secondo cui «è del tutto improbabile che, nella stessa frase, il legislatore voglia dire due cose completamente diverse, cioè (con riferimento alle azioni con valore nominale) che il prezzo minimo è determinato rispetto a un parametro esistente *ex ante*, e invece (con riguardo alle azioni senza indicazione del valore nominale) che il prezzo di emissione può essere stabilito *ad libitum*, purché sia lo stesso per tutte le azioni di nuova emissione», SPOLIDORO (nt. 1), 19.

6. Il “valore contabile” delle azioni nell’esperienza comparatistica europea.

Tali conclusioni trovano poi un’ulteriore conferma all’interno del diritto comparato europeo⁶⁶.

Dell’ordinamento tedesco si è già trattato con riferimento alle *Stückaktie*, e in proposito è sufficiente rammentare che, secondo quanto dispone l’art. 9, par. 1, *AktG* (ma lo stesso vale anche per la disciplina dettata dall’*Aktiengesetz* austriaco), «für einen geringeren Betrag als den Nennbetrag oder den auf die einzelne Stückaktie entfallenden anteiligen Betrag des Grundkapitals dürfen Aktien nicht ausgegeben werden (geringster Ausgabebetrag)»⁶⁷; coerentemente, l’art. 8, par. 2, secondo periodo, *AktG* vieta l’emissione di nuove azioni a un prezzo inferiore al loro *rechnerische Wert*⁶⁸.

Anche in Francia la dottrina è concorde nell’affermare che «si la valeur nominale n’est pas déterminée, les actions et autres titres de capital seront des titres de quotité, c’est à dire que leur valeur théorique sera égale au capital divisé par le nombre de titres de capital à niveau identique»⁶⁹.

A maggior ragione poi, tali conclusioni devono considerarsi valide con riferimento all’ordinamento inglese⁷⁰ e a quello spagnolo⁷¹, dove è radicalmente vietata, a pena di nullità, l’emissione di azioni senza l’indicazione del valore nominale.

Peculiare, invece, è la soluzione adottata in Portogallo. Il nuovo testo dell’art. 25, comma 2, *Código das sociedades comerciais* - riformato con lo specifico intento di favorire la ricapitalizzazione delle società in crisi⁷² -,

⁶⁶ Ringrazio il prof. Marco Saverio Spolidoro per le preziose indicazioni e il copioso materiale bibliografico fornitomi.

⁶⁷ Per la traduzione italiana dell’*Aktiengesetz*, v. AGSTNER - BORDIGA, *Legge sulle società per azioni della repubblica federale tedesca*, Milano, 2014.

⁶⁸ Cfr. *sub par. 2*; v. PORTALE (nt. 13), 160 ss. e SPOLIDORO (nt. 1), 21 per un’ampia rassegna bibliografica al riguardo.

⁶⁹ Così, LE CANNU - DONDERO, *Droit des sociétés*, Parigi, 2013, 422, ma cfr. anche P. DIDIER - PH. DIDIER (nt. 20), 188 e EHLERS FLAUS (nt. 20), 743. A questo riguardo, persino alcuni autori belgi ritengono che, di regola, il valore contabile costituisca il risultato delle divisione del capitale sociale per il numero di azioni emesse [in questo senso, cfr. MALHERBE - DE CORDT - LAMBRECHT, *Droit des sociétés. Précis*, Bruxelles, 2009, 454; *contra*, MASSAGE (nt. 21), 67 e BOUÈRE (nt. 21), 118].

⁷⁰ In proposito, cfr. GIRVIN - FRISBY - HUDSON (nt. 21), 179; DAVIES - WORTHINGTON (nt. 10), 275 nt. 10; e BANK OF ENGLAND (nt. 21), 65 s.: tutti questi autori, in ogni caso, sembrano fare riferimento all’*accountable par* come «the total consideration raised through the issue of shares» divided «by the number of shares in issue at any time» [*contra*, invece, FERRAN - HO (nt. 17), 72].

⁷¹ Così l’art. 59 della *Ley de sociedades de capital* (v. GALLEGU, *Efectividad de la aportación*, in ROJO - BELTRÁN, *Comentario de la Ley de sociedades de capital*, Madrid, 2011, 564).

⁷² Sul punto, v. DE TARSO DOMINGUES (nt. 3), 132: «the main, if not exclusive, motivation that has justified the implementation of no par value shares in Portugal, concerns, as the

prevede espressamente che «*no caso de acções sem valor nominal, o valor da entrada do sócio deve ser pelo menos igual ao montante do capital social correspondentemente emitido*», calcolando così il valore contabile in funzione dell'importo di cui è aumentato il capitale sociale (similmente a quanto prospettato dalla Massima 36 del Consiglio notarile di Milano). Nondimeno, rilevando la possibile incompatibilità di tale norma con l'art. 47, par. 1, Direttiva (UE) 2017/1132⁷³, alcuni autori hanno proposto di far comunque riferimento nella determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni all'importo complessivo del capitale sociale, secondo le indicazioni provenienti dall'ordinamento tedesco⁷⁴.

Al contrario, l'art. 582 del *Code des sociétés* belga autorizza espressamente, in alcune circostanze, l'emissione di nuove azioni a un prezzo inferiore al loro valore contabile⁷⁵. In proposito, è opportuno sottolineare che permangono ciò nonostante profonde differenze tra la disciplina accolta nella Massima 36 e quanto previsto dall'ordinamento societario belga. Mentre infatti le indicazioni fornite dal Consiglio notarile di Milano consentono alla società di fissare discrezionalmente il prezzo di emissione delle nuove azioni purché sia garantita l'integrale copertura del capitale sociale, l'art. 582 - anche qualora le azioni siano offerte in opzione ai soci - impone di calcolare tale prezzo con riferimento al valore del patrimonio netto (in ipotesi inferiore al capitale sociale nominale a causa delle perdite registrate nell'esercizio). Non solo: a pena di nullità, gli amministratori devono illustrare all'assemblea, in un'apposita relazione, i criteri utilizzati per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, nonché le conseguenze finanziarie a carico degli azionisti; un commissario o un revisore legale deve inoltre asseverare che tali

legislator expressly recognizes in the Preamble to the Decree law, the difficulties which some of the biggest Portuguese companies are experiencing and the impossibility for them - because their stock market shares' price is below the corresponding nominal value - to obtain financing through equity».

⁷³ Così, ancora una volta, DE TARSO DOMINGUES (nt. 3), 132: «*however, the accordance between the Belgian system – and consequently the Portuguese one – and the provisions in the Capital Directive is questionable*».

⁷⁴ In questo senso si esprime, per esempio, CÂMARA - MORAIS ANTUNES, *Acções sem valor nominal*, Coimbra, 2011, 112. Non molto chiara, per il verso, è la posizione di DE TARSO DOMINGUES: quest'autore infatti, da un lato, suggerisce che «*ou as empresas ficam impedidas de proceder à emissão ou estas deverão primeiro reduzir o capita social para o ajustar ao património da sociedade, em ordem a um posterior aumento do capital social*» [ID, *Comente sobre o art. 25*, in DE ABREU (a cura di), *Código das sociedades comerciais em Comentário*, Coimbra, 2013, 426]; dall'altr, però, poiché gli artt. 25 e 298, *Código das sociedades comerciais* calcolano la parità contabile con riferimento a ogni singola emissione, sottolinea come «*Portuguese law, in line with the Belgian model, allows setting different issue prices for no par value shares*» [ID (nt. 3), 135 s].

⁷⁵ Lo sottolinea soprattutto FIGÀ TALAMANCA (nt. 11), 31 ss., ma il rilievo è frequente in dottrina.

informazioni siano veritiere, complete e comunque idonee a consentire ai soci un fondato giudizio sull'operazione⁷⁶.

Tali considerazioni, dunque, non solo dimostrano la lontananza della disciplina belga dalla prassi vigente in Italia, ma consentono anche di ricondurre le regole sul valore nominale delle azioni e, soprattutto, sul loro valore contabile tra i rimedi apprestati dall'ordinamento per la tutela degli interessi patrimoniali dei soci, dando così espressa rilevanza anche a questi ultimi nell'interpretazione della disciplina *ex art. 47, par. 1, Direttiva (UE) 2017/1132*.

7. *Una nuova petizione di principio? La funzione informativa del valore nominale delle azioni*

Prescindendo in ogni caso dalla formulazione letterale della norma europea (che, come si è visto, sembrerebbe escludere in radice la legittimità di aumenti di capitale con emissione di nuove azioni al di sotto del valore nominale implicito), la tesi da ultimo esposta prende le mosse dalla disciplina dettata dall'*art. 47, par. 1, Direttiva (UE) 2017/1132*, inferisce da quest'ultima gli interessi - non solo dei creditori, ma anche dei soci - alla cui cura è preposta, e interpreta quindi il predetto divieto proprio alla luce di tali interessi.

A questo riguardo, però, si potrebbe obiettare che anche tale impostazione - al pari di quella precedentemente avversata - sembrerebbe reggersi su una petizione di principio.

Infatti, nella misura in cui non è richiesta alcuna correlazione tra l'entità patrimoniale dell'investimento azionario e il valore nominale delle azioni⁷⁷, quest'ultimo - rigidamente fissato nell'atto costitutivo e dunque

⁷⁶ Sul punto, cfr. CERRATO (nt. 21), 1489; MASSAGÉ (nt. 21), 68 ss.; MALHERBE - DE CORDT - LAMBRECHT - MALHERBE (nt. 69), 454; e SPOLIDORO (nt. 1), 25 ss.

⁷⁷ Al riguardo, è stato fatto notare che «agli esordi dell'esperienza azionaria, il valore nominale o "parità" valeva in primo luogo a quantificare la prestazione del socio, coincidendo con prezzo di emissione delle azioni» e approssimando quindi l'entità dell'investimento richiesto per ciascuna azione [così FIGÀ TALAMANCA (nt. 11), 14 ss., ove altri riferimenti bibliografici]. Senonché, questo modello ha finito presto per perdere contatto con la realtà: anzitutto, a causa della «fisiologica variazione della consistenza del patrimonio sociale», ma soprattutto a causa dell'«afferinarsi di regole più articolate e flessibili, sia sul piano dell'ammontare delle risorse vincolate al servizio dell'attività sociale, sia su quello della determinazione del prezzo di emissione»: da qui la fisiologica incapacità del valore nominale di esprimere o anche solo approssimare la consistenza dell'investimento azionario. Il rilievo è senz'altro corretto, ma non sembra considerare adeguatamente la reale funzione affidata dall'ordinamento al capitale sociale: come infatti è stato opportunamente sottolineato, *«the purpose of the par value is not to reflect the market value of the enterprise [...] Instead the main purpose of the par value is to indicate the capital that shareholders have agreed to contribute, which is a matter of history and which is therefore fixed»* [così, BONBRIGHT, *The Dangers of Shares Without Par Value*, in *Columbia L. Rev.* (1924), 449].

insensibile alle vicende economiche dell'impresa - è un semplice «valore storico, che generalmente si colloca ad un livello significativamente più basso rispetto al valore del patrimonio netto», e la cui conoscenza ha pertanto un modesto significato «informativo e uno scarsissimo interesse pratico per l'investitore»⁷⁸. Senza infatti la contestuale previsione di un principio di “adeguatezza” del capitale sociale (che si tradurrebbe in un principio di *adeguatezza del valore nominale implicito* delle azioni)⁷⁹, la tutela riservata ai soci sarebbe solo eventuale, dal momento che tale meccanismo potrebbe trovare applicazione esclusivamente nel caso in cui la società si sia concretamente dotata di un capitale sociale congruo⁸⁰. Poiché, però, non è possibile affidare l'interpretazione di un precetto giuridico al ricorrere di una mera contingenza fattuale estranea alla fattispecie (per di più di scarsa occorrenza nella pratica), può sembrare arbitrario ricondurre all'art. 47, par. 1, Direttiva (UE) 2017/1132 la funzione di tutelare senz'altro anche gli interessi dei soci e da ciò inferire la reale portata del divieto ivi contenuto. Né, a questo scopo, possono essere di aiuto i già menzionati “considerando” alla Direttiva: se essi, infatti, ammettono l'astratta

⁷⁸ Così, CESARINI (nt. 10), 751 s., ma cfr. anche LA SALA (nt. 58), 471. In un commento curato dalla HARVARD BUSINESS REVIEW, *A Comparison of Par and No-Par Stock, with Special Reference to the Effect of This Feature on Market Price*, (1923), 108, si dà conto - per esempio - della *malpractice* di alcuni «*unscrupulous promoters [that] sometimes promote the returns of shares as a certain percentage of the par value. This percentage will mislead unsuspecting investors. This kind of misrepresentation can lead to distrust amongst people that the company has been dishonest and therefore affect public confidence in the equity market*» [p. 109; ma cfr. WYMEERSCH (nt. 3), 6, che ritiene simili pratiche «*a now abandoned tradition*»].

⁷⁹ Il riferimento è, naturalmente, alle tesi di PORTALE, che - in un primo momento - aveva considerato l'ipotesi di sottocapitalizzazione materiale come causa di scioglimento della società, con conseguente divieto per gli amministratori di compiere nuove operazioni (ID, *Capitale sociale e conferimenti nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1970, 33); successivamente - traendo spunto dall'esperienza tedesca - quest'autore aveva invece preferito ricorrere alla teoria del superamento della personalità giuridica, identificando un vero e proprio obbligo di capitalizzazione adeguata (ID, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Riv. soc.*, 1991, 3) e, più di recente, un semplice principio di “non manifesta inadeguatezza” del capitale sociale rispetto all'attività d'impresa esercitata [ID, (nt. 5), *passim*]. Nonostante l'autorevolezza degli argomenti spesi a favore di tali tesi, l'opinione largamente dominante tende a escludere che all'interno dell'ordinamento italiano o europeo sia possibile rinvenire un principio generale di “adeguatezza” del capitale nominale [in dottrina, per tutti, cfr. SPOLIDORO (nt. 45), 220 ss.], e così è orientata anche la prassi (cfr. CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Orientamenti societari G.A.8 - Congruità del capitale in relazione all'oggetto*, in www.notaitriveneto.it: «in sede di controllo di legittimità di un atto costitutivo o di uno statuto di società da parte del notaio non è possibile effettuare alcuna valutazione circa la congruità del capitale sociale rispetto all'oggetto poiché tale valutazione sarebbe necessariamente di merito e non di legittimità») e la giurisprudenza (vigente l'omologa degli atti societari, cfr. la Corte di Appello di Milano, 13 luglio 1996, in *Riv. not.*, 1996, 1524)].

⁸⁰ Qualche spunto in questo senso si può rinvenire nella monografia di FIGÀ TALAMANCA (nt. 11), 16 ss.

compatibilità della norma con le esigenze di protezione dei soci, nulla dicono in merito al ricorrere nelle singole fattispecie di tali istanze.

In realtà, prima ancora di essere rivolte al valore nominale delle azioni, simili critiche hanno colpito anche l'istituto del capitale sociale, spingendo la dottrina ad interrogarsi in merito alla sua perdurante utilità. L'impossibilità di individuare *a priori* una dotazione minima di capitale adeguata per tutte le società⁸¹, nonché la contestata opportunità di predeterminare rigidamente un corretto rapporto tra mezzi propri e mezzi di terzi⁸², hanno fatto emergere con chiarezza la fallacia di ogni tentativo di fissare *ex lege* un capitale minimo "adeguato" per ogni impresa esercitata in forma di società per azioni⁸³. Tuttavia, la strutturale insufficienza delle regole sul capitale minimo obbligatorio non ha intaccato la centralità della disciplina di tale istituto e, anzi, la Direttiva (UE) 2017/1132 sembra proprio

⁸¹ Le risorse finanziarie necessarie per l'esercizio di un'attività d'impresa sono infatti destinate a variare in ragione del settore d'attività, della natura dei beni o dei servizi prodotti, nonché delle prospettive di crescita (il punto è noto: *ex multis* - oltre agli autori già citati alla nt. 46 - v. anche DAVIES, *Introduction to Company Law*, Oxford, 2002). Ciò, a maggior ragione, se si considera la notevole "malleabilità" della società per azioni: benché infatti il "tipo legale" sia innegabilmente votato a fornire una risposta alle esigenze della grande impresa, vi sono numerosi indici normativi che inducono a ritenere che «il legislatore italiano ha guardato alla società per azioni come a una forma organizzativa sostanzialmente fruibile da tutte le imprese, ad eccezione di quelle minime» [così ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni*, Milano, 1975, 52. In senso contrario, pur ammettendo che i soci possano in parte derogare alla "spersonalizzazione" tipica delle società per azioni si esprime però ANGELICI (nt. 33), *passim*, ma cfr. anche le conclusioni cui era giunto PELLIZZI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, 117, che preferiva classificare come "atipiche" le società per azioni "personali" e proponeva di ricostruirne la disciplina facendo comunque riferimento alle caratteristiche della grande impresa aperta al mercato dei capitali].

⁸² Senza alcuna pretesa di completezza, il riferimento è soprattutto all'opera di MODIGLIANI - MILLER, *The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment*, in *American Economic Rev.* (1958), 261, ma, più di recente, v. anche TIROLE, *The Theory of Corporate Finance*, Princeton, 2006, 76: l'imposizione di rigide regole di finanza aziendale costituirebbe dunque un costoso vincolo che impedirebbe o renderebbe eccessivamente oneroso, nel caso concreto, raggiungere una struttura finanziaria equilibrata.

⁸³ Stabilire rigidi e predeterminati requisiti di capitale minimo rischia di tradursi in una soluzione inefficiente sotto una duplice prospettiva. Anzitutto, per l'esercizio di quelle attività che richiedono un minor impiego di mezzi finanziari, tali requisiti creano inopportune barriere all'ingresso e riducono ingiustificatamente le prospettive di remunerazione del capitale, imponendo regole troppo rigide per la distribuzione degli utili. In secondo luogo, quegli stessi requisiti non sono in grado di segnalare la "serietà" dell'iniziativa economica per quelle imprese che necessitano, al contrario, di ingenti apporti di risorse finanziarie, potendo così legittimare pratiche di abuso della responsabilità limitata, che consentirebbero la continuazione dell'esercizio dell'attività d'impresa in danno ai creditori [così, per tutti, cfr. ENRIQUES - MACEY (nt. 46), *passim* e KÜBLER (nt. 46), *passim*].

avere «il sapore sistematico di una conferma della centralità che la figura del capitale nominale continua a rivestire nel diritto azionario europeo»⁸⁴.

Per altro verso, la descritta parabola discendente del capitale minimo obbligatorio⁸⁵ è stata accompagnata da un costante rafforzamento degli obblighi di trasparenza e di informazione sulle vicende che coinvolgono il capitale sociale e, in generale, la struttura finanziaria dell'impresa⁸⁶. In questa prospettiva, sembra dunque delinearci un sistema che - lungi dal disconoscere le funzioni normalmente attribuite al capitale nominale - rimetta piuttosto alle dinamiche di mercato il compito di identificare, caso per caso, l'entità di mezzi propri della quale è opportuno che la società si doti. La garanzia di un adeguato livello di trasparenza e di informazione è infatti un elemento indispensabile per permettere l'efficiente funzionamento del mercato⁸⁷ e consentire, tramite la corretta formazione dei prezzi, di orientare le scelte degli investitori e - di conseguenza - quelle degli stessi emittenti⁸⁸.

⁸⁴ Così, MAUGERI (nt. 45), 13. Ciò - si badi - indipendentemente dal significato che si intenda di volta in volta attribuire alla disciplina di tale istituto (peraltro, eterogenea e diretta al perseguimento di numerose finalità, lo studio delle quali esula dagli obiettivi di questo lavoro: per una panoramica della materia, oltre alla bibliografia già citata in questo paragrafo e *sub par.* 4, cfr. FERRI jr, *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. not.*, 2008, 741).

⁸⁵ Si pensi, in proposito, all'abbassamento dei requisiti di capitale minimo per la costituzione di una società per azioni (cfr. l'art. 2327 c.c., come modificato dal D.L. n. 91/2014, convertito in Legge n. 116/2014), nonché alla sostanziale abolizione dei requisiti di capitalizzazione previsti per le *private company*, un fenomeno quest'ultimo in costante crescita tra i legislatori dei Paesi membri [di «nuova “moda” europea» ha parlato SPOLIDORO, *Una società a responsabilità limitata da tre soldi (o da un euro?)*, in *Riv. soc.*, 2013, 1093; mentre una panoramica della situazione europea è offerta, *ex multis*, da PORTALE, *Società a responsabilità limitata senza capitale sociale e imprenditore individuale con «capitale destinato» (Capitale sociale, quo vadis?)*, in *Riv. soc.*, 2010, 1239].

⁸⁶ Per un quadro completo, v. MUNARI, *Impresa e capitale sociale nel diritto della crisi*, Torino, 2014, 65 ss. Particolare importanza riveste poi la recente introduzione dell'obbligo degli amministratori di redigere - quale parte integrante del bilancio d'esercizio - anche un «rendiconto finanziario» della società (art. 2423, primo comma, c.c., come modificato dal D. lgs. n. 139 del 18 agosto 2015), nel quale devono essere fornite tutte le «informazioni [necessarie] per valutare la situazione finanziaria della società (compresa la liquidità e solvibilità) nell'esercizio di riferimento e la sua evoluzione negli esercizi successivi» [così, il principio contabile OIC 10, *Il rendiconto finanziario*, in www.fondazioneoic.eu (2017), par. 2]: tale modifica costituisce infatti l'ennesimo «punto di emersione» degli aspetti finanziari nella gestione dell'impresa [sul tema, cfr. STRAMPELLI (nt. 45), *passim* e MIOLA (nt. 45), *passim*].

⁸⁷ In merito alla funzione della trasparenza nel diritto dei mercati finanziari, v. PERRONE, *Informazione al Mercato e Tutela dell'Investitore*, Milano, 2003 e, più di recente, ID, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2016; mentre con specifico riferimento all'istituto del capitale sociale, cfr. MAUGERI (nt. 45), 13 ss. e MUNARI, (nt. 86), 65 ss.

⁸⁸ Fa da *pendant* a tale disciplina di trasparenza il costante ampliamento dell'obbligo degli amministratori di gestire con diligenza l'impresa sociale: il riferimento è, ancora una volta, agli studi di STRAMPELLI (nt. 45), *passim* e MIOLA (nt. 45), *passim*.

Adottando quindi una prospettiva “di mercato”, il capitale sociale sembra anzitutto essere - indipendentemente dalla funzione ultima che ad esso la disciplina positiva intende poi attribuire - un’informazione sulla tutela concretamente accordata dalla società ai creditori e ai soci, in maniera tale da segnalare l’affidabilità dell’emittente⁸⁹. In quest’ordine di idee, dunque, il mercato diventa il termine di riferimento della disciplina sul capitale sociale, nonché il tramite attraverso il quale le “ragioni dell’impresa” possono eventualmente trovare una concreta soddisfazione (prime fra tutte, l’opportunità di dotare la società di una struttura finanziaria equilibrata, nonché l’urgenza di prevenire tempestivamente il manifestarsi di situazioni di insolvenza)⁹⁰.

Per altro verso, il mercato rappresenta anche il confine entro cui può ragionevolmente operare tale disciplina, la quale infatti - almeno a livello europeo - riguarda le sole società per azioni ed è espressamente rivolta alla realizzazione di un mercato unico⁹¹. Al decrescere della rilevanza (non solo empirica, ma anche “normativa” e “di fattispecie”) dell’informazione e della capacità della concorrenza di orientare i comportamenti delle imprese e dei terzi, la prospettiva adottata diventa sempre meno capace di dare un senso

⁸⁹ Si tratta ovviamente di una precisa scelta di politica del diritto, la cui impostazione filosofica di *Law and Economics* emerge con particolare chiarezza. Il legislatore europeo, infatti, non solo postula l’efficienza del mercato dei capitali nell’incorporare nei prezzi tutte le informazioni disponibili [secondo le ben note teorie sviluppate a partire dal celebre lavoro di FAMA, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in *J-store* (1970), i cui limiti - pur numerosi: cfr. STOUT, *The Mechanism of Market Inefficiency: an introduction to the new finance*, in *The Journal of Corporation Law* (2003) - non sembrano comunque incrinare interamente la validità del modello: v., da ultimo, HUBBARD, *Quantum Economics, Newtonian Economics, and Law*, in *www.ssrn.org* (2017), *passim*], ma individua in tale efficienza lo stesso “criterio ordinatore” delle proprie scelte normative. A parere di chi scrive, è proprio quest’ultima circostanza che si frappone - al di là delle motivazioni di ordine tecnico e dogmatico - all’affermazione di quelle tesi sviluppatesi attorno alla necessaria adeguatezza del capitale sociale (cfr. *sub* nt. 79), le quali, infatti, si reggono su valutazioni (*lato sensu* di “giustizia”) estranee al modello neoclassico descritto [sul punto, cfr. lo studio di KAPLOW - SHAVELL, *Fairness Versus Welfare*, Cambridge (Mass.), 2002 e la replica di DENOZZA, *Il danno risarcibile tra benessere ed equità: dai massimi sistemi ai casi “Cirio” e “Parmalat”*, in *Giur. comm.*, 2004, 331, nonché gli spunti che tale dibattito offre (sui quali, Cap. I, par. 4)].

⁹⁰ Così, per esempio, se è evidente che «le regole sul capitale nominale si prestano, in principio, ad essere formate in modo tale da tutelare (anche) l’interesse dei creditori sociali alla conservazione della garanzia patrimoniale o a quello dei futuri investitori alla conservazione del valore delle azioni acquistate, o ancora l’interesse dell’impresa a conseguire una situazione di equilibrio reddituale-finanziario»; al contempo, una simile tutela costituisce «un effetto “riflesso” delle regole sul capitale progettate dalla seconda Direttiva, le quali, volgendosi a un’operatività minima, si prestano ad essere integrate a livello nazionale con precetti idonei a realizzare una tutela diretta di quegli interessi» [così, MAUGERI (nt. 45), 14 s., corsivo aggiunto]: si pensi, in proposito alla regola - assente nella seconda Direttiva sulle società per azioni - di cui all’art. 2446, secondo comma, c.c.

⁹¹ Il punto è sottolineato da MAUGERI (nt. 45), 10 ss., ove sono anche illustrate le implicazioni che discendono da tale premessa.

alle regole sul capitale nominale. In un tale contesto, invece, acquistano maggior importanza i rapporti personali tra quei soggetti che a vario titolo si interfacciano con la società ed emerge così, ancora più intensamente, la “dimensione d’impresa” che tali rapporti occupano: l’interprete dovrà dunque tenere conto di questa mutata prospettiva nell’applicazione delle regole che interessano il capitale sociale nelle società chiuse⁹².

Sulla scorta di questi risultati, è allora piuttosto agevole concludere che il valore nominale delle azioni rappresenta, in primo luogo, un’informazione in merito alla tutela concretamente accordata al socio contro eventuali operazioni di annacquamento del valore della sua partecipazione azionaria. Garantito infatti il divieto di emissione sotto la parità contabile, la differenza tra il patrimonio netto e il valore nominale delle azioni - approssimando la quota di mezzi propri liberamente disponibile dalla società - costituisce un inequivocabile indice del “livello di rischio” relativo all’investimento in quella società.

Secondo questa prospettiva, l’ordinamento non si preoccuperebbe di tutelare direttamente l’investitore contro tali operazioni, limitandosi piuttosto a fare in modo che quest’ultimo sia messo nelle condizioni di valutare adeguatamente i rischi collegati all’investimento che sta per effettuare. «Informazione e autotutela sono dunque le due parole d’ordine al centro della disciplina del capitale»⁹³ e il valore nominale delle azioni rappresenta così una tutela sostanziale per l’azionista solo in via mediata (ma non per questo irrilevante): solo cioè dove esso sia effettivamente congruo all’attività e al patrimonio della società.

Se poi si condivide quest’ultima conclusione, si comprende altresì l’errore di prospettiva nel quale incorre l’argomento secondo cui l’eliminazione del divieto di emettere azioni al di sotto della parità contabile comporterebbe un «deterioramento solo quantitativo della medesima posizione nella quale i soci di minoranza si troverebbero in caso di azioni

⁹² E cfr. il dibattito dottrinale cui si è fatto sommariamente cenno *sub* nt. 81. In particolare, ABBADESSA (nt. 82), 52 ss. ritiene che l’interprete, «considerata la varietà dei tipi su cui si riflette la disciplina [della società per azioni], dovrà ispirarsi al criterio della massima elasticità del sistema», non rivenendosi, al contrario, ragioni per privilegiare nella ricostruzione dello “statuto” della società per azioni il modello della grande impresa. Si pensi, per esempio, alle condizioni necessarie per poter applicare analogicamente alle società per azioni la disciplina dettata dall’art. 2467 c.c., [*ex multis*, v. BACCETTI, *Postergazione dei finanziamenti e tipi sociali*, in *Giur. comm.*, 2012, 804; *contra*, però, CAMPOBASSO, *La postergazione dei finanziamenti dei soci*, in DOLMETTA - PRESTI (a cura di), *S.r.l. - Commentario*, Milano, 2011, 238]; ma si pensi, soprattutto, al diverso modo in cui si potrebbe atteggiare in queste società una regola simile a quella fatta propria dalle teorie sull’abuso della personalità giuridica in caso di sottocapitalizzazione manifesta (cfr. PORTALE, *Il superamento della personalità giuridica*, in *Lezioni di diritto comparato*, Torino, 2007, 169).

⁹³ Così, SPOLIDORO (nt. 45), 223.

con valore nominale»⁹⁴: in entrambe le ipotesi infatti - così procede il ragionamento - l'assemblea sarebbe comunque libera di determinare il prezzo di emissione delle nuove azioni indipendentemente dall'effettiva consistenza del patrimonio netto della società. Pertanto, il socio che non intendesse o non fosse in grado di sottoscrivere le azioni offertegli in opzione risulterebbe comunque "diluito" dall'esecuzione dell'aumento di capitale, al pari - benché in misura diversa - di quanto avverrebbe nel vigore del predetto divieto, trovandosi dunque in una situazione *qualitativamente* identica.

In realtà, è proprio nel rendere manifesta l'*effettiva consistenza* della tutela concretamente accordata al socio che deve essere inteso il significato della disciplina sul valore nominale delle azioni, che dunque non può che collocarsi su un piano *necessariamente quantitativo*: è infatti proprio nella diversa "quantità" di protezione dell'azionista che si manifesta la funzione segnaletica propria del valore nominale, consentendo al mercato di selezionare quelle società che sono state in grado di raggiungere un compromesso efficiente tra la tutela degli investitori e le esigenze organizzative dell'impresa⁹⁵.

Sviluppando ulteriormente il discorso, si potrebbe così sottolineare che, nel tentativo di raggiungere un equilibrio tra "le ragioni dell'impresa" e l'esigenza di offrire un'adeguata tutela all'azionista, il legislatore sembrerebbe aver costruito un sistema di regole articolato su due livelli⁹⁶.

Il primo di questi è rappresentato dal divieto di emissione delle nuove azioni sotto il loro valore nominale, il quale costituisce il nucleo forte della tutela riconosciuta al socio a non veder sacrificato, in nome dell'interesse sociale, il valore del proprio investimento oltre una certa misura: proprio in questo senso, dunque, il divieto *de quo* rappresenta una tutela "reale" degli interessi del socio, sottraendo al potere della maggioranza la disponibilità di tali valori monetari. Il secondo livello, invece, è costituito dall'obbligo di offrire in opzione ai soci le nuove azioni, realizzando così quel compromesso di cui si diceva poc'anzi. Da una parte infatti si ammette che, attraverso il principio maggioritario, si possano comprimere anche le posizioni soggettive dei soci. Dall'altra, però, il diritto di opzione offre a questi ultimi una protezione solo parziale contro tale potere dell'assemblea, in quanto subordinata alla possibilità del socio di sottoscrivere le nuove azioni, o alla concreta esistenza di un mercato per i diritti d'opzione (e alla sua pretesa efficienza).

Quest'ultimo punto merita forse un'ulteriore precisazione. Laddove si discute di efficienza del mercato secondario dei diritti d'opzione, si allude

⁹⁴ Così, NOTARI (nt. 1), 25 ss., ma tale assunto è - direttamente o solo implicitamente - condiviso da tutta la dottrina che ritiene legittima l'emissione di nuove azioni al di sotto del loro valore contabile.

⁹⁵ Ma per alcuni rilievi critici sul punto, v. *infra* par. 9.

⁹⁶ Per qualche spunto (indiretto) in tal senso, cfr. DAVIES - WORTHINGTON (nt. 10), 274.

anzitutto alla capacità di incorporare nel prezzo tutte le informazioni disponibili⁹⁷, dal momento che - in caso contrario - sarebbe impossibile vendere i diritti d'opzione al loro *fair value*. Nondimeno, s'intende anche fare riferimento all'eventualità che il mercato (proprio nella misura in cui sia davvero efficiente) imponga ai soci di vendere i propri diritti d'opzione a sconto, manifestando così nel prezzo le prospettive di crescita negative per quella società. In questo senso, la possibilità di emettere nuove azioni a sconto purché siano assegnati ai soci i corrispondenti diritti d'opzione costituisce il principale meccanismo di mercato attraverso il quale la diluizione della partecipazione (rappresentata dal minor valore al quale gli azionisti sono costretti a cedere i loro diritti) può essere ricondotta a ragionevolezza, trovando immediatamente riscontro nell'*effettivo* minor valore della partecipazione azionaria. Tale rilievo sposta dunque l'attenzione sulla necessità, affinché questo meccanismo possa funzionare, che il minor valore della partecipazione implicito nello sconto sul prezzo di emissione delle nuove azioni rispecchi effettivamente il valore reale dell'impresa⁹⁸.

8. *Quale risposta ai “problemi della pratica”? Come l'ordinamento si fa carico di agevolare l'accesso al mercato dei capitali anche alle società in crisi.*

Accertata l'incompatibilità con il diritto europeo dell'emissione di nuove azioni sotto la parità contabile, si ripresenterebbero però quei “problemi della pratica” che avevano consigliato la riformulazione dell'art. 2346 c.c.⁹⁹: problemi dei quali l'interprete deve necessariamente farsi carico.

A questo riguardo, è agevole anzitutto osservare come gli ostacoli che si frapporterebbero alla ricapitalizzazione delle società in crisi potrebbero

⁹⁷ Circostanza questa - come si è visto nel Cap. I, par. 2 - non certo frequente con riferimento al mercato secondario dei diritti d'opzione.

⁹⁸ Di questo aspetto si parlerà più diffusamente nel terzo capitolo.

⁹⁹ Secondo quanto si è cercato di argomentare (cfr. *sub* par. 7), la disciplina sul valore nominale delle azioni rappresenta - assieme al diritto d'opzione - un elemento attraverso il quale il legislatore ha ritenuto di poter trovare un *compromesso* tra i contrastanti interessi degli azionisti e della società. Ogni qual volta però vi sono interessi tra loro contrapposti, «la questione deve essere risolta dall'autorità politica, ovvero dalla legge» [così, SPOLIDORO (nt. 1), 7], alle cui scelte l'interprete non può sovrapporre proprie valutazioni di pretesa inefficienza della disciplina, ritenendo i costi connessi al divieto di emissione sotto la parità contabile largamente superiori rispetto ai benefici che tale regola garantisce ai soci. Nelle espressioni tipiche dell'analisi economica del diritto, è cioè compito esclusivo del legislatore “allocare” i “diritti di proprietà” in capo ai soggetti privati, creando poi le condizioni perché possa nascere un mercato quanto più efficiente possibile di tali diritti [questo uno dei principi attorno ai quali si sviluppa il ben noto teorema di COASE, *The Problem of Social Cost*, in 3 *J. L. & Econ.* (1960), 1].

essere superati attraverso la preventiva riduzione del capitale ai sensi dell'art. 2445 c.c. (o, se ne ricorrono i presupposti, ex artt. 2446 e 2447 c.c.), accantonando in un'apposita riserva del patrimonio netto le risorse rinvenienti da tale operazione¹⁰⁰: in questo modo, infatti, sarebbe possibile adeguare il capitale sociale e la parità contabile delle azioni al valore "reale" della società¹⁰¹. Per altro verso, una simile operazione non sembrerebbe comportare ostacoli di sorta: se infatti il capitale sociale «può essere ridotto dall'assemblea straordinaria contro il parere della minoranza quando [...] è eccessivo rispetto all'attività concretamente svolta o programmata dalla società», e anzi indipendentemente da qualsiasi valutazione in merito alla sua adeguatezza¹⁰², «*a fortiori* lo stesso principio deve valere quando il livello del capitale, invece che "inutile", sia divenuto addirittura "dannoso" per il futuro sviluppo o per l'evoluzione finanziaria della società»¹⁰³.

Ridotto così l'importo del valore nominale, sarebbe dunque possibile eseguire un successivo aumento con emissione di azioni (questa volta) alla pari: «la sostanza economica dell'operazione» rimarrebbe per lo più invariata, ma tale procedimento garantirebbe maggiore chiarezza e trasparenza, elementi questi ultimi indispensabili per il corretto funzionamento del mercato¹⁰⁴. Benché infatti i soci che non dovessero sottoscrivere l'aumento di capitale subirebbero una diluizione probabilmente identica a quella che avrebbero dovuto sopportare in assenza del divieto *de quo*, essi avrebbero comunque la possibilità di apprezzare con più chiarezza e immediatezza (nonché con congruo anticipo) l'impatto dell'operazione sul valore patrimoniale della loro partecipazione. Similmente, attraverso l'individuazione dell'importo di cui ridurre il

¹⁰⁰ Non sarebbe invece sufficiente modificare il solo valore nominale delle azioni o la loro parità contabile attraverso un'operazione di frazionamento.

¹⁰¹ Questa è anche la soluzione tradizionalmente accolta negli altri ordinamenti europei: cfr., per esempio, DE TARSO DOMINGUES (nt. 74), 426; P. DIDIER - PH. DIDIER (nt. 20), 199; e, con riferimento all'ordinamento belga, MASSAGÉ (nt. 21), 68 ss., secondo cui la possibilità di emettere le nuove azioni in pari prevista dall'art. 582 del *Code des sociétés* (cfr. *sub par.* 6) si spiega esclusivamente in funzione di alcune peculiarità legate al trattamento fiscale delle operazioni di riduzione del capitale sociale.

¹⁰² Questa, almeno, l'opinione maggioritaria: sul punto, prima della riforma del 2003, v. TANTINI, *Riflessioni in tema di riduzione del capitale sociale per esuberanza (e di oggetto sociale)*, in *Giur. comm.*, 1977, 72 e NOBILI - SPOLIDORO, *La riduzione di capitale*, in COLOMBO - PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni - Vol. VI**, Torino, 1993, 262; con riferimento invece all'attuale testo dell'art. 2445 c.c., v. - pur con conclusioni non sempre coincidenti tra loro - cfr. CAGNASSO, *Le modificazioni statutarie e il diritto di recesso*, in COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale - Vol. IV*, Padova, 2010, 1010 e VENTORUZZO - SANDRELLI, *Riduzione del capitale sociale, artt. 2445 - 2447 c.c.*, in SCHLESINGER (diretto da), *Il Codice Civile - Commentario*, Milano, 2013, 5.

¹⁰³ Così, SPOLIDORO (nt. 3), 55: tale conclusione poi - a maggior ragione - deve essere tenuta ferma in seguito all'abolizione, ad opera del legislatore del 2003, del requisito dell'"esuberanza" del capitale sociale ai fini della sua riduzione (v., infatti, la nota precedente).

¹⁰⁴ Così, in particolare, SPOLIDORO (nt. 1), 26 ss.

capitale sociale, all'assemblea dei soci verrebbe assegnata una *competenza inderogabile nella determinazione del valore massimo della diluizione* che potrebbe conseguire all'esecuzione di un successivo aumento di capitale: sarebbe infatti esclusa, in questo caso, la possibilità di ricorrere alla fattispecie di cui all'art. 2443 c.c.¹⁰⁵.

Ai sensi dell'art. 2445, terzo comma, c.c., però, la deliberazione di

¹⁰⁵ Al riguardo, si è osservato che le tradizionali caratteristiche del mercato finanziario italiano, sia in termini di elevata concentrazione proprietaria che di limitata contendibilità del controllo, tendono molto spesso a rendere "scontato" l'esito del procedimento assembleare; e che, in ogni caso, anche l'"attivismo" degli investitori istituzionali è solito svolgersi in sede *extra* assembleare, tramite una contrattazione riservata con il *management* e il socio di controllo, oppure attraverso una strategia di comunicazione volta a sollecitare l'attenzione dell'opinione pubblica (lo rileva, da ultimo, GUACCERO, *L'attivismo azionario: verso una riscoperta dell'assemblea?*, in *Riv. soc.*, 2016, 409, commentando in chiave comparatistica la riscontrata crescita della partecipazione alle assemblee delle società quotate europee e statunitensi). Ciò nonostante - come ha messo in luce anche l'ultima indagine di CONSOB, *Report on Corporate Governance of Italian Listed Companies*, in www.consob.it (2016) - «nel corso delle assemblee tenute nel 2016 dalle 100 società italiane a più elevata capitalizzazione, è intervenuto in media circa il 71% del capitale sociale» e i dati hanno evidenziato anche «uno stabile incremento della presenza degli investitori istituzionali, pari nel 2016, al 19% del capitale (+ 8 punti percentuali rispetto al 2012)». Similmente - annota M. CAMPOBASSO, *La tutela delle minoranze nelle società quotate; dall'eterotutela alla società per azioni "orizzontale"*, in *Banca borsa*, 2015, 139 - numerose assemblee di società quotate sono state «lunghe, ricche di interventi e talvolta di contestazioni», mentre non sono mancati anche "colpi di mano" da parte di soci di minoranza che si sono inaspettatamente trovati a poter disporre della maggioranza dei voti in assemblea (così l'assemblea di Telecom Italia s.p.a. del 16 aprile 2014, convocata per il rinnovo del consiglio di amministrazione). Questo fenomeno, da un lato, testimonia una progressiva - benché lenta - "apertura" delle società quotate italiane al mercato [al riguardo, CONSOB, *op. cit.*, 3 rileva che nel 2016 «è cresciuto il numero (da 11 a 15) e il peso sulla capitalizzazione (dal 20 al 27% circa) delle società a proprietà dispersa» e che, specularmente, «continua a ridursi il numero (da 51 a 30) e il peso sulla capitalizzazione (dal 12,4 al 6%) delle società controllate attraverso un patto parasociale»]; dall'altro, esso sottolinea l'importanza - avvertita in primo luogo anche dalla prassi [cfr., in proposito, il saggio di S. ROSSI, *Diritti di partecipazione degli azionisti e collegialità nelle società quotate*, in www.orizzontideldirittocommerciale.it (2014), spec. 6 ss.] - di valorizzare adeguatamente il ruolo dell'assemblea all'interno della *governance* delle società per azioni quotate. Mossi dall'obiettivo di rimediare alla rigidità dell'art. 2380 *bis* c.c. (norma dalla quale, in effetti, la realtà sembra volersi emancipare), alcuni autori hanno così ritenuto di poter ricostruire in via interpretativa un obbligo a carico dell'organo amministrativo di sottoporre all'assemblea le cc.dd. scelte gestorie di "interesse primordiale" (ABBADESSA - MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, 269, spec. 301 ss.), fino ad individuare delle vere e proprie "competenze assembleari implicite" [in questo senso, PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società - Liber amicorum Gian Franco Campobasso - Vol. I*, Torino, 2006, 583]. Specularmente, anche il legislatore italiano ed europeo si sta sempre di più convincendo dell'opportunità di valorizzare il ruolo dell'assemblea: ampliandone le competenze, agevolando l'intervento anche dei cc.dd. azionisti minimi e incentivando il ruolo degli investitori istituzionali (per una panoramica, cfr. la dottrina citata in questa nota).

riduzione del capitale può essere eseguita soltanto dopo che siano trascorsi novanta giorni dall'iscrizione nel registro delle imprese, «purché entro questo termine nessun creditore sociale anteriore all'iscrizione abbia fatto opposizione»¹⁰⁶. In realtà, l'opposizione dei creditori è subordinata all'esistenza di un effettivo pregiudizio alle loro ragioni, che in tale fattispecie certamente non può ricorrere: la riduzione del capitale sociale, infatti, non comporta alcuna distribuzione in favore dei soci, ma è anzi strumentale a una successiva ricapitalizzazione. Tutto ciò rende tale operazione ininfluenza per la posizione dei creditori (che anzi vi possono trarre un consistente beneficio)¹⁰⁷, ma rimane pur sempre il fatto che l'esecuzione stessa della delibera è sospesa per ben novanta giorni¹⁰⁸. Questa dilazione, però, è spesso incompatibile con le esigenze di speditezza dell'attività d'impresa, le quali si manifestano con ancora maggiore intensità nelle società quotate: queste ultime infatti sono soggette in misura assai rilevante alle fluttuazioni dei mercati - che spesso tendono a riflettere prospettive di *short-termism*¹⁰⁹ - e, in alcuni casi, anche alle intemperanze delle autorità di vigilanza europee¹¹⁰.

¹⁰⁶ Cfr. infatti le puntuali osservazioni di SANTELLA - TURRINI (nt. 3), 445. Tale termine non si applica invece in caso di riduzione del capitale sociale ai sensi degli artt. 2446 e 2447 c.c., essendo in tal caso un atto previsto dalla legge e imposto dalle particolari condizioni in cui versa la società.

¹⁰⁷ In proposito, FERRAN, *Company Law and Corporate Finance*, Oxford, 1999, 285.

¹⁰⁸ In questo senso, il potere del tribunale di disporre «che l'operazione abbia luogo nonostante l'opposizione», quando «ritenga infondato il pericolo di pregiudizio per i creditori» (così il quanto comma dell'art. 2445 c.c.), costituisce un rimedio solo parziale e, comunque, inadeguato.

¹⁰⁹ La propensione del mercato a ricercare una remunerazione del capitale di breve periodo, trascurando prospettive di crescita anche maggiori proiettate in un orizzonte temporale medio-lungo, è un fenomeno ormai ampiamente conosciuto [sulle ragioni che spingono il mercato ad adottare logiche di breve periodo v. DALLAS, *Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance*, in www.ssrn.com (2012), il quale rileva l'esistenza di un «*hyperbolic discounting which refers to the priority of the present or the tendency of individuals to heavily discount the future*»; BAVOSO, *The Global Financial Crisis, the Pervasive Resilience of Shareholder Value, and the Unfulfilled Promises of Anglo-American Corporate Law*, in *Int. Company & Commercial L. Rev.* (2014); e, con riferimento tanto alle società «a proprietà diffusa» quanto a quelle «a proprietà concentrata» MC CAHERY - VERMEULEN, *The 'Ignored' Third Dimension of Corporate Governance*, in www.ecgi.org (2014)]. Questo fenomeno, però, sembra essere destinato ad aggravarsi in seguito alla progressiva sostituzione delle tradizionali forme individuali di investimento diretto con le nuove forme di gestione collettiva del risparmio [sul punto, sia con riferimento all'attività degli *hedge fund* che a quella dei tradizionali fondi comuni d'investimento, cfr. gli studi di GILSON - GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in *Columbia Law Review* (2013) e di EREDE - SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2013, 931].

¹¹⁰ L'ultimo aumento di capitale (novembre 2016 - gennaio 2017) promosso dalla Banca Monte dei Paschi di Siena s.p.a. fornisce un chiaro esempio della rilevanza del problema

La ragionevolezza e l'adeguatezza della soluzione appena individuata si gioca dunque sulla possibilità di eseguire "immediatamente" la delibera di riduzione volontaria del capitale sociale, in deroga alla previsione di cui al terzo comma dell'art. 2445 c.c.

A questo proposito, un primo spunto può essere rinvenuto in quell'orientamento dottrinale che è solito distinguere tra "esecuzione" ed "efficacia" della delibera di riduzione del capitale sociale. Poiché infatti il terzo comma dell'art. 2445 c.c. sottopone a condizione sospensiva solamente l'*esecuzione* dell'operazione - impedendo cioè la distribuzione ai soci delle somme rinvenienti dalla riduzione del capitale - se ne può dedurre che la delibera sia invece immediatamente *efficace* già dal giorno della sua iscrizione nel registro delle imprese, con la conseguenza che la misura del capitale da indicare nello statuto e negli atti della società, nonché il nuovo valore contabile delle azioni, saranno quelli risultanti dall'approvazione della delibera *de qua*¹¹¹. In altri termini, la riduzione del capitale sociale è immediatamente efficace nei suoi aspetti organizzativi, comportando la sospensione dell'esecuzione un semplice vincolo di indisponibilità delle risorse liberate¹¹². Nella necessaria coerenza tra disciplina e fattispecie,

cui si è fatto cenno nel testo: non solo il *Single Supervisory Mechanism* ha richiesto all'istituto di credito l'esecuzione dell'ennesimo aumento di capitale, ma ha altresì imposto un calendario inderogabile entro il quale tale operazione di ricapitalizzazione si sarebbe dovuta concludere, respingendo qualsiasi richiesta di proroga (nel caso di specie, poi, è opportuno sottolineare che MPS aveva richiesto una proroga di "appena" venti giorni: il che sottolinea l'entità del rischio che l'applicazione della sospensione di cui all'art. 2445, quarto comma, c.c. porta con sé).

¹¹¹ Questa l'opinione espressa dai CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Orientamenti societari H.G.10 - Riduzione volontaria del capitale: efficacia ed eseguibilità*, in www.notaitriveneto.it; ma cfr. anche lo studio sulle società a responsabilità limitata di CORRADO, *Commento all'articolo 2482 c.c.*, in MARCHETTI - BIANCHI - GHEZZI - NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2006, 1255, spec. 1270 e di PINNARÒ, *Commento all'art. 2482 c.c.*, in SANDULLI - SANTORO (a cura di), *La riforma delle società - Vol. III*, Torino, 2003, 207.

¹¹² In senso contrario, MAGLIULO, *La riduzione del capitale con particolare riferimento alle s.r.l.*, in www.fondazione-notariato.it (2008), 14 sottolinea che, «se il legislatore avesse inteso realmente distinguere nel caso di specie tra efficacia della delibera e sua eseguibilità, avrebbe dovuto verosimilmente disciplinare la sorte della posta di patrimonio netto afferente all'importo della riduzione del capitale deliberata». L'effetto tipico di una delibera di riduzione del capitale sociale è infatti proprio quello di far cessare il vincolo di indisponibilità delle relative somme: pertanto, nella misura in cui tale vincolo permanga «non potrà dirsi che la modificazione statutaria del capitale abbia avuto effetto» [così MAGLIULO, *op. cit.*, 16, ma cfr. anche NOBILI - SPOLIDORO (nt. 102), 260 s., e il CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 35 - Riduzione "effettiva" del capitale sociale nella s.r.l.*, in www.consiglionotarilemilano.it, secondo cui, in tali ipotesi, il piano dell'efficacia della delibera si confonde necessariamente con quello della sua esecuzione]. In realtà, si può dubitare che la "funzione" del capitale nominale sia esclusivamente quella di creare un vincolo di indisponibilità su determinate poste del patrimonio netto, nella misura in cui esso - così come il valore nominale delle azioni - svolge anche una funzione *lato sensu* organizzativa, fungendo da regolatore dei rapporti interni alla società: ne sia prova il fatto

infatti, la regola di cui al terzo comma dell'art. 2445 c.c. è esclusivamente funzionale alla conservazione delle risorse finanziarie sulle quali i creditori avevano fatto affidamento¹¹³: pertanto, non sarebbe coerente con questo obiettivo attribuire a questi ultimi anche «il diritto di “incidere” sulla struttura societaria, sospendendo gli effetti di una delibera legittimamente adottata dai soci»¹¹⁴.

In ogni caso, anche a prescindere dall'attendibilità della distinzione cui si è fatto cenno, sembra essere dirimente il fatto che da tale riduzione del capitale sociale non possa “intrinsecamente” scaturire alcun pregiudizio a carico dei creditori¹¹⁵: sia perché le somme così liberate, confluendo nel patrimonio netto, non sono distribuite ai soci, sia perché tale operazione è funzionalmente collegata ad un successivo aumento di capitale¹¹⁶.

Il discorso, a questo punto, può utilmente prendere le mosse dall'art. 2503 c.c. Questa norma, infatti, consente di dare esecuzione a una fusione anche prima che siano trascorsi sessanta giorni dall'ultima delle iscrizioni previste dall'art. 2502 *bis* c.c. se un revisore ha accertato che «la situazione patrimoniale e finanziaria delle società partecipanti alla fusione rende non necessarie garanzie a tutela dei suddetti creditori»¹¹⁷. Certo l'art. 2445 c.c.

che proprio dalla misura del valore contabile delle azioni dipende la tutela concretamente accordata ai soci e che, similmente, dall'ammontare del capitale sociale (condizionando implicitamente la leva finanziaria) derivano le scelte degli amministratori sulla struttura finanziaria dell'impresa sociale. In questa prospettiva, dunque, non si vedono ragioni per impedire che la delibera di riduzione del capitale - nella misura in cui espliciti i propri effetti esclusivamente all'interno della società e della sua organizzazione - debba essere sospensivamente condizionata alla mancata opposizione dei creditori.

¹¹³ Conformemente all'«opinione tradizionale», NOBILI - SPOLIDORO (nt. 102), 262 ss. ritengono che «l'opposizione sia concessa per evitare che la riduzione pregiudichi i crediti (rendendone più incerta la soddisfazione da parte del debitore), e quindi il creditore è tenuto ad affermare e a provare (in caso di contestazione) tale pregiudizio»: «la riduzione del capitale esuberante comporta una diminuzione del patrimonio della s.p.a.: attuale, quando ha luogo con restituzione del capitale o rinuncia ai conferimenti; potenziale, quando l'importo della riduzione è accantonato in una riserva (disponibile). Inoltre, se il capitale sociale è più basso, diminuisce anche la garanzia che il capitale stesso rappresenta per i creditori». *Contra*, CABRAS, *Le opposizioni dei creditori nel diritto delle società*, Milano, 1978.

¹¹⁴ Così, i CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE (nt. 111), *passim* e, pur con riferimento alla disciplina riservata alle s.r.l., CORRADO (nt. 111), 1272, il quale sottolinea come «l'eventuale opposizione dei creditori si configuri come limite all'eseguitività dell'operazione, non come vincolo alla capacità deliberativa della società».

¹¹⁵ Similmente a quanto avviene, del resto, nell'ipotesi di cui al secondo comma dell'art. 2446 c.c., fattispecie per la quale non è prevista alcuna condizione sospensiva analoga a quella *ex art.* 2445, terzo comma, c.c.

¹¹⁶ Tale circostanza potrebbe poi essere più marcatamente segnalata, per esempio, subordinando l'efficacia della delibera di riduzione all'esecuzione dell'aumento di capitale: in questo modo, infatti, verrebbe evidenziato anche formalmente il collegamento negoziale che senza dubbio intercorre tra le due operazioni.

¹¹⁷ Sulla natura di tale asseverazione, cfr. il ricco commento di CACCHI PESSANI, *Commento all'art. 2503 c.c.*, in MARCHETTI - BIANCHI - GHEZZI - NOTARI (diretto da), *Commentario*

non prende espressamente in considerazione tale disciplina; chiarita però l'identità di funzioni che il diritto di opposizione dei creditori svolge in entrambe queste fattispecie, la disciplina di cui all'art. 2503 c.c. sembra poter trovare applicazione anche nell'ambito di una riduzione volontaria del capitale sociale¹¹⁸.

In senso contrario, non sembra corretto invocare la violazione del divieto di applicazione analogica di una norma speciale: la disciplina di cui all'art. 2503 c.c. non si pone affatto in termini di eccezione, costituendo piuttosto il naturale approdo cui giunge l'interpretazione teleologica delle norme in questione¹¹⁹. La *ratio* del diritto di opposizione deve infatti essere rinvenuta nell'opportunità di proteggere l'affidamento riposto dai creditori sull'entità delle risorse stabilmente vincolate dai soci: laddove però nessun pregiudizio a tale interesse possa discendere dall'esecuzione dell'operazione *de qua*, il diritto di opposizione perde di significato¹²⁰. Ne consegue che la società, ricorrendo ad uno degli espedienti di cui all'art. 2503 c.c., potrà deliberare l'aumento di capitale programmato prendendo come riferimento la nuova parità contabile, senza dover necessariamente attendere che trascorran i novanta giorni prescritti dall'art. 2445 c.c.

Il discorso, in realtà, potrebbe spingersi ancora oltre. Si è detto infatti che l'art. 2503 c.c. esplicita un principio altrimenti immanente alla stessa disciplina sulla sospensione dell'esecuzione di tali delibere, in quanto espressione dell'obiettivo di tutelare adeguatamente il ceto creditorio. Se si condividono tali premesse, si può allora concludere che, tutte le volte in cui è escluso *a priori* qualsiasi pregiudizio alle ragioni dei creditori (come

alla riforma delle società, Milano, 2006, 719, spec. 747 ss., ove - in particolare - il rilievo per cui tale disposizione «risponde a quella logica di fondo [...] di fissare un punto d'equilibrio tra l'esigenza di efficienza dei processi deliberativi e la tutela degli interessi del mercato, demandando ad intermediari reputazionali valutazioni su aspetti rilevanti dell'operazione di fusione, come forma di rimedio collettivo in aggiunta (o in sostituzione) a quelli individuali».

¹¹⁸ In senso favorevole, v. G. FERRI, *Le società*, in VASSALLI (fondato da), *Trattato di diritto civile italiano - Vol. 10.III*, Torino, 1987, 937; NOBILI - SPOLIDORO (nt. 102), 280; e FERRO-LUZZI, *Riduzione del capitale per esuberanza*, in *Riv. soc.*, 1994, 1052, che anzi rileva la maggior "pericolosità" della delibera di fusione rispetto a quella *ex art.* 2445 c.c. Da ultimo, cfr. anche MAGLIULO (nt. 112), 5 s. e il CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO, *Riduzione reale e attuazione anticipata con il consenso dei creditori - Studio n. 41-2016/I*, in *www.notariato.it* (2016), i quali però - pur favorevoli all'applicazione analogica dell'art. 2503 c.c. - non menzionano l'ipotesi dell'asseverazione da parte di una società di revisione.

¹¹⁹ E infatti simili "deroghe" si rinvencono anche all'art. 2500 *novies* c.c. in caso di trasformazione regressiva; all'art. 2487 *ter* c.c. in caso di revoca dello stato di liquidazione; e all'art. 2506 *ter*, quinto comma, c.c. in caso di scissione. Per un *excursus* sulla funzione del diritto di opposizione dei creditori, cfr. lo studio di CABRAS (nt. 113), *passim*, secondo cui, però, il "danno" che potrebbe conseguire ai creditori dall'esecuzione di tali delibere non è mai elemento tipico della fattispecie.

¹²⁰ Così, MAGLIULO (nt. 112), 5 s.

avviene nelle speciali ipotesi di riduzione del capitale di cui si discute)¹²¹, il diritto di opposizione non ha - *per questo solo fatto* - alcuna ragion d'essere: pertanto, in tali situazioni, sembrerebbe possibile eseguire immediatamente la delibera di riduzione del capitale sociale anche in assenza di tutte quelle cautele previste dall'art. 2503 c.c., le quali hanno appunto la funzione di “sterilizzare” il pregiudizio che potrebbe conseguire ai creditori (ma che qui non ha ragion di porsi).

9. *Alcune valutazioni conclusive sulla perdurante utilità del valore nominale e della disciplina sul prezzo minimo di emissione delle nuove azioni.*

Non resta ora che tentare di trarre alcune considerazioni conclusive in merito alla funzione svolta dal valore nominale delle azioni e dal divieto di cui all'art. 47, par. 1, Direttiva (UE) 2017/1132.

De iure condendo, sono state mosse numerose critiche all'effettiva utilità del valore nominale e della sua disciplina¹²²: l'investitore, infatti, «nella valutazione dell'opportunità di aderire o meno a una proposta di aumento di capitale [...] non guarda certo al valore nominale dell'azione», dotato com'è di «un ben limitato valore informativo» e, quindi, di «uno scarsissimo interesse pratico»¹²³. Parimenti, la “disciplina dell'informazione” non è da sola in grado di porre completo rimedio ai fallimenti del mercato che intende invece eliminare, e perfino gli operatori professionali si sono dimostrati soggetti, benché in misura e con dinamiche

¹²¹ È importante sottolineare che tutto il ragionamento articolato nel testo si regge attorno alla considerazione per cui l'assenza di qualsiasi pregiudizio ai creditori è intrinsecamente connessa alle modalità con le quali è stata organizzata l'operazione. Pertanto è indispensabile che il collegamento negoziale tra la delibera di riduzione e di aumento del capitale sociale assuma una specifica rilevanza non solo sul piano fattuale, ma anche su quello più strettamente giuridico (in proposito, cfr. *sub* nt. 116).

¹²² Persino quegli autori che hanno maggiormente sostenuto l'incompatibilità con il diritto europeo dell'emissione di nuove azioni sotto il valore nominale implicito, si sono poi dichiarati «perplex[i] sull'utilità del valore nominale e sulla necessità di mantenere il divieto dell'emissione sotto la pari» [così, SPOLIDORO (nt. 1), 7].

¹²³ Così, di nuovo, CESARINI (nt. 10), 751 e 754. A questo riguardo, FERRAN - HO (nt. 17), 72 e DAVIES - WORTHINGTON (nt. 10), 276 sottolineano che la tendenziale assenza di qualsiasi correlazione tra il prezzo di mercato delle azioni e il loro valore nominale rischia di rendere quest'ultimo solo una fonte di confusione per gli investitori. Per una convincente critica a tale ultima obiezione, v. però SPOLIDORO, *Il capitale sociale*, in ABBADESSA - ROJO (a cura di), *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, Milano, 1993, 59: è infatti davvero «improbabile che gli investitori (compresi i piccoli risparmiatori) possano cadere in un equivoco così grossolano», ma soprattutto «la conoscenza del valore nominale presuppone quasi inevitabilmente l'esame diretto del certificato che, con la progressiva “dematerializzazione” dei titoli d'investimento di massa, è ormai sempre meno agevole e frequente» (p. 73).

diverse, a quegli stessi limiti cognitivi che caratterizzano le comuni relazioni tra le parti di una transazione¹²⁴.

A questo riguardo - benché anche l'eventuale inopportunità di una scelta normativa non consenta all'interprete di ridisegnare l'ordinamento giuridico - tali considerazioni devono comunque spingere a interrogarsi in merito alla perdurante "tenuta" della tesi qui proposta con la realtà che intende regolare: essa, infatti, trova il proprio fondamento sulla funzione segnaletica del valore nominale delle azioni e, di riflesso, sulla capacità del mercato di cogliere tali segnali, orientando così il comportamento degli emittenti. A questo riguardo, anzi, è stato persino sollevato il dubbio che l'irrigidimento della struttura finanziaria dell'impresa riconducibile alla disciplina sul valore nominale potrebbe addirittura indurre gli emittenti a fissare quest'ultimo (e dunque anche il capitale sociale) su livelli particolarmente distanti dal corrispondente valore patrimoniale: in questo senso, dunque, la disciplina di mercato potrebbe persino avere effetti distorsivi rispetto agli obiettivi sperati¹²⁵.

Tutte queste obiezioni - assieme alle preoccupazioni legate alla necessità del rispetto dei termini di cui all'art. 2445, terzo comma, c.c. e ai costi connessi alla preventiva esecuzione di una riduzione del capitale - gettano così significativi dubbi sull'effettiva capacità del valore nominale di segnalare la "qualità" dell'emittente e, dunque, di fornire le premesse perché le dinamiche di mercato orientino in senso virtuoso i comportamenti delle società. In ogni caso, laddove si voglia valutare la perdurante utilità di tale istituto e della sua disciplina, non si deve dimenticare che il valore nominale costituisce, pur sempre, una "rete di sicurezza" contro operazioni di aumento di capitale con rilevanti effetti diluitivi¹²⁶, della quale - come spesso avviene per ogni presidio - si sente davvero la mancanza solo quando servirebbe e invece non c'è.

A questo proposito, è indubbio che il valore nominale delle azioni costituisce un presidio "debole" e incompleto contro la diluzione del valore patrimoniale della partecipazione alla società. Al contempo, però, esso non comporta "costi diretti" a carico dei soci. Tale conseguenza sarebbe invece inevitabile in un sistema interamente fondato sulla responsabilità della

¹²⁴ Il tema è già stato affrontato nel primo capitolo (par. 4), cui si rinvia per maggiori approfondimenti, e sia qui consentito limitarsi a menzionare lo studio di PERRONE, *Shall the big boys play by their own rules? Mercato all'ingrosso e regole di comportamento*, in *Riv. Soc.*, 2010, 522.

¹²⁵ Il rilievo è frequente, soprattutto negli ordinamenti di *common law*: per tutti, DAVIES - WORTHINGTON (nt. 10), 276.

¹²⁶ A questo riguardo, GINEVRA, *Determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Riv. soc.*, 2008, 498, spec. 513 osserva che, nonostante la disciplina sul valore nominale non costituisca una tutela "sicura" per l'azionista, «il socio che non esercita l'opzione in caso di collocamento al di sotto della parità contabile rischia di dovere sopportare un pregiudizio molto maggiore di quello che supporterebbe» se le azioni riportassero ancora l'indicazione del valore nominale.

società e degli amministratori¹²⁷, con inevitabili ripercussioni anche sul piano redistributivo¹²⁸. Ponendo poi un limite invalicabile all'annacquamento della partecipazione dei soci e coinvolgendo direttamente l'assemblea laddove le esigenze della società richiedano un sacrificio maggiore rispetto a quello consentito dal valore nominale delle azioni, il divieto in parola potrebbe contribuire a ridurre il rischio di selezione avversa che si manifesterebbe invece con maggiore intensità qualora i soci si scoprissero impotenti di fronte a simili rischi¹²⁹.

In conclusione, benché il divieto di emissione di nuove azioni sotto la pari costituisca certamente un costo per la società - ma ciò si potrebbe dire di qualsiasi norma che si proponga di tutelare un dato interesse - il problema diventa, ancora una volta, valutare se i costi connessi a tale tutela aggiuntiva siano davvero superiori ai benefici attesi¹³⁰ e, al contempo, se gli

¹²⁷ Sulla scorta del rilievo per cui, nel diritto del mercato dei capitali, la “disciplina della sanzione” gioca un ruolo essenziale all'interno della consueta dialettica «fra prevenzione e compensazione», PERRONE (nt. 87), 26 ss. sottolinea che, «poiché il costo atteso di una controversia giudiziale normalmente supera l'entità della delle somme di cui è probabile il recupero, [...] sussistono rilevanti incentivi per non agire in giudizio». D'altro canto, l'inadeguatezza della *class action* prevista dall'ordinamento italiano, la perentoria esclusione di qualsiasi forma di *punitve damage*, il perdurante divieto di stipulare un patto di quota lite tra cliente e avvocato, nonché l'endemica lentezza del sistema processuale italiano gettano ulteriori dubbi sull'effettiva adeguatezza di una soluzione di *enforcement* interamente fondata su una regola di responsabilità (similmente a quanto invece avviene nell'ordinamento statunitense: cfr. CLINE, *Pre-Emptive Rights: Importance of Drafting in Protecting Shareholders against Dilution of Investment and Compulsory Reinvestment*, in *Cal. L. Rev.* (1952), 132, spec. 138).

¹²⁸ Poiché infatti solo gli investitori più sofisticati e con un sufficiente interesse patrimoniale nella società potrebbero ragionevolmente avere accesso a tali forme di tutela c.d. obbligatoria, l'*enforcement* delle regole a beneficio di questi ultimi sarebbe “pagato” - in termini di un maggior costo dell'investimento - da tutti i soci (sugli effetti redistributivi inevitabilmente connessi al sistema di *enforcement* prescelto, v. soprattutto CALABRESI, *The Cost of Accidents. A Legal and Economic Analysis*, New Haven, 1970, 35 ss.; LANDES - POSNER, *The Economic Structure of Tort Law*, Cambridge, 1987, 54 ss.; e, con specifico riferimento ai mercati finanziari, PERRONE, *Less is more. Servizi di investimento e tutele degli investitori*, in *Banca borsa*, 2010, 527).

¹²⁹ Tali richi poi - è bene precizarlo - sono in buona parte estranei al rischio tipico d'impresa, che costituisce invece parte essenziale dell'investimento azionario (cfr. *sub* Cap. I). Benché infatti l'incidenza del livello di protezione offerto agli azionisti sullo sviluppo dei mercati finanziari costituisca ancora un tema molto discusso in dottrina, nessun autore esclude in radice l'esistenza di una simile correlazione e - in ogni caso - è ormai pacifico che l'assenza di un'adeguata tutela degli investitori contro comportamenti “abusivi” degli emittenti determini una generale perdita di fiducia verso il mercato dei capitali [così, PERRONE (nt. 87), 37 ss., ma v. già PORTALE, *informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in *Banca borsa*, 1982, 6. Tale impostazione è poi tradizionalmente invocata anche con riferimento alle norme che sanzionano l'*insider trading*: così, tra i tanti, SMITH - BLOCK, *The Economics of Insider Trading: A Free Market Perspective*, in *www.ssrn.com* (2015), *passim*].

¹³⁰ Così, ELENA (nt. 7), 568 - ancora nel vigore del codice di commercio e all'alba dell'introduzione delle *no-par share* negli Stati uniti - conclude la propria analisi sulla

interessi protetti dalla disciplina sul valore nominale possano trovare altrove una più adeguata tutela¹³¹.

perdurante utilità del valore nominale delle azioni: «perché il capitale delle società, che è il risparmio dei cittadini, deve essere amministrato con perizia e ardimento, con intuito e saggezza, con libertà e responsabilità: che se soverchi controlli inceppano e burocratizzano, cristallizzando o rovinando l'impresa, la mancanza assoluta di essi la trascina alla corsa sfrenata che può condurre alle vette luminose, ma può trascinare anche in lamentevoli abissi».

¹³¹ La questione verrà affrontata con maggior dettaglio nel terzo capitolo.

CAPITOLO III

LA DISCIPLINA DEGLI AUMENTI DI CAPITALE IPERDILUITIVI TRA DIRITTO DEL MERCATO DEI CAPITALI E ORDINAMENTO SOCIETARIO

SOMMARIO: 1. Diluizione della partecipazione sociale e tutela dell'azionista. - 2. L'inattendibilità della categoria dei diritti individuali e l'emersione della logica produttivistica alla base della disciplina sul diritto d'opzione. - 3. Società quotate e interesse alla conservazione del valore dell'investimento: la responsabilità degli amministratori per danno diretto ai soci. - 4. La salvaguardia del valore patrimoniale dell'investimento nell'ordinamento societario: la disciplina del diritto di opzione. - 5. Le peculiarità della limitazione del diritto d'opzione nelle società quotate. - 6. Il prezzo di emissione delle nuove azioni e il "valore reale" della partecipazione azionaria. - 7 L'*enforcement* delle regole sugli aumenti di capitale iperdiluitivi. - 8. L'inadeguatezza delle soluzioni offerte dall'attuale disciplina e alcuni spunti di riflessione: le operazioni di ristrutturazione d'impresa e le strategie di *gatekeeping*.

1. *Diluizione della partecipazione sociale e tutela dell'azionista.*

Sulla scorta delle indicazioni provenienti dall'interpretazione della Direttiva (UE) 2017/1132, il divieto di emettere nuove azioni al di sotto del loro valore contabile e la conseguente necessità di ricorrere alla procedura di cui all'art. 2445 c.c. rappresentano - come si è visto - una prima, importante difesa contro la diluizione del valore patrimoniale dell'investimento azionario. Tuttavia, la disciplina sul valore nominale costituisce per il socio una tutela solo parziale e il più delle volte inadeguata, non potendo comunque impedire - in presenza di ingenti riserve e considerevoli valori latenti di avviamento - l'esecuzione di un aumento di capitale a forte sconto¹. Deliberata infatti una corrispondente riduzione del capitale sociale, nulla potrebbe impedire un successivo aumento iperdiluitivo, e l'assenza di un mercato secondario efficiente per i diritti d'opzione "costringerebbe" i soci a sottoscrivere integralmente le nuove azioni².

Richiamando alla memoria la gravità delle conseguenze che gli azionisti subiscono a causa dell'esecuzione di operazioni di questo tipo³, è

¹ La questione è già stata già affrontata nel primo capitolo: sia qui sufficiente richiamare il contributo di NOTARI, *Il problema dei c.d. aumenti di capitale sotto la parità contabile*, in *AGE*, 2017, 33, spec. 58 ss.; nella prospettiva - per molti aspetti analoga - di cui all'art. 2447 c.c., cfr. invece STANGHELLINI, *Commento all'art. 2447 c.c.*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Milano, 2016, 2729.

² Significativa, al riguardo, è l'esperienza olandese: pur in presenza di un rigido divieto di emissione sotto la pari, si sono verificati casi di aumenti di capitale iperdiluitivi, alcuni dei quali caratterizzati da anomalie di prezzo di intensità addirittura «maggiore di qualsiasi aumento iperdiluitivo italiano» [cfr. CONSOB, *Aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo - Esiti delle consultazioni*, in *www.consob.it* (2016), 19].

³ Si rammenti infatti che, come è emerso dalle indagini empiriche effettuate (cfr. Cap. I, spec., par. 3), gli investitori che non hanno sottoscritto le nuove azioni hanno subito una perdita

dunque necessario indagare più a fondo come le regole generali che governano gli aumenti di capitale si adattino alle particolari fattispecie in esame, interrogandosi se queste regole siano effettivamente in grado di offrire soluzioni adeguate alla realtà che intendono disciplinare.

Soprattutto in presenza di operazioni caratterizzate da effetti tanto dirompenti, la necessità di apprestare una tutela sostanziale a beneficio degli investitori viene poi in rilievo non solo con riferimento al rapporto tra questi ultimi e l'emittente (in una prospettiva, cioè, di giustizia commutativa), ma assume importanti riflessi anche in termini di efficienza del mercato e di ottimale allocazione delle risorse (e, quindi, in una prospettiva di giustizia distributiva)^{3bis}: infatti, l'assenza di adeguati presidi alla condotta degli emittenti porta con sé il rischio di comportamenti opportunistici e problemi di *adverse selection*, mentre la possibilità di congegnare meccanismi coattivi per la sottoscrizione delle nuove azioni può deviare il risparmio privato verso progetti imprenditoriali immeritevoli. Specularmente - ma sempre nell'ottica di un'interpretazione orientata alle conseguenze - non possono essere ignorate anche le esigenze organizzative dell'impresa di reperire nuove risorse finanziarie, soprattutto in situazioni di crisi. L'importanza di contemperare i vari interessi in gioco - obiettivo cui tutta la disciplina dettata dall'art. 2441 c.c. è volta - nonché l'indiscutibile *favor* del legislatore verso soluzioni "preventive" e "concordate" della crisi d'impresa⁴ sottolineano la necessità di evitare che le regole poste a protezione degli investitori generino inopportune dinamiche di *overdeterrence*, scoraggiando o rendendo più difficili operazioni di ricapitalizzazione idonee a ripristinare l'equilibrio economico e finanziario della società⁵.

media del valore dei diritti d'opzione (sui quali si concentra mediamente ben l'83% del valore complessivo dell'investimento) pari al 48,8%, con punte anche fino al 99,3%.

^{3 bis} Sui principi di giustizia distributiva e commutativa in chiave giuridica, filosofica e storica, cfr. PERRONE, *The Just Price Doctrine and Contemporary Contract Law. Some Introductory Remarks*, in www.rivistaodc.eu (2013).

⁴ Vasta è la letteratura sul punto. In questa sede sia sufficiente il richiamo a STANGHELLINI, *La crisi d'impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007 e, più di recente, a PISANI MASSAMORMILE, *La predeuzione e i finanziamenti alle imprese in crisi*, in *Banca borsa*, 2015, 1 e a TOMBARI, *Principi e problemi di "diritto societario della crisi"*, in *Riv. soc.*, 2013, 1138.

⁵ Il tema è complesso e, in parte, è già stato affrontato: per ulteriori approfondimenti e indicazioni bibliografiche, cfr. dunque Cap. I, p. 15 ss.

2. *L'inattendibilità della categoria dei diritti individuali e l'emersione della logica produttivistica alla base della disciplina sul diritto d'opzione.*

Il problema della tutela dell'azionista di fronte alla diluizione della sua partecipazione sociale in pendenza di un aumento di capitale era già stato in parte affrontato dalla dottrina italiana all'interno del dibattito, sviluppatosi tra gli anni '50 e '60 del secolo scorso, sulla compatibilità del sovrapprezzo con il diritto di opzione (in un sistema che, peraltro, non prevedeva ancora l'obbligo per la società di emettere le nuove azioni con un congruo sovrapprezzo qualora fosse stato escluso il diritto di opzione)⁶.

Prendendo le mosse dalla riscontrata difficoltà di vendere i diritti di opzione a un prezzo quantomeno prossimo al loro valore teorico⁷, numerosi autori avevano evidenziato che, nei casi in cui l'azionista non avesse voluto (o potuto) esercitare il diritto di opzione, il sovrapprezzo - calcolato in funzione del "valore reale" della società - sarebbe stato «l'unico mezzo di tutela sicura dell'interesse del socio alle riserve accumulate»⁸. Da qui, dunque, non solo la compatibilità tra i due istituti, ma persino l'*opportunità* di offrire in opzione le nuove azioni con un adeguato sovrapprezzo (almeno nel caso in cui le caratteristiche della società emittente o le particolari condizioni dell'offerta avrebbero potuto impedire la creazione di un mercato

⁶ Per una sintesi, oltre agli autori citati *infra*, v. G. MUCCIARELLI, *Il sovrapprezzo delle azioni*, Milano, 1997, 124 ss.

⁷ Similmente a quanto si verifica, normalmente, durante l'esecuzione di un aumento di capitale iperdiluitivo: cfr. Cap. I, par. 2.

⁸ Particolarmente efficaci sono, al riguardo, gli argomenti addotti da GRAZIANI, *Sovrapprezzo delle azioni e diritto di opzione*, in *Riv. soc.*, 1961, 51 (da cui è tratta, a p. 56, la citazione riportata nel testo) e da NOBILI, *Il diritto d'opzione degli azionisti e i suoi limiti*, in *Riv. soc.*, 1957, 656, il quale - già all'epoca - scriveva: «la quotazione dei diritti di opzione si allontana di regola dal prezzo teorico, anche nei casi di società con azioni diffuse nel pubblico» e che, in ogni caso, «la trasferibilità dei diritti d'opzione è in parte indipendente dal prezzo di emissione delle nuove azioni». Vi sono infatti casi di «emissioni alla pari, in cui il potere di vendere i diritti non ha alcun significato pratico, in quanto non esistono compratori, o esistono pochi compratori che impongono un prezzo ben lontano da quello che si determinerebbe con le formule elaborate dalle scienze ragionieristiche». Pertanto, almeno «quando si prevede un ristretto mercato dei diritti di opzione, l'emissione delle azioni al valore di mercato può meglio soddisfare gli interessi dei soci, sia che sottoscrivano sia che non sottoscrivano le nuove azioni (pp. 692 s.). Predicano la compatibilità tra diritto d'opzione e sovrapprezzo, ritenendo dunque che quest'ultimo non comporti mai una limitazione del diritto d'opzione, rendendone più difficile la trasferibilità, ASCARELLI, *Diritto d'opzione nell'aumento di capitale e emissione delle nuove azioni con aggio*, in *Saggi di dir. comm.*, Milano, 1955, 432; SANTINI, *Il premio di emissione sulle azioni di società*, in *Riv. dir. civ.*, 1958, 385, spec. 394 ss.; VISENTINI, *Compatibilità del sovrapprezzo con il diritto d'opzione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1961, 26 e PASTERIS, *L'emissione di azioni con sovrapprezzo*, in *Riv. soc.*, 1962, 27, ove l'opportuna dimostrazione matematica che «non è la qualificazione (capitale e sovrapprezzo) data ai conferimenti richiesti al socio che può mettere questi in difficoltà, ma la loro entità e solo questa. E poiché la società è arbitra nel determinare l'entità dell'aumento, il problema non può porsi» (p. 29).

secondario per i diritti d'opzione sufficientemente liquido)⁹.

Tra gli argomenti maggiormente spesi dalla dottrina a sostegno di tali conclusioni, vi era però il tentativo - più o meno esplicito - di ricostruire in via interpretativa l'esistenza di un di "diritto di proprietà" dei soci sulle riserve accumulate dalla società¹⁰, dal quale discendeva poi un vero e proprio

⁹ Al riguardo, GRAZIANI (nt. 8), 56 sollecita a «prendere in seria considerazione» - almeno per le società non quotate, dove non esiste un mercato dei diritti d'opzione - l'opportunità di introdurre *de iure condendo* un simile obbligo. Per un tale suggerimento, cfr. anche ZAFFARONI, *Sul sovrapprezzo nell'emissione di azioni*, in *Riv. soc.*, 1964, 581, spec. 584, il quale sottolinea però che la menzionata inadeguatezza del diritto di opzione è dovuta a una mera «circostanza di fatto (mancanza di mercato delle azioni e dei diritti) non prevista dal legislatore», per cui non sarebbe possibile «ricavare dalle norme esistenti l'obbligatorietà del sovrapprezzo, come complemento della protezione offerta dal diritto di opzione»: «non in generale, che, anzi, nel caso normale (esistenza del mercato) il sovrapprezzo sarebbe giuridicamente superfluo e di fatto nocivo alla società», limitando rendendo più difficoltosa la cessione dei diritti d'opzione; «né nel caso particolare (mancanza del mercato), che giuridicamente rimane irrilevante»: quest'ultimo punto - soprattutto con riferimento alle società quotate - sarà affrontato *infra* par. 4.

¹⁰ Eloquenti, ancora una volta, sono le parole di GRAZIANI (nt. 8), 62: «l'emissione di azioni alla pari, assegnate ai nuovi soci, allorché la società ha in precedenza costituito riserve (e cioè accantonando utili) equivale ad assegnazione di parte di utili a favore di terzi. Ora, pur volendo escludere un diritto individuale del socio agli utili, mi sembra non sia possibile, in mancanza di una espressa norma legislativa [...] riconoscere alla maggioranza, comunque determinata, la facoltà di attribuire parte degli utili a chi non era socio al momento nel quale gli utili sono stati prodotti» [sull'uguaglianza, in una prospettiva finanziaria, tra distribuzione degli utili ed emissione di nuove azioni per un prezzo inferiore al loro valore reale offerte in opzione ai soci, cfr. HANKS jr, *Legal Capital and the Model Business Corporation Act: an Essay for Bayless Manning*, in *Law and Contemporary Problems* (2011), 211; ma, per la precisazione che tale uguaglianza non possa avere alcun "risvolto" normativo, v. correttamente VISENTINI (nt. 8), 44]. Sorprendentemente, anche le posizioni espresse dalla dottrina che pure negava la compatibilità tra diritto d'opzione e sovrapprezzo traevano origine dalla presunta esistenza di un di "diritto di proprietà" degli azionisti sulle riserve accumulate, in ragione del fatto che l'imposizione di un sovrapprezzo avrebbe reso più difficile la cessione dei diritti d'opzione sul mercato secondario. In proposito, MESSINEO, *Sul sovrapprezzo nell'emissione di azioni di società secondo il diritto italiano*, in *Riv. soc.*, 1961, 197 scriveva infatti che, «di regola, la società, in vari anni di oculata gestione *accumula* notevoli *riserve* e che tali riserve si sono potute costituire col sacrificio degli attuali soci, che hanno rinunciato a una parte dei utili dell'impresa e ne hanno reso possibile la formazione»: in tale situazione «il socio è divenuto virtuale proprietario di un'aliquota del patrimonio sociale, in proporzione di ciascuna azione» (p. 201); similmente, anche ROTONDI, *È compatibile con il diritto d'opzione la emissione di azioni con sovrapprezzo?*, in *Riv. dir. comm.*, 1960, 81 sottolineava che «le riserve *sono già* potenzialmente dei soci, essendo il frutto della loro astinenza nella ripartizione degli utili di passate gestioni», per cui «sarebbe ingiusto e irragionevole» che il socio - attraverso il sovrapprezzo - paghi «*ciò ch'è suo*» (p. 89).

È ormai principio acquisito in dottrina e giurisprudenza (cfr. *infra* nt. 40) che la partecipazione azionaria (benché di maggioranza, o persino totalitaria) attribuisca soltanto quell'insieme di posizioni giuridiche soggettive che caratterizzano lo *status socii*, ma non un diritto di proprietà sul patrimonio della società o sulle sue riserve. In proposito, pur nella diversità degli argomenti addotti, è d'obbligo il riferimento a D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, Milano, 1968, 123 ss.; G. ROSSI, *Persona giuridica, proprietà e rischio*

diritto individuale all'integrità patrimoniale della quota¹¹. In questo senso, l'emissione delle nuove azioni al valore nominale - lungi dall'agevolare l'esecuzione dell'aumento di capitale, facilitando i vecchi azionisti nella sottoscrizione delle nuove azioni offerte loro¹² - rischiava piuttosto di risolversi in un'ingiustificata "espropriazione" dei soci che non avevano preso parte all'aumento di capitale.

Ciò nonostante, pur partendo da un tale assunto, la dottrina era comunque piuttosto restia a individuare un vero e proprio *obbligo* per la società di offrire ai soci le nuove azioni con un adeguato sovrapprezzo¹³:

d'impresa, Milano, 1967, 12 ss. e BIONE, *Le azioni*, in COLOMBO - PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni - Vol. 2**, Torino, 1991, 3 ss.

¹¹ Sicché l'«emissione e la vendita di azioni per un prezzo inferiore al loro valore reale viola i diritti degli azionisti», come rileva TRIMARCHI, *Invalidità delle deliberazioni di assemblea*, Milano, 1958, 153 ss., il quale non esita appunto ad identificare in quegli aumenti di capitale eseguiti «mediante emissione di nuove azioni per un corrispettivo inferiore al valore reale della quota che esse rappresentano» una «manifesta lesione dei diritti degli azionisti», sottolineando altresì che tale «violazione del diritto dei soci non [verrebbe] meno per il fatto che ad essi sia riconosciuto il diritto di opzione, perché la società non deve poter porre ai vecchi soci l'alternativa fra il sottoscrivere le nuove azioni e il vedersi sottrarre una quota del patrimonio sociale». In questa prospettiva, dunque, l'autore sembrerebbe ricostruire in via interpretativa l'esistenza di un "obbligo di sovrapprezzo" anche nel caso di aumenti di capitale con diritto di opzione (per una simile indicazione, benché *de iure condendo* e limitatamente alle società non quotate, cfr. *sub* nt. 9)

¹² Secondo quando argomentavano, invece, i fautori della tesi sulla radicale inconciliabilità tra i due istituti: cfr. ROTONDI (nt. 10), *passim* e MESSINEO (nt. 10), *passim*.

¹³ Anche nel vigore del Codice di commercio del 1882, la dottrina maggioritaria era giunta a simili conclusioni (per una ricca indagine in proposito, cfr. ABU AWWAD, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, 50 ss.). Da un lato, infatti, il diritto di opzione non trovava alcun esplicito riconoscimento normativo - sicché la sua previsione era rimessa alla libertà statutaria - e ad esso era assegnata comunque una funzione esclusivamente patrimoniale, impedendo a soggetti terzi di "impossessarsi" della ricchezza accumulata dall'impresa [Cfr. sul punto MONTESSORI, *Il diritto di opzione nella emissione di nuove azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1921, 466, spec. 480 e VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale - Vol. II*, Torino, 1903, 208: significativa, in proposito, era la possibilità di non concedere la facoltà di recesso in caso di assegnazione dei diritti di opzione (v. *infra*)]. Per altro verso, pur enfatizzando l'*opportunità* (ma non l'*obbligatorietà*) di fissare un sovrapprezzo se le azioni fossero state offerte a terzi [pacifica, infatti era la funzione del sovrapprezzo quale «corrispettivo del vantaggio di partecipare a una società già avviata», come rileva SCIALOJA, *Gli aumenti di capitale nelle società per azioni e l'imposta di R.M.*, in *Riv. dir. comm.*, 1907, 568, ma cfr. anche VIVANTE, *op. loc. cit.*] la dottrina maggioritaria negava l'esistenza di un diritto individuale dei soci all'integrità patrimoniale della quota. «Se l'organo sociale competente non fissasse il valore di emissione delle nuove azioni in esatta proporzione con l'intero patrimonio sociale [...] non si vuole escludere che potesse essere oggetto di giustificato dissenso la opportunità della deliberazione, ma non per questo il singolo socio avrebbe motivo per lamentare la violazione di un suo diritto, perché il diritto di quota ha per oggetto una quota parte, e in denaro, del patrimonio netto, sciolta che sia la società»: pertanto, «la partecipazione dei nuovi soci a fruire dei fondi di riserva già esistenti e dell'avviamento, in quanto il valore di questi verrà a riflettersi sul valore di borsa delle nuove azioni emesse, in ipotesi, per un valore inferiori a quello corrente di borsa, è una conseguenza della libertà della società di chiedere nuovi apporti a chi essa creda e di stabilire, come giudica più

conseguenza questa che, invece, sarebbe dovuta discendere piuttosto agevolmente dalle menzionate premesse¹⁴. In conclusione, dunque, benché fosse considerata legittima - e anzi auspicabile - la previsione di un sovrapprezzo nell'emissione delle nuove azioni offerte in opzione, il socio non poteva vantare nessuna pretesa nei confronti della società.

In realtà, è proprio l'esistenza di un diritto del socio all'integrità patrimoniale della propria quota ciò che non persuade. A questo proposito, è anzitutto il dato normativo a confutare tale assunto: la stessa facoltà riconosciuta all'assemblea straordinaria dall'art. 2349, primo comma, c.c. di disporre «l'assegnazione di utili ai prestatori di lavoro» mediante l'emissione «di speciali categorie di azioni»¹⁵, così come la possibilità di deliberare l'emissione di azioni privilegiate nei diritti patrimoniali¹⁶ segnalano infatti l'inadeguatezza di qualsiasi costruzione dogmatica che intenda rinvenire all'interno dell'ordinamento delle società di capitali un "diritto individuale di quota" in capo all'azionista.

Ma è soprattutto l'analisi della disciplina sulla riduzione del capitale sociale per perdite a persuadere dell'inesattezza di tali conclusioni. L'art. 2447 c.c., qualora le perdite registrate durante l'esercizio abbiano consumato tutte le poste del patrimonio netto, impone all'assemblea di azzerare il capitale sociale e di deliberare «il contemporaneo aumento del medesimo ad una cifra non inferiore» all'ammontare minimo previsto dalla legge¹⁷. Tale

conveniente, le condizioni della nuova emissione» [così, MONTESSORI, *op. cit.*, 471, richiamato anche in ABU AWWAD, *op. cit.*, 57, ma cfr. anche FRÉ, *Opzione* (voce), in *Nuovo dig. it.*, 1939, 171, spec. 173; *contra*, GORLA, *Le società per azioni secondo il nuovo codice*, Milano 1942, 78].

¹⁴ Quantomeno laddove si rinvenga la nozione di "diritto individuale" in una posizione giuridica soggettiva del socio «di fronte alla quale la persona giuridica - società è carente di legittimazione a disporre», secondo l'impostazione tradizionale proposta da VIGHI, *I diritti individuali degli azionisti*, Parma, 1902, 15, ma criticata da BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Milano, 1960 per la sua valenza meramente descrittiva, fino al punto di negare la stessa utilità - soprattutto in funzione degli strumenti di tutela approntati dall'ordinamento - della nozione stessa di "diritto individuale" dell'azionista. Tra tutti gli autori citati nelle note precedenti, infatti, solo TRIMARCHI (nt. 11), 158 s. si spingeva a tanto.

¹⁵ In proposito, lo stesso GRAZIANI (nt. 8), 62 - dopo aver osservato che «i poteri riconosciuti all'assemblea in merito alla distribuzione degli utili ai soci consentono alla stessa di limitare la distribuzione» e di devolverli «al miglior conseguimento dell'oggetto sociale», ma non possono mai «giungere fino ad attribuire gli utili a *non soci*» - rinviene proprio nella norma appena citata un'eccezione a tale divieto.

¹⁶ Se ne ricorrono i presupposti, anche con esclusione del diritto di opzione.

¹⁷ In realtà, è ormai pacificamente ammessa, anche in tali ipotesi, la «legittimità di una deliberazione di aumento senza preventiva riduzione del capitale», a condizione «che si tratti di un aumento di capitale da sottoscrivere tempestivamente in misura idonea a ricondurre le perdite entro il terzo» del nuovo capitale nominale (così, il CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 122 - Aumento di capitale in presenza di perdite*, in www.consiglionotarilemilano.it). Il ricorso a una simile procedura consente di mantenere all'interno della compagine sociale anche quei soci che non sottoscrivono l'aumento di capitale, ovviamente diluiti: benché il ricorso alla procedura tradizionale possa «aprire la

norma collega dunque l'azzeramento del valore della partecipazione sociale e il conseguente annullamento delle vecchie azioni ai dati che emergono dal bilancio d'esercizio: un documento contabile redatto secondo il principio di prudenza che esprime valori dell'impresa spesso molto lontani dal suo "valore reale". Costruendo su tali basi la fattispecie di riduzione obbligatoria del capitale sociale, il legislatore sembra così ammettere - di fatto - che il socio possa essere privato di quella parte del valore della propria partecipazione sociale non espressa dai dati di bilancio, almeno tutte le volte in cui egli non intenda o non possa sottoscrivere l'aumento di capitale deliberato¹⁸. Ciò - si badi - non in ragione di un presunto abuso della discrezionalità degli amministratori nella valutazione delle poste di bilancio, i quali potrebbero essere indotti dal gruppo di controllo a creare artificialmente una perdita sufficiente a erodere tutto il capitale sociale; tale effetto si produce piuttosto in virtù di una precisa scelta del legislatore, giustificata soprattutto dalla necessità di ancorare l'operatività della disciplina sul(la riduzione del) capitale sociale a parametri ritenuti sufficientemente oggettivi e tali da garantire una tutela "credibile" alle ragioni di soci e creditori¹⁹.

strada a possibili censure di abuso di maggioranza», soprattutto «qualora il valore effettivo del patrimonio sia positivo, a dispetto dei valori contabili posti a base della riduzione del capitale» [in questo senso, STANGHELLINI (nt. 1), 2740], non vi è certo un obbligo della società di utilizzare tale procedura speciale, nemmeno nel caso di valori patrimoniali latenti. Una simile tecnica, infatti, «impone sempre e in ogni caso un impegno economico superiore» rispetto a quello conseguente all'*iter* descritto dall'art. 2447 c.c. (CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *op. cit.*) e tale circostanza non può non essere presa in considerazione nelle valutazioni - necessariamente discrezionali - di amministratori e soci. Se infatti la procedura descritta consente di salvaguardare il valore residuo della vecchia partecipazione, essa può rappresentare un considerevole ostacolo nella ricerca di finanziatori esterni disponibili a "riconoscere" tale valore ai vecchi azionisti: e pare evidente che, in questa prospettiva, difficilmente possa essere sacrificato l'interesse della società ad una adeguata ricapitalizzazione con quello dei soci che non intendono sottoscrivere l'aumento di capitale; soprattutto quando dalla mancata esecuzione dell'operazione dovesse discendere la liquidazione della società, che - probabilmente - rischierebbe di esporre gli amministratori all'azione di responsabilità *ex art.* 2394 c.c. (ma, forse, anche alla stessa azione sociale di responsabilità di cui all'art. 2392 c.c.) per non aver dato corso ad una strada che avrebbe presumibilmente garantito la continuità aziendale (simili argomenti possono essere spesi anche con riferimento al problema della legittimità dell'esclusione del diritto d'opzione in sede di aumento di capitale *ex art.* 2447 c.c., come recentemente rilevato da SPOLIDORO, *Parere pro veritate sulla legittimità dell'esclusione del diritto di opzione in caso di azzeramento del capitale per perdite e successiva ricostituzione del capitale*, 2016, dattiloscritto consultato per cortesia dell'autore).

¹⁸ Benché con esclusivo riferimento al concordato preventivo, cfr. in proposito la fattispecie di cui all'art. 163, comma 5, l. fall., in virtù della quale soggetti terzi sono autorizzati a presentare proposte di concordato c.d. concorrenti che prevedono un aumento di capitale anche con esclusione del diritto d'opzione. Il tema verrà affrontato *infra*, par. 8.

¹⁹ Il tema è noto: *ex multis*, cfr. MIOLA, *La tutela dei creditori ed il capitale sociale: realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2012, 248; 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 internazionali*, in BALZARINI - CARCANO -

Tutti questi indici normativi si dimostrano poi coerenti con quell'impostazione - ormai prevalente - che qualifica le posizioni giuridiche soggettive dell'azionista all'interno della società come «situazioni di potere», le quali - combinandosi tra loro - concorrono a formare il complessivo assetto organizzativo della società, secondo un'impostazione che tende a sostituire ai concetti di persona e di contratto (e, quindi, di diritto soggettivo), quelli di attività e di organizzazione²⁰. In questo senso, dunque, l'interesse del socio "in quanto tale", per il perseguimento del quale l'ordinamento gli riconosce un potere, deve necessariamente trovare soddisfazione all'interno dell'organizzazione societaria stessa, secondo le regole - legali e statutarie - che ad essa presidono²¹.

VENTORUZZO (a cura di), *La società per azioni oggi*, Milano 2007 e STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012, 605.

²⁰ Così, *ex multis*, ANGELICI, *La società per azioni - Principi e problemi*, Milano, 2012, (dove è tratta la citazione riportata nel testo; ma cfr. anche ID, *La società nulla*, Milano, 1975, spec. 116 ss.) la cui indagine si articola in un confronto tra le categorie della persona, dei diritti e del contratto con «la realtà giuridica della società per azioni», rivendicandone l'alterità. In quest'ottica, i poteri di cui dispongono i soci si esplicano «non tanto e non soltanto nei confronti della società, quanto nella società: che cioè, a differenza dello schema del diritto potestativo, ad essi non fanno riscontro situazioni passive, per esempio di soggezione, bensì (almeno anche) altre situazioni ugualmente di "potere"». Sul punto è poi d'obbligo il riferimento all'opera di FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1971, 234 ss., il quale - sostituendo l'attività al soggetto quale elemento cardine dell'ordinamento societario - rileva che «ove vi è diritto soggettivo in senso proprio si è fuori o al termine del fenomeno associativo»: così, «la tutela del singolo nel fenomeno associativo [...] è totalmente affidata all'organizzazione, ai criteri ed ai requisiti stabiliti per lo svolgimento coordinato degli atti, onde la tutela stessa si svolge con l'agire nell'organizzazione, e, eventualmente, contro [...] Siamo dunque chiaramente nella "zona" del *posse*, non del *licere*» (p. 240).

²¹ Il riferimento è, soprattutto, alle norme di cui agli artt. 2380 *bis* e 2364 c.c., nonché al c.d. principio di maggioranza. Le prime, assegnando le competenze in materia gestoria «esclusivamente» all'organo amministrativo (ma per un tentativo di recupero del ruolo dall'assemblea v. ABBADESSA - MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, 268 e PORTALE, *L'invalidità delle delibere assembleari: tra tutela demolitoria e tutela risarcitoria*, in ABBADESSA - PORTALE *La società per azioni oggi - Liber amicorum Gian Franco Campobasso - Vol. II*, Milano, 2006, 611), contribuiscono ad accentuare quella "spersonalizzazione" della società per azioni di cui si è detto, isolando l'esercizio dell'attività d'impresa dall'interesse particolare dei soci [cfr. ANGELICI (nt. 20), 345 ss. e 364 ss. e - pur in una diversa prospettiva - G. ROSSI, *Persona giuridica, proprietà e rischio d'impresa*, Milano, 1967, spec. 125 ss.]: in quest'ottica, il principio di maggioranza diventa la regola attraverso la quale, in sede assembleare, sono risolti i conflitti interni fra i soci. In proposito, è stato però rilevato che tale "spersonalizzazione" «nella pratica non può affatto cancellare o limitare la rilevanza delle persone di "tutti" gli azionisti, ma semmai solo di "alcuni"» [sicché, così prosegue il ragionamento, sembra che «il passaggio dal "sistema a soggetto" al "sistema ad attività"» abbia piuttosto «prodotto un aggravamento della minorazione degli esclusi»: così, SPOLIDORO, «Principi e problemi» delle società per azioni nel libro di Carlo Angelici, in *Riv. soc.*, 2014, 159; ma cfr. anche ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni*, Milano, 1975, 46 ss. (secondo cui la circostanza che «nella grande impresa il controllo interno [dei soci] tende, comunque, di fatto, ad affievolirsi [...] può soltanto suggerire l'introduzione di appropriati strumenti compensativi (esterni), non certo la demolizione di quelle forme di intervento che possono comunque contribuire ad un assetto

Se dunque il socio - come correttamente si ritiene - non può vantare verso la società un diritto individuale perfetto all'integrità patrimoniale della propria quota, ma solo una posizione giuridica soggettiva "mediata" dall'organizzazione sociale, allora egli non può nemmeno lamentare alcun danno giuridicamente rilevante nei casi di cui ci si occupa, né invocare l'illegittimità della delibera di aumento di capitale. Poiché infatti la società è senz'altro libera di fissare discrezionalmente - pur nel rispetto della disciplina delineata dall'art. 2441 c.c. - l'importo e le condizioni alle quali eseguire l'aumento di capitale²², il socio non può far altro che concorrere con il proprio voto alla formazione di tale decisione, senza che possa essere invocato un limite "estrinseco" alla volontà assembleare (salva, ovviamente, l'*exceptio doli generalis* e l'abuso della maggioranza)²³.

Tale impostazione riflette in massimo grado la necessità di porre al centro dell'ordinamento delle società per azioni «la tutela dell'organismo produttivo»: a quest'ultimo, infatti, si vuole «garantire la possibilità di procurarsi nuovi finanziamenti anche con il sacrificio degli interessi patrimoniali degli azionisti», la cui protezione - rappresentata soprattutto dal diritto di opzione - rischia, a volte, di risolversi in una tutela «esclusivamente formale»²⁴. È proprio in quest'ottica "produttivistica" che, dunque, si comprende come mai tutti i tentativi di estendere «l'obbligatorietà del sovrapprezzo pure ai casi di non esclusione del diritto di opzione» non siano mai approdati a soluzioni pienamente coerenti²⁵.

Determinato *a priori* l'ammontare di mezzi propri di cui la società ha

più equilibrato del potere e che trovano un indiscutibile titolo di legittimazione nella sopportazione del rischio»), nonché la ricostruzione gius-politica di tale fenomeno proposta da GALGANO, *Le società in genere*, Milano, 1982, 115 ss.]. In questo senso - coerentemente con quanto ci si aspetterebbe in un sistema "a proprietà concentrata" - il principio maggioritario si atteggia piuttosto a regola che sancisce una posizione preconstituita di potere e, dunque, un predeterminato assetto d'interessi (pertanto, sottoposto a precisi limiti).

²² Per la ricostruzione del "significato organizzativo" della competenza assembleare in tema di aumento di capitale, cfr. soprattutto GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento di capitale sociale nelle s.p.a.*, Milano, 2001, 92 ss. e MAUGERI, *Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnalatica del capitale sociale nel diritto europeo armonizzato*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, 1.

²³ Cfr. *ex multis*, G. MUCCIARELLI (nt. 6), 146 s.; NOBILI - VITALE, *La riforma delle società per azioni. Commento alla Legge 7 giugno 1974, n. 216 e ai Decreti delegati*, Milano, 1975, 341, spec. 357; e VISENTINI (nt. 8), 38 s.

²⁴ Puntuali, al riguardo, le osservazioni di PORTALE, *Opzione e sovrapprezzo nella novella azionaria*, in *Giur. comm.*, 1975, 207 cui sono tratte, alle pp. 227 s., le citazioni riportate nel testo; ma cfr. altresì VISENTINI (nt. 8), 38, nt. 17.

²⁵ V., ancora una volta, le critiche mosse da PORTALE (nt. 24), 224 ss., ritenute eccessive da GINEVRA, *Determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Riv. soc.*, 2008, 498, spec. 506 s.: secondo questo autore, infatti, l'aumento di capitale a pagamento «è prima di tutto e inevitabilmente una decisione di (auto) finanziamento dell'impresa comune: solo in seconda battuta, là dove si possa o di debba in concreto chiedere ai terzi o al mercato, la vicenda diviene occasione (a quel punto necessaria) per l'adozione di scelte concernenti i due diversi piani dell'assetto partecipativo e del vantaggio patrimoniale, in funzione della migliore realizzazione dell'interesse sociale».

bisogno, per il socio che intende sottoscrivere le nuove azioni è indifferente che il conferimento richiestogli sia versato come sovrapprezzo o venga piuttosto imputato a capitale sociale: in questo senso, dunque, lo sconto al quale sono emesse le nuove azioni non agevola in alcun modo la posizione del socio, come pur, a volte, si ritiene²⁶. Diversa, invece, è la posizione di quegli azionisti che non possono o non vogliono partecipare all'aumento di capitale: questi, in assenza di un mercato secondario per i diritti, sono "artificialmente" indotti a sottoscrivere le nuove azioni per evitare l'annacquamento del valore patrimoniale della loro partecipazione, agevolando così l'esecuzione dell'aumento di capitale. È dunque solo in questa prospettiva che si comprende come mai (= a quale prezzo), «*in periods of greater volatility, the deep discounted rights issue structure allows companies to raise large amounts of equity that would not always be possible under a standard tightly discounted rights issue or pre-emptive placing structure*»²⁷. Tali operazioni, per di più, tendono ad avvantaggiare «quegli altri azionisti (per lo più grossi) che, per contro, vogliono realizzare un lucro, approfittando della mancata sottoscrizione dei nuovi titoli da parte»²⁸ degli altri soci, o avendo comunque accesso a benefici privati del controllo.

3. Società quotate e interesse alla conservazione del valore dell'investimento: la responsabilità degli amministratori per danno diretto ai soci.

La logica produttivistica che pervade la disciplina delineata dall'art. 2441 c.c. dà dunque ragione dei risultati cui era giunta la dottrina che si era dedicata allo studio del tema, negando l'esistenza di obblighi nella determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni diversi da quelli ex art. 2346 c.c. Queste conclusioni meritano però di essere parzialmente ripensate allorché si prendano in considerazione le società quotate e - più in generale - tutte le società le cui azioni sono «diffuse fra il pubblico in misura

²⁶ Così, soprattutto, PASTERIS (nt. 8), 29; ma cfr. anche VISENTINI (nt. 8), 38 s., il quale ribadisce come sia «del tutto indifferente, ai fini dell'esercizio dell'opzione da parte degli azionisti, che la somma venga conseguita dalla società attraverso un corrispondente aumento di capitale, oppure, per una parte, con l'aggiunta di un sovrapprezzo ad una minore cifra di aumento di capitale. Le difficoltà che l'operazione può determinare per il singolo azionista sono identiche nei due casi. Esse possono derivare dall'entità dell'operazione. Non deriveranno invece dal fatto che una parte delle somme debba essere versata a titolo di sovrapprezzo». Ormai abbandonate sono infatti quelle tesi che riconoscevano nel sovrapprezzo un ostacolo spesso insormontabile per il socio che avesse voluto partecipare all'aumento di capitale [cfr. MESSINEO (nt. 10), *passim* e ROTONDI (nt. 10), *passim*].

²⁷ Così, MYNERS, *Pre-emption rights: a final report. A Study by Paul Myners Into the Impact of Shareholders' Pre-emption Rights on a Public Company's Ability to Raise New Capital*, in www.pre-emptiongroup.org.uk (2005), 27.

²⁸ Così, PORTALE (nt. 24), 277 s., ma cfr. Cap. I, spec. par. 3.

rilevante»²⁹: in tali ipotesi, le esigenze organizzative e gestionali attraverso cui si è soliti osservare il fenomeno societario devono essere infatti coordinate con la presenza del mercato dei capitali di rischio.

Il mercato finanziario costituisce la cornice all'interno della quale queste società operano, concorrendo a plasmare lo sviluppo della loro attività e organizzazione³⁰. In considerazione di ciò, la quotazione in un mercato regolamentato è altresì assunta dal legislatore quale presupposto per l'applicazione di una disciplina speciale: le norme riservate alle società quotate sono infatti ritagliate in ragione del peculiare atteggiarsi delle regole di diritto comune con i meccanismi di mercato e, talvolta, la presenza di un mercato sufficientemente liquido si pone essa stessa quale soluzione efficiente a numerosi problemi che, normalmente, richiederebbero l'intervento del diritto positivo³¹. Questa relazione tra mercato e diritto

²⁹ Questa l'incerta formulazione dell'art. 2325 *bis* c.c., sulla quale cfr. SCIUTO, *Commento all'art. 2325 bis*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Milano, 2016, 135.

³⁰ Così, l'individuazione dell'ammontare dei conferimenti, le condizioni di emissione delle azioni, la scelta del metodo di esecuzione dell'aumento [tramite diritto d'opzione o, se ne ricorrono i presupposti, attraverso un'offerta al pubblico: cfr. MYERS - MAJLUF, *Corporate Finance and Investment Decisions When Firms Have Information and Investors Do Not Have*, in *J. Fin. Econ.* (1984), 187, e - più in generale - gli autori citati nel primo capitolo], ma anche la stessa decisione di deliberare l'aumento di capitale, hanno come necessario punto di riferimento le concrete condizioni del mercato e il suo *sentiment* nei confronti dell'emittente. Parallelamente è altresì importante considerare come le dinamiche di mercato influiscano anche sulle norme di diritto positivo che disciplinano gli aumenti di capitale: così - per esempio - la scelta di privilegiare l'utilizzo dei diritti di opzione pone un importante tema di liquidità del mercato secondario dei diritti [non solo nel caso degli aumenti di capitale ipediluitivi, benché in questi ultimi il fenomeno si manifesti con maggiore intensità; cfr. MASSA - VERMAELEN - XU, *Choices in Equity Finance. A Global Perspective*, in *www.ssrn.com* (2016); nella dottrina italiana MACCHIATI - PROVIDENTI - SICILIANO, *Verso una riforma delle regole della finanzia d'impresa*, in *Mercato, concorrenza e regole*, 1999, 293, spec. 307 s.], con rilevanti implicazioni *de iure condendo*: sia nel senso di valutare l'opportunità di modificare l'art. 72, Direttiva (UE) 2017/1132 (o, semplicemente, l'art. 2441 c.c.), sia nel senso di trovare più efficaci rimedi a questo problema [per uno spunto, PETRELLA - RESTI, *Gli aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo*, in *www.consob.it* (2014)]. Ancora, è stato osservato come i tempi legati all'esecuzione di un'offerta in opzione siano considerevolmente più lunghi rispetto a quelli necessari per le *public offering*, generando significativi costi per le società e rischiando talvolta di compromettere lo stesso buon esito dell'operazione, laddove il prezzo di mercato delle azioni fosse sceso al di sotto del prezzo di emissione delle nuove azioni [cfr. BALP - VENTORUZZO, *Esclusione del diritto d'opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, in *Riv. soc.*, 2004, 795, spec. 799 e BIGELLI, *Gli aumenti di capitale delle società quotate. Un'analisi economico finanziaria*, Torino, 1996, 33 e 102. Significativamente, MYNERS (nt. 27), 5 s., pur sottolineando l'opportunità di mantenere la regola dell'offerta in opzione, suggeriva di snellirne la procedura e di ridurne i tempi di esecuzione].

³¹ Il dibattito sulla perdurante utilità del recesso nelle società quotate esprime in maniera eloquente tale duplice caratteristica del diritto delle società quotate: la funzione svolta dal recesso è infatti assorbita - per lo più - dalla presenza di un mercato secondario delle azioni

societario è poi simmetrica, nel senso che molte delle regole che definiscono lo “statuto normativo delle società quotate” sono state scritte dal legislatore per garantire un corretto funzionamento del mercato, ma - altrettanto spesso - esse ne presuppongono proprio l’efficienza³².

Tali considerazioni - con specifico riferimento al tema oggetto di studio - impongono dunque di indagare come il diritto di opzione e la sua disciplina interagiscano con la presenza del mercato dei capitali³³ e se da questo rapporto emergano indicazioni tali da permettere di ripensare alcune delle soluzioni tradizionalmente accolte dalla dottrina con riferimento all’interpretazione delle norme di diritto comune delineate dall’art. 2441 c.c.³⁴.

e, proprio in ragione di ciò, le fattispecie e la disciplina ad esso riservate acquistano un significato affatto nuovo [in proposito, cfr., da ultimo, DACCÒ, *Il recesso nelle società con azioni quotate tra esigenze dei mercati finanziari ed esigenze dell’attività imprenditoriale*, in M. CAMPOBASSO - CARIELLO - DI CATALDO - GUERRERA - SCIARRONE ALIBRANDI (diretto da), *Società, banche e crisi d’impresa - Liber amicorum Pietro Abbadessa*, 1355].

³² Si pensi, in proposito, alla disciplina sulle comunicazioni al pubblico ex art. 114 TUF, la quale pone in capo agli emittenti un obbligo di “informazione continua”: tale norma, da un lato, è volta a garantire una corretta formazione dei prezzi e quindi a incrementare l’efficienza del mercato; d’altro canto, però, essa si spiega solo in ragione assumendo (come evidentemente fa il legislatore) la capacità del mercato di incorporare immediatamente nei prezzi tutte le informazioni disponibili [ANGELICI (nt. 20), 530 s., ma cfr. anche l’analisi di GULLIFER - PAYNE, *Corporate Finance Law*, Oxford - Portland, 2015, 524 ss.]. In tale costante dialogo tra diritto societario e ordinamento finanziario, può altresì essere interessante osservare che l’informazione continua - benché sia uno dei principi generali sui quali si regge il corretto funzionamento dei mercati - rischia altresì di avere gravi ripercussioni sulle politiche gestorie di lungo termine dell’impresa, nonché di rivelare al mercato informazioni “sensibili”: da qui la necessità di una regolamentazione quanto più possibile equilibrata, che tenga conto del duplice effetto (sull’impresa e sul mercato) che ogni norma porta necessariamente con sé [per alcuni spunti su questi temi, cfr. DENOZZA, *Verso il tramonto dell’“interesse sociale”?*, PACIELLO (a cura di), *La dialettica degli interessi nella disciplina delle società per azioni*, Napoli, 2011, 77, spec. 87 ss., secondo cui il corretto funzionamento del mercato dei capitali può produrre «effetti disfunzionali» per le società per azioni e viceversa].

³³ In proposito, osserva ANGELICI (nt. 20), 530 come compito del giurista non sia quello «di accertare empiricamente se e in che limiti la “ipotesi di mercato efficiente” possa considerarsi realistica, bensì ricostruire, eventualmente avvalendosi di tale ipotesi, scelta politiche e normative dell’ordinamento»: verificare cioè «quale ruolo» essa «possa aver svolto nell’orientare tali scelte, e così il suo significato per la loro interpretazione. Non interessa tanto che il mercato sia realmente “efficiente”, quanto se e in che senso la concreta disciplina sia dettata *come se fosse tale*». A questo riguardo, sembra comunque possibile esimersi dal valutare anche il *concreto* funzionamento del mercato, cioè la sua effettiva rispondenza al modello assunto dal legislatore: così, per esempio, «assumere che, nelle società quotate il diritto di opzione sia del tutto inutile in ragione dell’operatività di ulteriori meccanismi di tutela [*id est*: la possibilità di acquistare sul mercato secondario le azioni necessarie a mantenere invariata la propria quota di partecipazione] senza interrogarsi sui corollari discendenti dall’impossibilità concreta per il socio di fruire di questi strumenti, non appare ragionevole» [così, ABU AWWAD (nt. 13), 19].

³⁴ Allo studio di questi temi saranno dedicate le pagine che seguono: cfr. *infra* parr. 5 e 6. Come è stato correttamente osservato [ABU AWWAD (nt. 13), 19], le tecniche “alternative”

Per ora, sia sufficiente osservare come la presenza del mercato abbia anzitutto l'effetto di accentuare i profili finanziari della società per azioni, fino al punto che quest'ultima è stata addirittura definita come un'«organizzazione del finanziamento dell'impresa»: un istituto, cioè, strutturato e regolato al fine precipuo di agevolare la raccolta presso il pubblico delle risorse necessarie per l'esercizio della propria attività³⁵. In questa prospettiva, le relazioni che intercorrono tra la società e i soggetti che a vario titolo concorrono a finanziarla diventano così espressione delle diverse «tecniche di finanziamento» che l'ordinamento mette a disposizione dell'impresa, fino al punto che - «in una sorta di *continuum* tra azioni e altri strumenti d'investimento» - diventa sempre più sfumata perfino la stessa distinzione tra soci e creditori³⁶.

di protezione [...] devono assumere una precisa portata sul piano applicativo: significa che le regole di mercato devono poter incidere sull'interpretazione delle regole di diritto societario».

³⁵ Così FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma: la società per azioni come organizzazione del finanziamento d'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, 673, spec. 680 (da cui è tratta la citazione nel testo), secondo cui il fenomeno societario deve essere «concepito, individuato, nell'organizzazione dell'esercizio, del finanziamento e della responsabilità di impresa»; ma cfr. anche ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2006 (rist.), 82 che parla della società per azioni come di una «tecnica per l'acquisizione di mezzi finanziari da destinare all'impresa»; nonché FORTUNATO, *Riflessioni generali*, in CIAN (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, 267 e TOMBARI, *la nuova struttura finanziaria delle società per azioni. Corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario*, in *Riv. soc.*, 2004, 1082. Pur nella diversità delle opinioni espresse, tali autori traggono questa conclusione dalla più generale considerazione per cui la riforma delle società di capitali del 2003 ha posto «l'impresa al centro del fenomeno societario», sicché è alle esigenze di quest'ultima che bisogna prima di tutto guardare [così, SPADA, *C'era una volta la società...*, in *Riv. not.*, 2004, 1; LAMANDINI, *Società di capitali e struttura finanziaria. Spunti per la riforma*, in *Riv. soc.*, 2002, 139 ss.; e ANGELICI, *Introduzione alla riforma delle società di capitali*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società - Vol. I*, Torino, 2006, 11, il quale si domanda se «non sia possibile e necessario individuare nell'impresa e nei suoi problemi l'a priori sulla cui base ricostruire la disciplina delle società»: se cioè si possa «impostare i problemi della società come problemi dell'organizzazione e dell'attività d'impresa e non soltanto della "società" tra i soci»].

³⁶ Sul punto, accanto agli studi menzionati alla nota precedente, cfr. ANGELICI (nt. 35), 66 ss., da cui sono tratte le citazioni nel testo; FERRI Jr, *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. not.*, 2008, 741, spec. 765, per il quale «quello tra i soci e i creditori sociali è un conflitto interno alla classe dei finanziatori dell'impresa»; GALGANO, *Le società in genere. Le società di persone*, Milano, 2007, 125, che intravede nel fenomeno societario la composizione di un conflitto tra «classi sociali» (*id est*: tra imprenditori e detentori della ricchezza); e, nella letteratura straniera, BAINBRIDGE, *Corporation Law and Economics*, New York, 2002, 64. In questa prospettiva, viene così in rilievo la facoltà di emettere strumenti finanziari, «comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società» (art. 2411, terzo comma, c.c.) e, soprattutto, strumenti finanziari «partecipativi» ex art. 2346, sesto comma, c.c. (sulla cui natura, la dottrina discute animatamente: *ex multis*, nella diversità delle posizioni espresse, cfr. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per*

Guardando *questo stesso* fenomeno nella prospettiva del diritto del mercato finanziario, ci si avvede però che la società per azioni diventa, in questo modo, anche l'oggetto (indiretto) di un rapporto di investimento, nel quale cioè l'investitore impiega il proprio risparmio nell'acquisto di strumenti finanziari al fine - spesso esclusivo - di incrementare il valore del proprio patrimonio³⁷. In altri termini, una volta che si accentuano i profili finanziari della società per azioni e si mette in risalto la presenza di un mercato delle partecipazioni, alla "società come *impresa*" si deve necessariamente affiancare anche la "società come *emittente*"³⁸.

In un tale contesto, il valore patrimoniale e finanziario dell'azione assume una rinnovata importanza: il mercato dei capitali, infatti, postula una nozione di "azione" quale «valore mobiliare» (così, l'art. 1, comma 1-*bis*, lettera a), TUF), il cui *prezzo*, determinato dal normale dispiegarsi delle dinamiche di domanda e offerta, costituisce un *elemento essenziale del rapporto d'investimento* che lega l'investitore all'emittente. Paragonata alla nozione dogmatica tradizionale - che concepisce l'azione come l'unità minima di partecipazione alla società, alla quale «è rapportato e commisurato quel complesso di diritti e di poteri in cui si articola il c.d. *status* di socio»³⁹ - tale circostanza fa così emergere con chiarezza la diversa prospettiva dalla

azioni, Torino, 2012; LIBONATI, *I nuovi strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2007; ed ENRIQUES, *Quarutm non datur: appunti in tema di "strumenti finanziari partecipativi" in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, 166): attraverso questi strumenti, infatti, diventa possibile partecipare al rischio di impresa senza assumere la qualità di azionista [FERRO-LUZZI (nt. 35), 708 ss.]. Altrettanto significativa è anche la «la libertà dell'autonomia statutaria nel determinare e articolare i diritti conferiti dalle categorie di azioni», volta soprattutto ad «ampliare gli strumenti disponibili alle società per attingere a nuove fonti di finanziamento», dando «ampio spazio alla creatività degli operatori nell'elaborazione di forme adeguate alla situazione di mercato» [così la *Relazione al decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6*, in *Riv. soc.*, 2003, 120; ma cfr. anche TOMBARI (nt. 35), 1097], fino al punto di emettere azioni completamente sfornite di diritti amministrativi (art. 2351, secondo comma, c.c.).

³⁷ Importanti spunti si rinvengono negli studi di G. FERRI jr, *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, *passim*, spec. 119 ss.; PERRONE, *Informazione al Mercato e Tutela dell'Investitore*, Milano, 2003; e FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, 2009, *passim*, spec. 129 ss. Quest'ultimo, in particolare, conclude la propria analisi rilevando come «l'assunzione di una quota nelle società di capitali, si caratterizza, dunque, come una (peculiare) modalità di utilizzazione della ricchezza allo scopo di trarre un guadagno e, pertanto, realizza un'operazione tipologicamente qualificabile, dal punto di vista del socio, nei termini di un investimento» (p. 144).

³⁸ In dottrina, simili proposte interpretative sono state tradizionalmente avanzate al fine "sganciare" la società per azioni quotata dallo schema del contratto associativo [in questo senso, ANGELICI (nt. 20), 70 ss., TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. soc.*, 2002, 1087; e FERRO-LUZZI (nt. 35), 686 ss. Per una più equilibrata prospettiva, v. invece ABU AWWAD (nt. 13), 7 ss.], ma tale obiettivo non discende necessariamente dalle premesse indicate nel testo: rimane pur sempre vero che, laddove due sistemi si trovino a dover convivere tra loro, è comunque indispensabile ricostruire tra loro una gerarchia (anche di interessi protetti).

³⁹ Così, BIONE (nt. 10), 5.

quale il diritto del mercato dei capitali osserva il fenomeno societario⁴⁰.

La rilevanza del prezzo e, più in generale, del valore patrimoniale dell'azione come elemento caratteristico del rapporto d'investimento trova

⁴⁰ Le diverse prospettive dalle quali si osserva il fenomeno sono ovviamente in grado di modificare le soluzioni offerte dall'ordinamento, in ragione degli interessi di volta in volta protetti. Si pensi, da un lato, alla disciplina del TUF sulla c.d. informazione al mercato e, dall'altro, alla giurisprudenza sviluppatasi con riferimento alla sorte dei contratti di cessione di partecipazioni sociali per "incongruità" del corrispettivo rispetto al valore reale dell'impresa. Con riguardo al primo, infatti - ricostruita la funzione del prospetto ex art. 94 TUF nel consentire al mercato di pervenire «alla formulazione di un prezzo corretto» - l'emittente è reso dall'art. 94, comma 8, TUF *garante* della "correttezza" del prezzo (secondo un approccio solo in parte simile alla c.d. *fraud on the market theory*, sulla quale cfr. MACEY, *Fraud on the market*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, New York, 1998, 159) e risponde della differenza tra il prezzo al quale l'investitore ha sottoscritto lo strumento finanziario offertogli e il "giusto prezzo" di quest'ultimo [cioè il prezzo che il mercato avrebbe determinato in presenza di una corretta informazione: così, PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2016, 77 e, più nel dettaglio, ID (nt. 37), 66 ss.]. Allo stesso modo, anche nel mercato secondario, l'emittente può essere chiamato a rispondere dei danni subiti dall'investitore per la formazione di un prezzo di mercato "scorretto" a causa della pubblicazione di informazioni false, incomplete o comunque fuorvianti (il riferimento è, naturalmente, a PERRONE (nt. 37), 154 ss. e alla bibliografia ivi citata). Al contrario - quando cioè viene in rilievo l'azione come "strumento partecipativo" - l'eventuale incongruità del corrispettivo al quale è stata ceduta una quota del capitale sociale non può costituire motivo di annullamento o di risoluzione del contratto (pur potendo, se ne ricorrono i presupposti, integrare un'ipotesi di responsabilità degli amministratori ex art. 2395 c.c.: il punto è pacifico in giurisprudenza e, per una rassegna delle diverse fattispecie, cfr. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. - Dopo la riforma delle società*, Milano, 2004, 215 ss. In particolare, con riferimento alla rilevanza della falsa rappresentazione dei dati di bilancio nel caso vendita di azioni ad un prezzo superiore al loro valore reale, cfr. Corte di cassazione, 18 febbraio 2016, n. 3186 e Corte di cassazione, 12 giugno 2007, n. 13766; nonché, nella giurisprudenza di merito, Tribunale di Milano, 19 giugno 2015, in www.giurisprudenzadelleimprese.it e Tribunale di Roma, 27 ottobre 2014, in *Giur. comm.*, 2015, 1375): la cessione di un pacchetto azionario - soprattutto se di controllo - ha infatti «come oggetto immediato la partecipazione sociale e solo quale oggetto mediato la quota parte del patrimonio sociale da essa rappresentata» [così, il Tribunale di Milano, 8 luglio 2015, ma l'orientamento è consolidato: ex multis, Tribunale di Roma, 28 settembre 2015, Tribunale di Roma, 27 ottobre 2015, Tribunale di Roma, 16 novembre 2015, Tribunale di Roma, 25 novembre 2015, Tribunale di Milano, 12 febbraio 2016, tutte in www.giurisprudenzadelleimprese.it. Determinate, al riguardo, è soprattutto il riferimento «alla funzione tipica» della partecipazione azionaria oggetto di cessione, che rappresenta appunto «quel complesso di situazioni soggettive attive e passive incorporate nello *status socii*»: senza che possa avere rilievo il loro «valore di mercato, quale può risultare dal bilancio, dallo stato patrimoniale della società e da tutti gli altri elementi che influiscono sul loro valore»: così, Corte di cassazione, 19 luglio 2007, n. 16031, con nota di TINA, *Trasferimento di partecipazioni societarie ed annullamento del contratto*, in *Giur. comm.*, 2008, 103; ma, in senso conforme, v. anche Corte di cassazione, 21 giugno 2006, n. 5773 e Corte di cassazione, 13 dicembre 2006, n. 26690. In dottrina, cfr. PINTO, *Le garanzie "patrimoniali" nella vendita di partecipazioni azionarie di controllo: qualificazione giuridica e termini di prescrizione*, in *Riv. soc.*, 2003, 411 e ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in COLOMBO - PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni - Vol. 2**, Torino, 1991, 101, spec. 111 s.].

poi un preciso riscontro anche sul piano normativo. A questo riguardo, viene anzitutto in rilievo la fattispecie di responsabilità *ex art. 2395 c.c.* per i danni *direttamente*⁴¹ subiti dai soci o dai terzi a causa della condotta colpevole degli amministratori. Tale norma, infatti, distinguendo le posizioni giuridiche soggettive dell'azionista che riguardano la sua partecipazione alla società da quelle che si riferiscono alla sua situazione individuale (ma sempre in quanto socio)⁴², conferisce espressa rilevanza anche a queste ultime e rende giuridicamente rilevante per l'ordinamento societario la loro lesione⁴³.

In termini più precisi, l'art. 2395 c.c. pone in capo all'organo gestorio un vero e proprio "dovere" di non cagionare colpevolmente un danno a soci

⁴¹ Con tale avverbio, si vuole intendere quel «pregiudizio arrecato dagli amministratori al patrimonio individuale dei soci o dei terzi nelle neutralità del patrimonio sociale», secondo la definizione che ne dà PINTO, *La responsabilità degli amministratori per "danno diretto" agli azionisti*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società - Vol. II*, Torino, 2006, 893, spec. 920 ss., secondo cui - in questo modo - il legislatore «risolve anzitutto, con un'aprioristica scelta ad esclusivo vantaggio della società, un problema di potenziale concorrenza di pretese in relazione alla riparazione del medesimo pregiudizio» (p. 927). *Ex multis*, cfr. anche ADIUTORI, *Funzione amministrativa e azione individuale di responsabilità*, Milano, 2000, 4 ss.; BONELLI, *La responsabilità degli amministratori*, in COLOMBO - PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni - Vol. 4*, Torino, 1991, 445 ss.; BORGIOI, *La responsabilità per degli amministratori per danno diretto ex art. 2395 c.c.*, in *Giur. comm.*, 1981, 700; e MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956, 364 ss.

⁴² Sul punto, cfr. BONELLI (NT. 40) 213 s., ove anche numerosi riferimenti giurisprudenziali. Come sottolinea PINTO (nt. 41), 921 s., l'art. 2395 c.c. segna infatti «il discrimine fra due distinte pretese: una pretesa risarcitoria *sociale*, che sorge in conseguenza di un danno prodottosi "direttamente" sul patrimonio della società e solo di "riflesso" nel patrimonio del socio ed è pertanto attratta nella sfera collettiva ai sensi degli artt. 2392 e 2393 *bis* c.c.; e una pretesa risarcitoria *individuale*, che sorge col prodursi di un danno rispetto al quale il patrimonio dell'ente sia rimasto "indifferente", ed è conseguentemente attratta nella sfera personale dell'azionista».

⁴³ Indipendentemente dal fatto che si consideri l'art. 2395 come un'ipotesi di responsabilità aquiliana per danno meramente patrimoniale (secondo l'opinione largamente maggioritaria in dottrina: v. BUSNELLI, *Itinerari europei nella "terra di nessuno tra contratto e fatto illecito": la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contr. impr.*, 1991, 539, spec. 572; CARNEVALI, *La responsabilità civile degli amministratori per danno ai risparmiatori*, in *Contr. impr.*, 1988, 83, spec. 87; e CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, Milano, 2006, 133 nt. 66 e 553 nt. 235) o che si reputi l'ingiustizia del danno un elemento costitutivo di fattispecie [al pari di quanto previsto dall'art. 2043 c.c. Alcuni autori, per esempio, ritengono che le regole di condotta degli amministratori valgano «come criteri di valutazione dell'ingiustizia del danno arrecato al socio, nella misura in cui la norma (legale o statutaria) violata si appalesi idonea a qualificare positivamente l'interesse del danneggiato come meritevole di tutela da parte dell'ordinamento»: così PINTO (nt. 41), 911 e 919, ma cfr. anche l'analisi di REGOLI, *Offerte pubbliche di acquisto e comunicato agli azionisti*, Torino, 1996, 165 ss.]. In quest'ultimo caso, sarà allora necessario - secondo lo schema fatto proprio dalla sentenza della Corte di cassazione a sezioni unite del 22 luglio 1999, n. 500 - «accertare se e con quale consistenza e intensità l'ordinamento assicuri tutela all'interesse del danneggiato»: in proposito, accanto alle osservazioni svolte nel testo, che testimoniano la rilevanza dell'interesse all'integrità patrimoniale dell'investimento azionario, v. anche *infra* par. 4.

o terzi: dovere riconducibile sicuramente al principio generale di *neminem laedere*, secondo lo schema tipico dell'art. 2043 c.c.⁴⁴. Viene così fissato dall'ordinamento un *limite esterno all'obbligo degli amministratori di gestire la società «con la diligenza richiesta»* (art. 2392 c.c.), *nonché alla discrezionalità di cui normalmente essi godono* nell'esercizio delle loro funzioni: nel gestire la società gli amministratori non possono adottare condotte che colpevolmente cagionino un danno ai soci e ai terzi. In questo modo, i principi che reggono il diritto del mercato finanziario entrano a far parte dell'ordinamento societario quali *limiti* alle regole che disciplinano lo svolgimento dell'attività d'impresa, facendo della fattispecie di cui all'art. 2395 c.c. «una vera e propria responsabilità degli amministratori verso i risparmiatori»⁴⁵. È significativo, infatti, che lo stesso art. 2395 c.c. accomuni ai fini dell'individuazione del danno rilevante la posizione di soci e terzi, riservando a entrambe le categorie la medesima tutela: scelta questa che può essere ricondotta a ragionevolezza solo allorché ci si ponga nella prospettiva tipica dell'investimento, dove - come si è visto⁴⁶ - la qualifica ricoperta all'interno dell'organizzazione sociale dai soggetti che concorrono a finanziare l'impresa sfuma fino a diventare irrilevante⁴⁷.

A questo punto, non è difficile cogliere l'importanza della responsabilità di cui si tratta con riferimento agli aumenti di capitale iperdiluitivi. L'ordinamento societario, infatti, rimette alla discrezionalità degli amministratori e a una decisione dell'assemblea il compito di fissare le condizioni di emissione delle nuove azioni⁴⁸, con l'obiettivo di garantire un adeguato finanziamento della società alle condizioni per essa più

⁴⁴ In proposito, v. REGOLI (nt. 43), 165.

⁴⁵ Così ALLEGRI, *Contributo allo studio della responsabilità civile degli amministratori*, Milano, 1979, 92 e 127, ma il rilievo è comune in dottrina. In proposito è appena il caso di ricordare che l'art. 2395 c.c. nasce proprio con l'obiettivo di fornire un rimedio effettivo a quei terzi indotti a sottoscrivere azioni o strumenti finanziari a un prezzo «insostenibile» [così, DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, in BOLAFFIO - ROCCO - VIVANTE (coordinato da), *Cod. comm. commentato*, Torino, 1938, 348 ss.] mediante la diffusione di informazioni false o comunque incomplete: sul punto, cfr. MINERVINI (nt. 41), 363; FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, Milano, 1986, 147 ss.; e BONELLI (nt. 40), 215.

⁴⁶ Cfr. *sub* p. 76, spec. nt. 36.

⁴⁷ Lo sottolinea PERRONE (nt. 37), 165 s. con riferimento agli obblighi di informazione continua. Nella prospettiva dell'investimento, infatti, sia per i soci che per gli obbligazionisti riveste «un'importanza cruciale non il momento organizzativo, quanto, piuttosto, l'adeguato *pricing* dello strumento finanziario»: l'informazione, dunque, «più che rilevare per il buon fine del finanziamento» o per l'esercizio delle prerogative sociali, «riguarda invece il rendimento dell'investimento, quale risulta dai *cash flows* derivanti dai rapporti contrattuali fra i singoli partecipanti al mercato».

⁴⁸ Cfr. soprattutto gli artt. 2441 e 2443 c.c. e, sottolineando l'assenza di limiti a tale discrezionalità, nemmeno se funzionali alla tutela dei soci, cfr. G. MUCCIARELLI (nt. 6), 147 e VISENTINI (nt. 8), 39.

vantaggiose⁴⁹. Quando però il rapporto di diluizione eccede una soglia considerata fisiologica - per le ragioni già discusse nel primo capitolo⁵⁰ - possono ingenerarsi delle anomalie nel mercato secondario, le quali impediscono al socio di cedere i propri diritti d'opzione ad un prezzo prossimo al loro valore teorico. La discrezionalità degli amministratori nel perseguire l'interesse della società può dunque tradursi - in ultima analisi - nell'eventualità che i soci che non intendano partecipare all'operazione siano privati di una parte anche consistente del valore patrimoniale del loro investimento azionario, indipendentemente dal fatto che ciò costituisca un riflesso del minor valore della società. D'altro canto, non vi è dubbio che tale condotta possa integrare un atto doloso o colposo degli amministratori rilevante ai fini di cui all'art. 2395 c.c.: sia in considerazione del fatto che le conseguenze sul mercato connesse alla decisione di deliberare un aumento di capitale iperdiluitivo sono ormai ben note e da tempo studiate dalla stessa Autorità di vigilanza; sia perché - verosimilmente - la scelta degli amministratori di fissare un simile rapporto di diluizione è dettata proprio dalla consapevolezza che, in caso contrario, l'operazione non andrebbe a buon fine⁵¹. Si apprezza così la funzione dell'art. 2395 c.c. come limite alla discrezionalità degli amministratori nell'assolvimento delle loro funzioni *ex art. 2392 c.c.* e nel perseguimento dell'interesse della società⁵².

In senso contrario, è stato però osservato che la condotta illecita degli amministratori è sempre «destinata a realizzarsi in un contesto di preesistenti regole del tipo azionario che, nel disciplinare l'organizzazione e la gestione

⁴⁹ Senza la pretesa di affrontare il delicato tema della natura interessi ai quali l'attività degli amministratori si può o deve volgere, non vi è dubbio che, nell'esercizio delle loro funzioni, gli amministratori debbano avere come essenziale termine di riferimento il c.d. *shareholder value*: MONTALENTI, *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011, spec. 108, HART - ZINGALES, *Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value*, in www.ssrn.org (2017) - ove anche la precisazione per cui «*shareholder welfare and market value are not the same, and that companies should maximize the former not the latter*» - e, con riferimento agli altri *stakeholder*, CALANDRA BUONAURA, *Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori*, in *Giur. Comm.*, 2011, 526, spec. 530 e 534 ss.

⁵⁰ Cfr. Cap I, par. 3.

⁵¹ Sia in proposito sufficiente richiamare quanto già detto al par. 3 del primo capitolo sulla condizione economico-finanziaria delle società che hanno fatto ricorso alla tecnica degli aumenti di capitale iperdiluitivi, nonché alle considerazioni sulla presunta inefficacia del c.d. modello *rolling*.

⁵² Come infatti è stato osservato da SPOLIDORO (nt. 17), 3, «un danno alla società, come persona giuridica, è non è configurabile quando la deliberazione sia comunque necessaria per la sopravvivenza della società stessa; e tanto meno il danno è configurabile quando l'adozione di una soluzione diversa da quella dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione renderebbe non solo impossibile, ma anche semplicemente più difficile e onerosa la ricapitalizzazione».

dell'impresa, attuano un preciso equilibrio fra i diversi "valori" coinvolti⁵³: ne conseguirebbe così che «la tutela del socio non potrebbe spingersi fino al punto di sovvertire i "valori" espressi dal diritto azionario»⁵⁴ e che, pertanto, l'applicazione dell'art. 2395 c.c. sarebbe necessariamente subordinata - «in un contesto che rimane quello generale dell'art. 2392 c.c.»⁵⁵ - alla «violazione di doveri *nei confronti della società*»⁵⁶. A questo riguardo, poiché gli aumenti di capitale iperdiluitivi non costituiscono certo una violazione degli obblighi di diligente gestione dell'impresa sociale, né comportano un danno per la società - che, anzi, può in questo modo recuperare nuove risorse finanziarie anche in situazioni di crisi aziendale - verrebbe dunque a mancare un elemento costitutivo di tale fattispecie di responsabilità.

In realtà, nell'art. 2395 c.c. non vi è alcun riferimento agli obblighi di diligente amministrazione di cui all'art. 2392 c.c.; al contrario, sono proprio gli «atti colposi e dolosi degli amministratori» ad essere selezionati dalla norma quale criterio d'imputazione della responsabilità, riecheggiando così

⁵³ Così, PINTO (nt. 41), 914; nello stesso senso anche ANGELICI (nt. 20), 425 ss., per il quale «si tratta di prendere atto che, come evidenziato dalla lettera della disposizione, essa intende fornire solo una tutela specifica agli interessi degli azionisti in un contesto che rimane quello generale dell'art. 2392 c.c.».

⁵⁴ La citazione riportata nel testo è, ancora una volta, di PINTO (nt. 41), 940 che - sulla scorta dei rilievi di LIBERTINI - SCOGNAMIGLIO, *Illecito del terzo e legittimazione del socio all'azione risarcitoria*, in *Riv. dir. priv.*, 2002, 7, spec. 11 - conclude che «il ricorso alla protezione civilistica potrebbe "trovare un ostacolo nelle regole di diritto societario che, in nome di esigenze peculiari e di interessi anche di soggetti terzi, disciplinano la materia in maniera specifica e almeno parzialmente diversa rispetto al diritto comune della responsabilità civile"».

⁵⁵ «Non altro», infatti, «può essere il significato della formula secondo cui "le disposizioni dei precedenti articoli non pregiudicano..." [così, ANGELICI (nt. 20), 426]. In realtà, a tale *incipit* può essere assegnato anche un significato esattamente opposto, nel senso che la centralità di un sistema retto dal principio di diligente gestione della società e costruito sul concetto di interesse sociale (artt. 2392 - 2394 c.c.) non pregiudica la rilevanza all'interno dell'ordinamento societario di altri interessi, tutelati appunto dall'art. 2395 c.c.

⁵⁶ Sia che si tratti di obblighi specifici individuati dalla legge o dallo statuto, sia che ci si riferisca all'obbligo generale di cui all'art. 2392 c.c. In questo senso, v. BONELLI (NT. 40), 225 e ANGELICI (nt. 20), 426, da cui è tratta la citazione nel testo: l'art. 2395 c.c., infatti, non può «di per sé contribuire alla precisazione dei doveri connessi alla carica di amministratore: se non altro in quanto la sua applicazione presuppone che tali doveri siano già stati violati e che essi, quindi, siano desumibili *aliunde*». Al riguardo, PINTO (nt. 41), 920, nt. 57 sottolinea come tale circostanza consenta di «evitare l'antinomia che altrimenti potrebbe derivare da una valutazione *ex post* del comportamento degli amministratori effettuata sulla base di regole potenzialmente diverse cui questi avrebbero dovuto conformarsi *ex ante*». Con specifico riferimento all'aumento di capitale, v. invece GINEVRA (nt. 25), 429 ss., che infatti nega la possibilità per i sottoscrittori di esperire l'azione *de qua* in caso di "fallimento" dell'operazione dovuto ad una sopravvenuta valutazione di non convenienza dell'aumento di capitale. In realtà, lo stesso ANGELICI (nt. 20), 429 ritiene di dover precisare che gli interessi degli azionisti costituiscono comunque «dei valori» dei quali gli amministratori devono «tener conto: ma "tener conto" nel quadro del loro compito che fundamentalmente si svolge alla gestione dell'impresa sociale, in termini quindi di compatibilità con la sua "efficienza"».

la formulazione dell'art. 2043 c.c.⁵⁷. Per di più, nell'assenza di un rapporto contrattuale tra amministratori e soci⁵⁸, escludere una configurazione dell'art. 2395 c.c. come declinazione in ambito societario della generale previsione *ex art. 2043 c.c.* costringerebbe a ricondurre la responsabilità *ex art. 2395 c.c.* entro gli schemi "contrattuali" dell'"obbligazione senza prestazione"⁵⁹, in virtù dell'*affidamento* concretamente riposto dai soci negli amministratori per l'ufficio da questi ricoperto all'interno dell'organizzazione sociale⁶⁰.

È però proprio l'assenza di qualsiasi relazione sufficientemente qualificata tra soci e amministratori a smentire l'attendibilità di tale ricostruzione⁶¹: con particolare riferimento alle società quotate, infatti, l'irriducibile "spersonalizzazione" che caratterizza l'investimento azionario⁶²

⁵⁷ E si noti l'assonanza tra le due norme appena citate: lo sottolinea lo stesso ANGELICI (nt. 20), 429 richiamando il testo dell'art. 2043 c.c. che parla espressamente di «qualunque fatto doloso o colposo» [sul punto, cfr. anche ADIUTORI (nt. 41), 78 e BORGIOI (nt. 41), 709].

⁵⁸ Nemmeno nella forma del c.d. "contratto con effetti protettivi a favore di terzi". La responsabilità *ex art. 2395 c.c.* può infatti trovare applicazione anche in assenza di un danno per società e persino laddove quest'ultima abbia tratto un guadagno dalla condotta illecita degli amministratori, sicché la tutela obbligatoria del terzo si troverebbe in potenziale conflitto con l'interesse alla prestazione della società, che è parte del "rapporto" di amministrazione (in questo senso, cfr. i rilievi di CASTRONOVO, *Obblighi di protezione e tutela del terzo*, in *Jus*, 1976, 123, spec. 168 e di DI MAJO, *La protezione del terzo fra contratto e torto*, in *Europa e dir. priv.*, 2000, 23 s.).

⁵⁹ Lo sottolineano, in particolar modo, REGOLI (nt. 43), 172 s. e PINTO (nt. 41), 900 ss. Quest'ultimo autore però - pur ravvisando nell'art. 2395 c.c. un'ipotesi di responsabilità aquiliana - ritiene che, attraverso tale fattispecie, le regole di diritto societario «si proiettino "dall'esterno" sui singoli elementi costitutivi della fattispecie extracontrattuale, integrandone il contenuto» (p. 915): il che - a parere di chi scrive - equivale a predicare la natura contrattuale dell'art. 2395 c.c. (e, infatti, lo stesso autore parla di una responsabilità «funzionalmente delittuale» da ricondurre però «strutturalmente» entro l'«ambito della responsabilità da inadempimento»: p. 900). In ogni caso, la soluzione interpretativa appena indicata nel testo, spiega perché - secondo alcuni autori, come ANGELICI (nt. 20), 429 nt. 160 - «la norma non si inquadri genericamente nella prospettiva dell'illecito aquiliano e per la presenza di quel dovere [*ex art. 2392 c.c.*] si caratterizzi e si specifichi». In proposito, BONELLI (nt. 40), 255 (ma v. soprattutto ID, *Natura giuridica delle azioni di responsabilità contro gli amministratori di s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 1982, 770, spec. 776), non esita infatti a parlare di responsabilità contrattuale, in un'impostazione accolta anche da ADIUTORI (nt. 41), 63 ss. e 76 ss.; e da GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Torino, 2004, 247 ss.

⁶⁰ Per l'*affidamento* come necessario elemento di fattispecie che qualifica l'obbligazione senza prestazione, cfr. CASTRONOVO, *Ritorno all'obbligazione senza prestazione*, in *Europa e dir. priv.*, 2009, 679, nonché la recente sentenza della Corte di cassazione del 12 luglio 2016, n. 14188, con nota di SCOGNAMIGLIO, *Responsabilità precontrattuale e "contatto sociale qualificato"*, in *Resp. civ. e prev.*, 2016, 1050. Tra i commercialisti, v. invece PERRONE (nt. 37), 167 s., PINTO (nt. 41), 905 e REGOLI (nt. 43), 193 ss.

⁶¹ Con riferimento al problema della responsabilità dell'emittente per false informazioni al mercato v. soprattutto PERRONE (nt. 37), 167 ss.

⁶² «Da un capitale di rischio attinto al risparmio nominato si arriva alla provvista del capitale di rischio attinto al risparmio anonimo, passando per la divaricazione tra plurilateralità e pluripersonalità del rapporto»: così SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica*

e la sua qualificazione in termini di «proprietà passiva»⁶³, tendenzialmente indifferente all'esercizio delle prerogative riconnesse allo *status socii* (cioè all'azione come partecipazione alla società), rendono artificiosa qualsiasi costruzione dottrinale volta a ricostruire un affidamento oggettivo degli investitori-azionisti nell'organo amministrativo⁶⁴.

4. *La salvaguardia del valore patrimoniale dell'investimento nell'ordinamento societario: la disciplina del diritto di opzione.*

La presenza del mercato dei capitali qualifica in termini peculiari la partecipazione azionaria, assegnando in funzione dell'investimento un ruolo cruciale al "prezzo" e alla sua corretta formazione. In realtà, tale logica - tipica del diritto dei mercati finanziari - pervade anche l'ordinamento societario: l'inattendibilità del concetto di diritto individuale dell'azionista, infatti, non sembra costituire un ostacolo alla possibilità di ricostruire in via interpretativa un *interesse giuridicamente rilevante* - benché solo *occasionalmente protetto* - all'integrità della partecipazione al patrimonio della società.

Il punto emerge con particolare chiarezza proprio nella disciplina dell'aumento di capitale.

Già nel vigore del codice di commercio del 1882 - dove il riconoscimento del diritto d'opzione a beneficio dei soci era completamente rimesso all'autonomia privata - la dottrina era infatti concorde sull'opportunità che la società fissasse un adeguato sovrapprezzo qualora le azioni fossero state offerte a terzi⁶⁵. Soprattutto, però, l'art. 158, comma 1, n. 5, cod. comm. accordava ai soci dissenzienti il diritto di recedere dalla società in seguito all'approvazione di una delibera di aumento di capitale, offrendo così all'azionista una tutela diretta e certa contro l'eventuale diluizione patrimoniale che avrebbe potuto subire non partecipando all'operazione. Nel tentativo però di rendere più agevole e meno costoso per le società il

(guardando alla "nuova" società a responsabilità limitata, in *Riv. dir. civ.*, 2003, 489, spec. 494 e cfr. *ex multis*, ANGELICI (nt. 20), *passim* [ma il punto è condiviso anche da coloro che pur criticano un'applicazione generalizzata del concetto: SPOLIDORO (nt. 21), *passim*] e FERRO-LUZZI (nt. 20), 236 ss. In una prospettiva di diritto del mercato finanziario, v. invece PERRONE (nt. 40), 14 ss., spec. 19 e RAJAN - ZINGALES, *Banks And Markets: The Changing Character Of European Finance*, in *www.ecb.int* (2003), che infatti non esitano a parlare del mercato finanziario come di un sistema *arm's length*.

⁶³ Così, ANGELICI (nt. 20), 523 nt. 30

⁶⁴ Cfr. CASTRONOVO (nt. 60), *passim* e PERRONE (nt. 37), 167.

⁶⁵ Così, autori quali ASCARELLI, *Appunti di diritto commerciale. Società e associazioni commerciali*, Roma, 1936, 132 e 263, DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, Torino, 1938, 457 e VIVANTE (nt. 13), 208 avevano vivacemente contestato l'esistenza di una illimitata discrezionalità dell'assemblea nel fissare il prezzo di emissione delle nuove azioni offerte a terzi.

reperimento di nuove risorse finanziarie, in dottrina e in giurisprudenza si era col tempo affermato l'orientamento (poi oggetto di un'espressa previsione di legge) secondo cui, se ai soci fosse stato attribuito il diritto di opzione sulle nuove azioni, questi non avrebbero più potuto beneficiare della menzionata facoltà di recesso⁶⁶. Se cioè le "ragioni dell'impresa" avevano suggerito l'opportunità di ricorrere a meccanismi più flessibili per la tutela dell'interesse del socio all'integrità patrimoniale della quota, identificando nel diritto di opzione uno strumento alternativo al recesso, non per questo tale interesse era stato accantonato. Anzi, come meglio si cercherà di argomentare in seguito, esigenze di ordine logico-sistematico inducono tuttora a interpretare la disciplina sul diritto d'opzione proprio in funzione di tali considerazioni⁶⁷.

Il codice civile del 1942 ha infatti posto il diritto di opzione al centro della disciplina sull'aumento di capitale, con l'obiettivo di coordinare le esigenze organizzative della società con l'interesse dei soci all'integrità del loro investimento, sia in una prospettiva patrimoniale che amministrativa⁶⁸: il che - si noti - si pone in continuità con i risultati cui era giunta la dottrina già

⁶⁶ Puntuali, al riguardo, le osservazioni di FRÉ (nt. 13), 177, richiamate anche da ABU AWWAD (nt. 13), 59, cui si rinvia per ulteriori approfondimenti: il diritto di opzione, infatti, «consentendo ai vecchi azionisti di mantenere inalterata la propria quota nella comunione o di trovare nella cessione di esso un corrispettivo a quanto perdono per il diritto che i nuovi azionisti vengono ad acquistare sul fondo sociale, toglie ogni base alla facoltà di recedere dalla società». Il diritto di recesso può infatti comportare un significato esborso di risorse finanziarie, proprio in un momento in cui è interesse della società raccogliere nuovo capitale di rischio [v., in proposito NOTARI (nt. 75), 846 s.]. In realtà, tale effetto può considerarsi fisiologico, almeno nella misura in cui si riconosca al recesso la funzione di "strumento di contrattazione" all'interno della società, paventando gli effetti distruttivi di decisioni assunte troppo "autoritativamente" dal gruppo di controllo [in proposito, cfr. DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in ABBADESSA - PORTALE *La società per azioni oggi* - Liber amicorum Gian Franco Campobasso - Vol. II, Milano, 2006, 225; FRIGENI (nt. 37), 105 ss., spec. 111 ss.; e ANGELICI (nt. 35), 85 ss., che parla del recesso come di un "contro-potere"]: è piuttosto il suo accostamento alla delibera di aumento di capitale a porsi in termini distonici, tant'è che l'art. 2437 c.c. non ha mai preso in considerazione tale ipotesi quale causa di recesso.

⁶⁷ Così, per esempio, in tema di necessaria negoziabilità del diritto d'opzione: in proposito, tra gli autori citati, v. FRÉ (nt. 13), 177, ma - più diffusamente - v. *infra* par. 5.

⁶⁸ Cfr., in proposito, NOBILI (nt. 8), 656 ss. e MICCIO, *Il diritto di opzione nell'aumento di capitale delle società per azioni*, Napoli, 1957, il quale inizia la propria trattazione constatando "empiricamente" come «la situazione finanziaria che costituisce il presupposto del diritto di opzione trovi il suo fondamento nella differenza tra patrimonio e capitale sociale, od anche, il che è poi più o meno la stessa cosa, nella differenza tra valore reale e valore nominale dell'azione» (p. 1). Similmente, nella stessa Relazione ministeriale al codice civile del 1942, si legge che «l'aumento di capitale deliberato da una società, che in vari anni di oculata gestione abbia accumulato notevoli riserve, determina indubbiamente una situazione di favore per chi ne sottoscrive al valore nominare le nuove azioni» e che, pertanto, «sarebbe ingiusto che di tale vantaggio non dovessero usufruirne i soci»: proprio per questo, dunque, è stato «ritenuto opportuno affermare espressamente che le azioni di nuova emissione devono essere offerte in opzione agli azionisti».

nel vigore del codice di commercio⁶⁹. Anzi, l'evoluzione della disciplina delineata dall'art. 2441 c.c. (per il vero, non sempre in armonia con gli obiettivi annunciati dal legislatore)⁷⁰ testimonia una sempre crescente attenzione per la tutela del valore patrimoniale della partecipazione azionaria⁷¹, assicurata alternativamente dal diritto di opzione o dall'istituto del sovrapprezzo.

A questo riguardo, infatti, la generale attribuzione del diritto anche ai titolari di azioni senza voto e ai possessori di obbligazioni convertibili testimonia inequivocabilmente la funzione patrimoniale di tale istituto, la quale si può manifestare fino al punto di pregiudicare gli stessi "interessi amministrativi" dei vecchi soci⁷². La protezione offerta dal diritto d'opzione viene infatti estesa a qualsiasi forma di investimento in *equity*, diretta o indiretta; anche nel caso in cui nessun diritto di voto sia stato attribuito ai vecchi soci e persino laddove ciò possa andare a detrimento degli azionisti ordinari, i quali potrebbero risultare diluiti nell'esercizio delle loro prerogative amministrative⁷³. Ne consegue dunque che, pur nella consapevolezza dei limiti dell'attuale disciplina per la tutela dell'azionista (limiti dovuti alla già ricordata esigenza di dare sufficiente spazio alle esigenze organizzative dell'impresa)⁷⁴, di tale «più spiccata incidenza degli aspetti patrimoniali si dovrà senz'altro tenere conto nell'interpretazione

⁶⁹ Ricollega all'introduzione del diritto d'opzione l'assenza nel codice civile del 1942 della facoltà di recesso del socio in caso di aumento di capitale proprio, GORLA (nt. 13), 77.

⁷⁰ Per una puntuale critica v. NOBILI (nt. 8), *passim* e PORTALE (nt. 24), 207 ss.

⁷¹ Un approfondito *excursus* storico - comparatistico si può leggere in ABU AWWAD (nt. 13), 60 ss., la cui analisi è tesa a dimostrare il valore essenzialmente patrimoniale del diritto di opzione.

⁷² Lo sottolineano NOBILI (nt. 8), 661 e ABU AWWAD (nt. 13), 68 ss. In proposito, occorre però segnalare che la Corte di Giustizia dell'Unione europea, 18 dicembre 2008, C-388/06, Commissione c. Regno di Spagna, ha ritenuto incompatibile con l'art. 29 della seconda Direttiva sulle società per azioni l'attribuzione del diritto d'opzione ai possessori di obbligazioni convertibili, tant'è che il nuovo testo dell'art. 304 della *Ley de Sociedades de Capital* non menziona più tale fattispecie [al riguardo, GINEVRA, *Commento all'art. 2441 c.c.*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Milano, 2016, 2610, spec. 2619 s. si domanda «se, per il principio di conformità all'ordinamento interno a quello unionista l'art. 2441 co. 1 non vada disapplicato nella parte da ultimo esaminata»].

⁷³ Similmente, nell'ordinamento inglese, «*it does not matter whether the exiting shares carry votes or not, and in fact it can be argued that pre-emption rights are particularly important for the holder of non-voting shares, who will obtain no protection from the rules on shareholder authorization*» (così, DAVIES - WORTHINGTON, *Gower and Davies Principles of Modern Company Law*, Londra, 2012, 881). Così, anche in Francia, «*il n'y a pas de différence que leurs sont des actions ordinaires ou des actions de préférence. Seuls sont exclues les actionnaires qui n'ont pas libéré leurs actions malgré l'appel de fonds lancé par la société et qui voient, pour cette raison, leur droit de souscription suspendu*»; al contrario, è espressamente previsto che il diritto di opzione non spetta a «*tous autres titres*» (P. DIDIER - PH. DIDIER, *Les sociétés commerciales - Droit commercial*, vol. 2, Parigi, 2011, 542).

⁷⁴ V. *sub par. 2*.

dell'art. 2441 c.c.»⁷⁵.

A maggior ragione, poi, nel caso di esclusione del diritto di opzione, l'obbligo di emettere le nuove azioni con un sovrapprezzo calcolato «in base al valore del patrimonio netto»⁷⁶, la complessa procedura delineata dal sesto comma dell'art. 2441 c.c. e i numerosi obblighi pubblicitari ivi previsti, testimoniano inequivocabilmente come, «fra gli interessi che possono entrare in gioco» in un'operazione di aumento di capitale, «uno solo può dirsi tutelato con certezza»: quello «dei “vecchi soci”, privati del diritto di opzione, a non veder intaccato il valore della loro partecipazione al patrimonio sociale»⁷⁷.

⁷⁵ In questo senso, NOBILI - VITALE (nt. 22), 345 ss., ma, in termini sostanzialmente analoghi, cfr. anche FENGHI, *Questioni in tema di aumento di capitale*, in *Riv. soc.*, 1983, 963, spec. 965 (secondo cui tale «ampliamento dell'oggetto del diritto» di opzione «ha rilevato il suo contenuto sostanzialmente patrimoniale e solo marginalmente, per i suoi effetti, amministrativo») e NOTARI, *Appunti sul diritto di opzione nella riforma delle società*, in *Riv. not.*, 2002, 841 (per il quale è dato «massimo risalto alla tutela della posizione patrimoniale del socio [...] a discapito di una minor rilevanza del suo interesse “amministrativo”»). In senso parzialmente contrario sulla sembrerebbe invece esprimersi GINEVRA (nt. 22), 166 ss., per cui «l'interesse individuale al mantenimento della proporzionale partecipazione formale ai vantaggi sociali appare [...] normativamente privilegiato in confronto con quello della permanenza del valore reale dell'azione, risultando quest'ultimo imperativamente tutelato solo allorché il primo sia necessariamente compresso» [più di recente, ID (nt. 72), 2617].

⁷⁶ Così, l'art. 2441, sesto comma, ultimo periodo, c.c. Tale previsione è stata introdotta dalla Legge n. 216 del 7 giugno 1974, ma anche prima la dottrina aveva cercato di ricostruire in via interpretativa un vero e proprio obbligo a carico della società di emettere le nuove azioni con sovrapprezzo nelle ipotesi di “non spettanza” del diritto di opzione: così, GRAZIANI (nt. 8), 61 s., COTTINO, *Società per azioni* (voce), in *Noviss, Dig. it.*, Torino, 1970, 656 s., VISENTINI (nt. 8), 28 nt. 5, e - benché solo con riferimento all'ipotesi di aumento di capitale da liberarsi con conferimenti in natura - ZAFFARONI (nt. 9), 585; *contra*, invece, MESSINEO (nt. 10), 210 e G. FERRI, *Le società*, in VASSALLI, *Trattato di diritto civile*, Torino, 1971, 651. Di minore momento, almeno con riguardo alla tutela degli interessi patrimoniali, sono invece le altre modifiche introdotte nel tempo all'art. 2441 c.c., sulle quali v. NOBILI - VITALE (nt. 22), *passim* e PORTALE (nt. 24), *passim*.

⁷⁷ «Per questo motivo, si può ritenere che l'interprete sia vincolato a considerare come assolutamente primaria la tutela di quell'interesse, fino a che non sia dimostrato [...] che la norma tutela altri interessi, oltre a quello che sicuramente l'ha ispirata, e che tali interessi possono rivelarsi, in certi casi, prevalenti, fino a far degradare la tutela del primo, confinandola alla libera disponibilità degli organi sociali»: così si esprimono G. MUCCIARELLI - SPOLIDORO, *Diffusione delle azioni fra il pubblico, ammissione alla quotazione e determinazione del sovrapprezzo*, in *Riv. soc.*, 1986, 31, spec. 49 s.; ma cfr. anche ASCARELLI (nt. 8), 430 s.; GINEVRA (nt. 25), 513 ss.; e GRAZIANI (nt. 8), 51 ss. *Contra*, invece, RIVOLTA, *Profili della nuova disciplina del diritto di opzione nella società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1975, 517, spec. 538, secondo cui il prezzo di emissione può «scendere anche notevolmente al di sotto del valore patrimoniale delle nuove azioni, se ciò risulta necessario per la riuscita dell'aumento di capitale» e F. M. MUCCIARELLI, *Interesse sociale ed esclusione del diritto d'opzione: spunti di riflessione sulla logica dell'argomentazione del giudice*, in *Giur. comm.*, 2002, 455, spec. 469 ss., per il quale il giudizio sull'entità del sovrapprezzo costituisce uno dei parametri con i quali «il giudice è chiamato a valutare se la complessiva operazione perseguita corrisponda all'interesse sociale e non sia fraudolenta verso la minoranza»: pertanto, il sovrapprezzo «può essere ridotto dalla maggioranza se questo è funzionale all'ingresso del nuovo azionista».

La caratterizzazione eminentemente patrimoniale degli interessi protetti dall'art. 2441 c.c. costituisce dunque il criterio con il quale interpretare la disciplina riservata dal codice civile al diritto d'opzione. Sulla scorta di tali premesse, si può così affermare che la tutela contro gli effetti diluitivi causati dall'esecuzione di un aumento di capitale è assicurata dal diritto di opzione in due diversi modi: (i) attraverso la facoltà di sottoscrivere in via preferenziale le nuove azioni, conservando intatta la proporzione con la quale il socio partecipa al capitale e al patrimonio della società, oppure (ii) tramite la possibilità di cedere a un terzo tale diritto⁷⁸. In quest'ultima eventualità, il socio subisce la diluizione connessa all'esecuzione dell'operazione, ma può ottenere una compensazione monetaria corrispondente all'annacquamento del valore del proprio investimento nella società⁷⁹.

Accolta questa prospettiva, la *cessione* costituisce dunque una *modalità di esercizio del diritto d'opzione* al pari della sottoscrizione delle

⁷⁸ Come infatti sottolinea VISENTINI (nt. 8), 45, «la trasferibilità del diritto d'opzione è elemento della tutela del valore patrimoniale che la partecipazione azionaria costituisce per l'azionista, non della conservazione - che si verifica soltanto con l'esercizio dell'opzione - della quota proporzionale della partecipazione» [ma cfr. anche *ex multis*, NOBILI - VITALE (nt. 22), 363 e MICCIO (nt. 68), 32 s.; nella dottrina straniera, P. DIDIER - PH. DIDIER (nt. 73), 198 s. e 543 s.; DAVIES - WORTHINGTON (nt. 73), 880; LARA, *Trasmisión del derecho de preferencia*, in ROJO - BELTRÁN, *Comentario de la Ley de sociedades de capital*, Madrid, 2011, 2261].

⁷⁹ Coerentemente - secondo gli studi di finanza aziendale - «il valore del diritto di opzione dovrebbe semplicemente corrispondere alla differenza tra l'ultimo prezzo *cum* e il prezzo teorico» delle azioni in seguito all'esecuzione dell'aumento di capitale: «dall'inizio della negoziazione dei diritti deve infatti risultare indifferente poter acquistare un'azione direttamente sul mercato (al prezzo *ex*) o tramite l'acquisto dei diritti necessari a sottoscrivere una nuova azione e il pagamento del prezzo di emissione» [così, BIGELLI (nt. 30), 35 s., ma v. soprattutto il *Manuale delle corporate action* di BORSA ITALIANA, in www.borsaitaliana.it e BANK OF ENGLAND, *Guidance on Share Issuing*, in www.bankofengland.co.uk (1999), 17 ss.; nella dottrina giuridica, DAVIES - WORTHINGTON (nt. 73), 880]. Cfr., in proposito, anche l'articolata posizione di ASCARELLI (nt. 8), *passim*, spec. 432; *contra* G. MUCCIARELLI (nt. 6), 204 ss., secondo cui «la possibilità di alienare l'opzione converte in una espressione monetaria [...] la situazione di preferenza in discorso, rappresentando il valore di tale diritto». Pertanto, «il socio, che non può o non vuole sottoscrivere le azioni di nuova emissione, non conseguirà, alienando il diritto di opzione, il valore (patrimoniale e amministrativo) perduto in conseguenza del mancato esercizio dell'opzione, ma il corrispettivo del diritto di preferenza di cui non si è avvalso»: ne consegue, dunque, che il diritto di opzione non ha alcun valore intrinseco. Questa impostazione, per quanto preferibile sul piano della dogmatica, non sembra prendere in adeguata considerazione il dato reale in cui la disciplina sul diritto di opzione s'inserisce. Illuminante - in un'ottica comparatistica - l'art. 308, comma 2, *Ley de sociedades de capital* spagnola, che, in caso di esclusione del diritto di opzione, sollecita gli amministratori a indicare tanto «*el valor razonable de las acciones*» quanto «*el valor teórico del derecho de preferencia cuyo ejercicio se propone suprimir o limitar*», dando così anche a quest'ultimo una precisa "sostanza economica", direttamente collegata al minor valore della partecipazione azionaria.

nuove azioni ad esso sottostanti⁸⁰. Ne consegue piuttosto agevolmente che l'esclusione o la limitazione della possibilità di trasferire i diritti di opzione eventualmente deliberata dall'assemblea o dal consiglio di amministrazione costituisce un'ipotesi di esclusione ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, c.c.⁸¹: ciò, a maggior ragione, se si considera che la norma appena citata si riferisce indistintamente tanto ai casi di "esclusione" del diritto di opzione quanto alle ipotesi di semplice "limitazione" dello stesso⁸². Tale soluzione è peraltro coerente con i principi generali in materia di proprietà: poiché infatti l'art. 832 c.c. attribuisce al proprietario il potere «di godere e *disporre*» dei propri beni, anche la limitazione o l'esclusione di quest'ultimo potere costituisce pur sempre una compressione del "diritto di proprietà" che il socio vanta sui diritti d'opzione assegnatigli *ex art. 2441 c.c.*⁸³.

⁸⁰ Di particolare interesse, al riguardo, è l'ordinamento inglese: benché infatti la legge preveda un semplice diritto di prelazione (*pre-emption right*) in favore dei vecchi soci, lasciando alle società la decisione se emettere dei veri e propri diritti d'opzione negoziabili (*renounceable rights issue*), «*it is, however, common practice in listed companies for pre-emption offers to be made on a renounceable basis*» [cfr. DAVIES - WORTHINGTON (nt. 73), 881, anche sulla scorta dell'analisi di FERRAN, *Legal Capital Rules and Modern Securities Markets*, in HOPT - WYMEERSCH (a cura di), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, 2003, 560. Nell'ordinamento francese, invece, «*il est acquis que le droit de souscription peut être vendu séparément des actions dont il est alors détaché*» [così, P. DIDIER - PH. DIDIER (nt. 73), 541], ma - se sono previsti dei limiti alla circolazione delle azioni - questi si applicano anche ai diritti di opzione. Più nel dettaglio, il nuovo testo dell'art. L 225-132, terzo comma del *Code de commerce* dispone che «*lorsque le droit préférentiel de souscription n'est pas détaché d'actions négociables, il est cessible dans les mêmes conditions que l'action elle-même. Dans le cas contraire, ce droit est négociable pendant une durée égale à celle de l'exercice du droit de souscription par les actionnaires mais qui débute avant l'ouverture de celle-ci et s'achève avant sa clôture*».

⁸¹ Sono di quest'avviso, BAZZANO, *Determinazione ex post del prezzo di emissione ad opera degli amministratori, derogabilità dell'obbligo di versamento immediato del sovrapprezzo e compatibilità con il diritto di opzione*, in *Riv. soc.*, 2003, 1074, spec. 1095 s.; BELVISIO, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nella s.p.a.*, in RESCIGNO (diretto da), *Trattato di diritto privato - Vol. 17*, Torino, 1985, 59, spec. 109; G. MUCCIARELLI (nt. 6), 134 e 206; NOBILI (nt. 8), 688 s.; ID, *Contributo allo studio del diritto d'opzione nelle società per azioni*, Milano, 1958, 173 ss. NOBILI - VITALE (nt. 22), 363; STELLA RICHTER jr, *Cedole di azioni di società e circolazione del diritto di opzione*, in *Giur. comm.*, 1990, 436, spec. 447; VISENTINI (nt. 8), 37 e 43 e - sembrerebbe - RIVOLTA (nt. 77), 550. Qualche spunto in questo senso sembra venire anche dall'ordinamento spagnolo, ove la dottrina ritiene che, quando le azioni sono liberamente trasferibili, «*no podrá restringirse la circulación de los derechos de suscripción*» [così LARA (nt. 78), 2262], sicché è ragionevole ritenere che eventuali limitazioni di questo tipo costituiscano - in effetti - un'ipotesi di limitazione del diritto di opzione.

⁸² Valorizzano la lettera della legge BAZZANO (nt. 81), 1095 s. e - sembrerebbe - NOBILI (nt. 81), 134 s.; *contra*, invece, VISENTINI (nt. 8), 13 s., che - pur arrivando a conclusioni analoghe a quelle indicate nel testo - svaluta la contrapposizione tra "esclusione" e "limitazione" del diritto d'opzione, attribuendole un significato meramente *quantitativo* e non anche *qualitativo*.

⁸³ Come è stato autorevolmente osservato, è «possibile, e con buona approssimazione operativamente utile, pensare l'azione come un "cosa" e pensare la situazione giuridica [del socio nei confronti dei terzi] come un diritto assoluto, se si vuol dire "di proprietà": ciò non

Se dunque la negoziabilità dei diritti d'opzione deve essere senz'altro considerata un carattere tipico di tale istituto⁸⁴, è però indubbio che la società emittente non sia per questo tenuta ad adoperarsi per garantire l'esistenza di un mercato dei diritti d'opzione sufficientemente liquido, né tantomeno ad assicurare che questi ultimi possano essere ceduti ad un prezzo prossimo al loro valore teorico⁸⁵. Benché infatti il legislatore abbia senz'altro «dettato le norme sul diritto di opzione tenendo presente il caso normale di esistenza» di un mercato per i diritti di opzione, la sua eventuale mancanza - pur rischiando di pregiudicare l'effettività di tale rimedio - rappresenterebbe una mera «circostanza di fatto» e avrebbe l'effetto di condannare all'irrelevanza giuridica il danno che subirebbe il socio che non riuscisse a vendere il proprio diritto d'opzione a un prezzo congruo⁸⁶. Tradizionale, in proposito, è il

soltanto quando si tratta del suo trasferimento, ma anche a proposito dei modi di tutela nei confronti dei terzi» [in questo senso. ANGELICI (nt. 20), 36 e 40 ss.]. V., per esempio, la possibilità, prevista dall'art. 2352 c.c. di applicare alle azioni gli schemi giuridici del pegno e dell'usufrutto e, in proposito, cfr. ID, *Le azioni, artt. 2346 - 2356 c.c.*, in SCHLESINGER (diretto da), *Il Codice Civile - Commentario*, Milano, 1992, 199 ss.

⁸⁴ Al riguardo, NOBILI - VITALE (nt. 22), 363 rilevano però che «se lo statuto contiene una clausola di gradimento o altra clausola limitativa del trasferimento delle azioni essa troverebbe applicazione - nonostante i gravi inconvenienti pratici che ciò può determinare - anche per la cessione dei diritti di opzione, non essendo pensabile che la clausola possa essere elusa mediante la cessione, in luogo delle azioni, del diritto di sottoscriverle» (conformemente, v. anche A. DALMARTELLO, *Limitazioni statutarie alla circolazione dei "diritti di opzione"*, in *Temì*, 1949, 90, spec. 95 ss.). Tale principio è oggi espressamente accolto dall'art. L 225-132, terzo comma del *Code de commerce* (v. *sub* nt. 80), nonché dall'art. 306, comma 2, della *ley de sociedades de capital* spagnola, secondo una soluzione criticata dalla dottrina: v. LARA (nt. 78), 2261 s. *Contra*, v. invece VISENTINI (nt. 8), 43 nt. 20 e STANGHELLINI, *Limiti alla circolazione delle azioni - Commento all'art. 2355 bis*, in MARCHETTI - BIANCHI - GHEZZI - NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, 559, spec. 598 ss., in considerazione del fatto che «il limite alla circolazione delle azioni pone al socio l'alternativa [...] se sottoscrivere l'aumento di capitale effettuando un ulteriore conferimento o subire una diluizione della propria quota di partecipazione»: quest'autore propone così di trovare «un punto di equilibrio» tra i vari interessi in gioco, consentendo l'apposizione di limiti alla trasferibilità dei diritti d'opzione, ma imponendo a carico della società «un obbligo d'indennizzo» - da calcolare ai sensi dell'art. 2437 *ter* c.c. - «per l'ipotesi in cui il socio veda frustrata la programmata cessione dei diritti d'opzione per effetto di un gradimento mero o di una prelazione» [una simile proposta, attraverso però l'introduzione di una clausola statutaria, NOTARI (nt. 75), 847]. In giurisprudenza invece - argomentando dalla natura cartolare del diritto d'opzione - v. Corte di cassazione, 17 marzo 1989, n. 1319, con note di RIGHINI, *Cedole azionarie rappresentative del diritto di opzione: funzione e natura giuridica*, in *Giur. comm.*, 1990, 415 e di STELLA RICHTER *jr* (nt. 81), *passim*.

⁸⁵ Lo sottolinea DAVIES, *Introduction to Company Law*, Oxford - New York, 2002, 23 s., secondo cui «*company law does rather little to guarantee ease of transfer of the share form the shareholder point of view [...] nor does the law guarantee to the shareholder the existence of a market upon which the shares can be traded*».

⁸⁶ Così, ZAFFARONI (nt. 9), 522, ma alla stessa conclusione giunge anche la dottrina maggioritaria: in proposito, v. FRIGENI (nt. 37), 15; G. MUCCIARELLI (nt. 6), 134, 145, 205 ss.; NOBILI (nt. 81), 195; PIRIA, *Sulle limitazioni alla circolazione del diritto di opzione*, in

riferimento alle società per azioni organizzate secondo un modello “personalistico”, dove - *strutturalmente* - non vi è alcuna concreta possibilità di cedere il diritto di opzione, se non agli altri soci e alle condizioni da questi fissate⁸⁷. In questa prospettiva, dunque, benché l'apposizione di vincoli alla libera trasferibilità dei diritti di opzione costituisca un'ipotesi di esclusione *ex art. 2441*, quinto comma, c.c., la semplice impossibilità materiale di cedere tali diritti deve ritenersi giuridicamente irrilevante⁸⁸.

Tali rilievi, per quanto formalmente corretti, non sembrano cogliere nel segno. La società per azioni, infatti, è «una forma organizzativa sostanzialmente fruibile da tutte le imprese, ad eccezione di quelle minime», sicché l'interprete, «considerata la varietà dei tipi su cui si riflette la disciplina indagata, dovrà ispirarsi al criterio della massima *elasticità del sistema*»⁸⁹:

Riv. dir. civ., 1989, 522; STANGHELLINI (nt. 84), 599; VISENTINI (nt. 8), 42 ss. e, nella dottrina straniera, DAVIES (nt. 85), 23 s. e 145.

⁸⁷ Sul punto, cfr. MESSINEO (nt. 10), 197; G. MUCCIARELLI (nt. 6), 205; ROTONDI (nt. 10), 81 e FARINA, *Emissione di azioni con sovrapprezzo e diritti dell'azionista*, in *Dir. fall.*, 1991, 247, che propone soluzioni differenti per società chiuse e società quotate.

⁸⁸ Con riferimento al dibattito sulla compatibilità del diritto di opzione con il sovrapprezzo, ritenevano rilevante anche una semplice “limitazione di fatto” del diritto di opzione, MESSINEO (nt. 10), *passim*; ROTONDI (nt. 10), *passim*; e DI SABATO, *Manuale delle società*, Torino, 1995, 581. Questo tema è stato approfonditamente studiato dalla dottrina tedesca, sulla quale v. G. MUCCIARELLI (nt. 6), 151 ss.: secondo questa impostazione, «a una esclusione del diritto di opzione previsto dalla legge si equiparano quegli “aggravamenti” del diritto di opzione, che non di diritto, ma di fatto, ostacolano i singoli azionisti nell'esercizio del diritto di opzione. Ciò che è decisivo è se la libertà di scelta del singolo azionista di acquistare le nuove azioni a lui spettanti, sia limitata in modo essenziale da oneri o condizioni o *attraverso la fissazione di rapporti di opzione* o infine [...] *attraverso l'entità della emissione*» (così, WIEDEMANN, § 186 *AktG*, in *Großkommentar*, Berlino, 1995, 265, nella traduzione proposta da G. MUCCIARELLI; ma v. anche HIRTE, *Bezugsrechtsausschluss und Konzernbildung*, Monaco, 1986, 88, secondo cui l'impossibilità di cedere profittevolmente il diritto di opzione si trasformerebbe in un illegittimo obbligo di ulteriore conferimento, e GROSS, *Der Inhalt des Bezugsrechts nach § 186 AktG*, in *AG*, 1993, 449, spec. 455, che -pur distinguendo tra società chiuse e società quotate - ritiene escluso il diritto di opzione ogniqualvolta il prezzo di emissione delle nuove azioni sia superiore al “valore intrinseco” delle stesse).

⁸⁹ Così, ABBADESSA (nt. 21), 52 s. (corsivo aggiunto) e - con specifico riferimento all'art. 2441 c.c. - FARINA (nt. 87), 247; ma *contra* ANGELICI (nt. 20), *passim* e ID (nt. 35), *passim*. A questo proposito, anche PELLIZZI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, 117, spec. 150 ss. - pur incline a rinvenire nelle grandi società a capitale diffuso il “modello” tipico delle società per azioni - non esita a ritenere legittime e, anzi, fisiologiche, quelle società per azioni caratterizzate da una notevole “personalizzazione” dell'apporto dei singoli soci, pur classificandole come “atipiche”. Questo autore (al contrario di ABBADESSA, che propende per un canone ermeneutico ispirato alla «massima flessibilità») ritiene comunque di dover ricostruire la disciplina delle società per azioni facendo riferimento alle caratteristiche della grande impresa aperta al mercato dei capitali. Pur ritenendo meritevoli di autonoma considerazione anche le società definite “atipiche” (sulle modalità con cui ciò può avvenire, v. pp. 222 ss.), quest'autore preferisce ricorrere alla teoria del negozio indiretto, secondo la quale l'utilizzo di un istituto giuridico per un fine diverso da quello

pertanto, le funzioni che un istituto assolve sono necessariamente destinate a mutare in ragione delle concrete caratteristiche del contesto - societario e di mercato - nel quale esso è chiamato ad operare. Così, l'eventuale vicinanza di un'impresa alla nozione tradizionale di società, incentrata sull'«esercizio in comune di un'attività economica», e la naturale qualificazione del socio come colui che partecipa anzitutto a un progetto imprenditoriale, inducono a considerare il valore patrimoniale e finanziario della partecipazione come un semplice “riflesso” di tale attività: è dunque ragionevole ritenere che il diritto di opzione svolga, in tali casi, un ruolo ben diverso da quello assegnatogli - per esempio - all'interno delle società quotate. Specularmente, l'estrema difficoltà di cedere i diritti di opzione è compensata in tali fattispecie da un naturale maggior coinvolgimento del socio nell'organizzazione e nell'attività della società⁹⁰: in questo senso, la tutela dell'azionista di minoranza non è tanto perseguita dall'operare di rigidi meccanismi organizzativi, ma è lasciata alle fisiologiche dinamiche “di potere” interne agli organi societari⁹¹ e, soprattutto, ai rimedi offerti dalla legge nei confronti dell'illegittimità delle

tipico comporta comunque «l'accettazione in blocco di tutte le sue regole, anche se sovrabbondanti o incongrue rispetto alle specifiche finalità delle parti» (p. 221).

⁹⁰ Coerentemente con l'indicazione di «adeguare la disciplina dei modelli societari alle esigenze delle imprese, anche in considerazione della composizione sociale e delle esigenze di finanziamento» (art. 2 Legge delega del 3 ottobre 2001, n. 366), riflette questo modo di intendere la realtà l'introduzione dei procedimenti decisionali “alternativi” disciplinati dall'art. 2479, terzo comma, c.c. per le società a responsabilità limitata: lungi, infatti, dal far ritenere “superato” il metodo collegiale (non si spiegherebbe altrimenti la previsione di cui all'art. 2479, quarto comma, c.c.), tali procedimenti sembrano avere un mero ruolo semplificativo dei rapporti sociali, in un contesto dove è naturale assumere - almeno di fatto - decisioni all'unanimità (cfr. MIRONE, *Le decisioni dei soci nelle s.r.l.: profili procedurali*, in ABBADESSA - PORTALE *La società per azioni oggi - Liber amicorum Gian Franco Campobasso - Vol. III*, Milano, 2006, 475 e ABBADESSA, *Deliberazioni senza assemblea nelle società di capitali*, in *Riv. dir. comm.*, 1968, 300).

⁹¹ Si pensi al ruolo che il procedimento assembleare e il connesso principio di collegialità svolgono negli innumerevoli “modelli” societari che il sistema italiano conosce. Così, nella grande impresa, il metodo assembleare privilegia le esigenze di ponderazione delle scelte e la speditezza decisionale [cfr. GRIPPO, *Deliberazione e collegialità nelle s.p.a.*, Milano, 1979: tutta la disciplina sui *quorum* è, per esempio, animata dall'intento di bilanciare queste due necessità e di favorire, per quanto possibile, il confronto tra i soci: cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. 2 - Diritto delle società*, Torino, 2012, 321 ss.; ma nella stessa direzione sembrano muoversi anche le regole sulla seconda convocazione dell'assemblea, come sottolinea S. ROSSI, *Diritti di partecipazione degli azionisti e collegialità nelle società quotate*, in www.orizzontideldirittocommerciale.it (2014), *passim*] fino a sbiadire e quasi scomparire - assorbito entro le strutture di *corporate governance* - nelle società che fanno appello al mercato dei capitali di rischio (cfr. COTTINO, *Dal “vecchio” al nuovo diritto azionario: con qualche avviso ai naviganti*, in *Giur. comm.*, 2013, 5, spec. 17 ss.). Al contrario, nelle piccole e medie imprese, tali principi assistono le esigenze di confronto e composizione dei diversi gruppi d'interesse rappresentati in assemblea, rivalutando così il ruolo centrale da sempre svolto dall'organo dei soci. In tali società, infatti, è evidente la necessità di coinvolgere nelle scelte assembleari anche i soci di minoranza, a prescindere dalle mere esigenze “aritmetiche” di ottenere un numero sufficiente di voti per l'approvazione di una delibera assembleare [cfr. ABBADESSA (nt. 90), 309 ss.].

loro decisioni⁹².

Per le ragioni appena evidenziate però, il discorso sulla natura e sulla disciplina del diritto di opzione è destinato a cambiare radicalmente non appena si prendano in considerazione le società quotate. Queste ultime, infatti, per realizzare la loro «funzione tipica» (*id est*: combinare le esigenze di stabilità dell'investimento produttivo con il bisogno di pronta liquidabilità della partecipazione azionaria), richiedono la presenza di un mercato secondario sufficientemente liquido, che consenta di superare quelle asimmetrie nelle preferenze temporali che esistono tra investitori e imprese⁹³: è proprio nella prospettiva del “disinvestimento” che possono infatti trovare compimento quelle aspettative che giustificano l'impiego del risparmio privato in attività finanziarie⁹⁴. In questo senso, dunque, la liquidità si pone quale elemento indispensabile per il corretto funzionamento del mercato dei capitali.

A questo proposito, si è già detto che secondo l'impostazione tradizionale, la cedibilità dei diritti di opzione - e, più in generale, della partecipazione azionaria - si risolve nella facoltà di trasferire liberamente uno strumento finanziario a un terzo e discende pertanto dall'assenza di preesistenti limiti alla sua circolazione, siano essi di natura legale o

⁹² In questo senso, cfr. la diversa rilevanza che il rimedio dell'abuso del diritto può avere *public company* piuttosto che nelle società “personalistiche”: è proprio in queste ultime, infatti, che sarà più facile - anzi, “naturale” - apprezzare il ricorrere di quegli elementi di fatto, oggettivi e soggettivi, dai quali potrebbe emergere un abuso della maggioranza [la quale - per ricorrere ad un esempio classico - potrebbe aver deliberato un aumento di capitale al solo scopo di estromettere o diluire la minoranza: cfr. PORTALE, *L'exceptio doli generalis* e ID, *Il superamento della personalità giuridica*, entrambi in *Lezioni di diritto comparato*, Torino, 2007, 155 e 169; per un'analisi quantitativa della giurisprudenza statunitense sul connesso tema del *piercing the corporate veil*, cfr. invece OH, *Veil-piercing*, in *www.ssrn.org* (2010)].

⁹³ Il punto è largamente condiviso in dottrina. Nella prospettiva tradizionale, v. infatti ANGELICI (nt. 20), 522 ss., da cui è tratta la citazione nel testo; ID (nt. 35), 87; PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in COLOMBO - PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni - vol. I***, Torino, 2004, 1, spec. 12. Nell'ottica del diritto dei mercati finanziari, cfr. invece PERRONE (nt. 40), 16 s. e 249 s.; HILLIER - ROSS - WESTERFIELD - JAFFE - JORDAN, *Corporate Finance*, Milano - Londra, 2015, 316 ss.; GULLIFER - PAYNE (nt. 32), 481; e T. BIANCHI, *La borsa valori e il mercato finanziario*, Torino, 1983, 18 ss.

⁹⁴ Nella società per azioni - come sottolinea SPADA (nt. 62), 494 - «questa prospettiva di disinvestimento tramite il mercato secondario è esaltata dalla conformazione della partecipazione - che è resa simile a una merce - e dalla negoziabilità di questa “merce finanziaria” sui mercati istituzionali». In proposito, pur nella diversità delle conclusioni che gli autori intendono trarre da tali premesse, v. PERRONE (nt. 37), 165 s.; ID (nt. 40), 16 ss.; FRIGENI (nt. 37), *passim*, spec. 1 ss.; ANGELICI (nt. 20), 522 ss.; G. FERRI jr, *Situazioni giuridiche soggettive e disciplina societaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, 393, spec. 404 s.; e ABU AWWAD (nt. 13), 6 ss.

statutaria⁹⁵: coerentemente con tali premesse, la disciplina di cui all'art. 2355 *bis* c.c. riflette così la dialettica - comune a tutte le società per azioni - tra apertura al mercato ed esigenze di personalizzazione e coesione dell'organizzazione sociale⁹⁶.

Calata all'interno del mercato finanziario, però, «la regola della libera trasferibilità delle partecipazioni sociali [...] viene in rilievo soprattutto nell'ottica della liquidità dell'investimento, ossia quale modalità privilegiata attraverso cui può trovare soddisfazione l'interesse individuale a un'agevole monetizzazione del proprio patrimonio mobiliare»⁹⁷. La prospettiva dell'investimento, cioè, qualifica e caratterizza la libera trasferibilità delle azioni fino al punto che questa viene assorbita all'interno del più ampio concetto di *liquidità*. Da questa angolazione, infatti, la semplice facoltà (astratta) di poter trasferire liberamente un strumento finanziario non è certo sufficiente agli scopi di cui si è appena detto⁹⁸: piuttosto, è necessaria l'effettiva e concreta possibilità di trasferire a un terzo un'attività finanziaria (cioè di “trasformala in moneta”), senza che ciò comporti una significativa perdita di valore della stessa⁹⁹. Si noti al riguardo che il concetto di liquidità

⁹⁵ *Ex multis*, G. F. CAMPOBASSO (nt. 91), 239 ss.; TUCCI, *Limiti alla circolazione delle azioni*, in ABBADESSA - PORTALE *La società per azioni oggi* - Liber amicorum Gian Franco Campobasso - Vol. II, Milano, 2006, 617; e STANGHELLINI (nt. 84), *passim*.

⁹⁶ A questo proposito, TUCCI (nt. 95), 622 ss. riconduce la disciplina introdotta dall'art. 2355 *bis* c.c. proprio all'esigenza di «valorizzare i diversi modelli di società per azioni»: così, nella grande impresa, il principio di libera trasferibilità della partecipazione azionaria è funzionale al ricorso al mercato dei capitali di rischio, mentre, nelle società chiuse, la libertà concessa all'autonomia privata tutela piuttosto l'interesse «alla coesione della compagine sociale».

⁹⁷ Così FRIGENI (nt. 37), 2 s. (corsivo aggiunto), anche sulla scorta dei rilievi di G. FERRI *jr* (nt. 37), 183 ss. Pur nell'indubbia diversità del contesto di riferimento, cfr. anche CONSOB, *Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009 - Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi*, in www.consob.it (2009), 2 s.

⁹⁸ Così, TUCCI (nt. 95), 617 ss. e 622 s.; DAVIES (nt. 85), 22 s.; G. FERRI *jr* (nt. 37), 183 ss., mettendo in risalto il collegamento che necessariamente esiste tra liquidità e negoziabilità. In particolare, mentre l'esigenza «della società a disporre di una stabile dotazione patrimoniale» trova «piena soddisfazione» nell'ordinamento societario, l'interesse al disinvestimento dei soci «riceve una tutela *indiretta* ed *eventuale*: la liquidazione della quota rimane infatti subordinata - sia sul piano dell'*an* che su quello dei *quantum* - alla concreta sussistenza di un soggetto disposto ad acquistare le azioni o la quota del socio» [così FRIGENI (nt. 37), 15].

⁹⁹ Ed è proprio quella riportata nel testo la definizione comunemente accolta di “liquidità”. In proposito, secondo CONSOB (nt. 97), 8, «per prodotti illiquidi si intendono quelli che determinano per l'investitore ostacoli o limitazioni allo smobilizzo entro un lasso di tempo ragionevole, a condizioni di prezzo significative, ossia tali da riflettere, direttamente o indirettamente, una pluralità di interessi in acquisto e in vendita». Sottolinea T. BIANCHI (nt. xx), 21 che «la funzione di liquidità e di trasferimento della ricchezza mobiliare non può però essere svolta dal mercato finanziario in mancanza di scambi numerosi, frequenti e continui. La frequenza e la continuità delle negoziazioni sono tanto più probabili quanto più numerosi sono i possessori di titoli di una data specie e quanto più vi è la tendenza da parte dei risparmiatori e di coloro che dispongono di mezzi liquidi ad acquistare e negoziare valori mobiliari». Più di recente, cfr. invece, BRENNAN - TAMAROWSKI, *Investor Relation, Liquidity*

è particolarmente ampio e comprende anche le condizioni economiche alle quali la transazione può essere concretamente eseguita¹⁰⁰: infatti, pur in presenza di sufficienti interessi di acquisto, l'eccessiva ampiezza del c.d. *bid/ask spread* comporta un costo - spesso notevole - a carico dell'investitore, riducendo conseguentemente la stessa liquidità di quello strumento finanziario¹⁰¹.

In ogni caso, si deve sottolineare come la sussunzione del principio di libera circolazione delle azioni nel più ampio concetto di liquidità trovi anche precisi riscontri sul piano normativo. Da un lato, infatti, la trasferibilità rappresenta un requisito imprescindibile per l'ammissione di uno strumento finanziario alla quotazione in un mercato regolamentato, proprio in funzione del principio di facilità delle negoziazioni¹⁰²; nel contempo, però, il Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa italiana elenca anche una serie di requisiti ulteriori, al fine di garantire l'effettiva possibilità di disinvestimento (in particolare, un'adeguata capitalizzazione e una sufficiente diffusione degli strumenti finanziari presso il pubblico)¹⁰³, e - più

and Stock Prices, in *Jouranl of Applied Corporate Finance* (2000), 26, spec. 34 ss. e, soprattutto, AMIHUD - MENDELSON, *The Liquid Route to a Lower Cost of Capital*, in *Jouranl of Applied Corporate Finance* (2000), 8, i quali rilevano una correlazione negativa tra liquidità e costo del capitale, segnalando come il mercato "prezzi" la difficoltà di disinvestimento.

¹⁰⁰ In particolare, CONSOB (nt. 97), 4 propone di fare riferimento a «indicatori quali, ad esempio, l'ampiezza dello *spread* denaro/lettera, l'ampiezza e la profondità del *book* di negoziazione con particolare riguardo alla numerosità dei contributori, la frequenza ed il volume di transazioni, la disponibilità di informativa sulle condizioni delle transazione».

¹⁰¹ Sul punto, cfr. HILLIER - ROSS - WESTERFIELD - JAFFE - JORDAN (nt. 93), 316

¹⁰² Cfr., infatti, l'art. 2.1.3, comma 2, lettera c), Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa italiana s.p.a. [v. FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in COLOMBO - PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni - Vol. 10***, Torino, 1993, 209], conformemente a quanto previsto dagli artt. 46 e 54 Direttiva 2001/34/CE (c.d. CARD) e dall'art. 51 Direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID II). Non vi sono poi dubbi su quell sia l'obiettivo perseguito da tale regole: «*the 2014 MiFID II regime imposes minimum standards in securities admitted to trading on a regulated market in order to support efficient price formation, transparency, liquidity and transferability*» (così, MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2014, 176, che opportunamente distingue tra *liquidity* e *transferability*). A questo proposito, infatti, il menzionato Regolamento di Borsa italiana consente una deroga a tale principio qualora le eventuali restrizioni non comportino «alcun rischio di perturbare il mercato» (*id est*: non comportino rischi per la liquidità del mercato). Sulla compatibilità delle limitazioni al principio di libera circolazione delle azioni con l'ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato, cfr. G. F. CAMPOBASSO (nt. 91) 240 nt. 96 e, con soluzioni in parte diverse, TUCCI (nt. 95), 650 ss. - secondo cui «non può dorsi che allo stato attuale vi sia una chiara affermazione, a livello di fonti primarie, della incompatibilità tra limitazioni statutarie al trasferimento delle azioni e appello al pubblico risparmio» (p. 657) - e STANGHELLINI (nt. 84), 568 s.

¹⁰³ Come sottolinea MOLONEY (nt. 102), 179 «*the MiFID II admission regime is designed to support trading, primarily ensuring orderly and liquid trading in the admitted securities and negotiability of those securities, and by supporting price formation*». In particolare, con riferimento all'ammissione a quotazione delle azioni, l'art. 2.2.2, comma 1, Regolamento Borsa italiana richiede: (i) una capitalizzazione di almeno quaranta milioni di euro,

in generale - è proprio la costante «dialettica tra efficienza e liquidità» ciò che «caratterizza le norme vigenti e le regole introdotte dalla più recente disciplina europea» in tema di mercati regolamentati¹⁰⁴.

Tali argomenti - è bene precisarlo - non vogliono dimostrare l'esistenza di un diritto alla liquidità dell'investimento, dal momento che, anzi, è naturale la presenza di strumenti finanziari e mercati strutturalmente illiquidi¹⁰⁵. Piuttosto, s'intende sottolineare come, nel "diritto societario dei mercati finanziari", il concetto di libera trasferibilità si risolve in quello di liquidità e come quest'ultima, al contrario della prima, guardi al fenomeno della circolazione degli strumenti finanziari in un'ottica eminentemente sostanziale. È dunque a tale concetto che ci si deve riferire nell'interpretazione della disciplina riservata alle società quotate¹⁰⁶.

consentendo però o Borsa italiana di «ammettere azioni con una capitalizzazione inferiore qualora ritenga che per tali azioni si formerà un mercato sufficiente»; e (ii) una sufficiente diffusione delle azioni (c.d. flottante), «che si presume realizzata quando le azioni siano ripartite presso gli investitori [...] per almeno il 25%» (35% per il segmento STAR), ma anche in questo Borsa italiana può «ritenere sussistente tale requisito quando il valore di mercato delle azioni possedute dal pubblico faccia ritenere che *le esigenze di regolare funzionamento del mercato possano essere soddisfatte anche con una percentuale inferiore a quella sopraindicata*» [corsivo aggiunto. Con riferimento a tale previsione, cfr. MUCCIARELLI - SPOLIDORO (nt. 77), 33; in termini analoghi si esprime anche l'art. 2 del Regulatory Technical Standard n. 17, elaborato dall'ESMA sulla scorta di quanto previsto dall'art. 51 MiFID II: «*when assessing whether a share is capable of being traded in a fair, orderly and efficient manner a regulated market shall take into account the distribution of those shares to the public*»]. Simili requisiti sono poi previsti anche per tutti gli altri strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni e cfr., in particolare, l'art. 2.2.7 per le obbligazioni e l'art. 2.2.16 per i *warrant*. Quest'ultima norma stabilisce che, «per l'ammissione alla quotazione, i *warrant* devono», tra le altre cose, «essere riferiti ad azioni [...] già negoziate in un mercato», presumendo così la liquidità di tali strumenti in ragione della liquidità delle azioni cui essi si riferiscono: a questo riguardo, l'art. 2.2.46 precisa che tali disposizioni «regolano anche, in quanto compatibili, l'ammissione alla quotazione [...] di altri titoli assimilabili». Premessa la naturale somiglianza tra *warrant* e diritti di opzione si può ragionevolmente ritenere che, secondo l'impostazione adottata da Borsa italiana, la liquidità dei diritti d'opzione discenda anch'essa - *naturaliter* - dalla liquidità delle azioni sottostanti.

¹⁰⁴ Così, PERRONE (nt. 40), 249 s.; ARMOUR - AWREY - DAVIES - ENRIQUES - GORDON - MAYER - PAYNE, *Principles of Financial Regulation*, Oxford, 2016, 147 s. e, più nel dettaglio, cfr. MOLONEY (nt. 102), 425 ss.

¹⁰⁵ Lo sottolinea CONSOB (nt. 97), 8 s., che rileva correttamente come nei mercati finanziari, «la condizione di liquidità» sia certamente «presunta», ma non per questo «assicurata di diritto dalla quotazione del titolo in mercati regolamentati o in MTF» (p. 8); similmente, cfr. anche DAVIES (nt. 85), 145.

¹⁰⁶ Similmente ci si può chiedere se, e in che misura, tali conclusioni valgano anche con riferimento alle società (non quotate) che fanno comunque appello al mercato dei capitali: in proposito, cfr. SCIUTO (nt. 29), 135, TUCCI (nt. 95), 250 ss. e G. F. CAMPOBASSO (nt. 91) 240 nt. 96.

5. *Le peculiarità della limitazione del diritto d'opzione nelle società quotate.*

L'aver posto al centro della disciplina sulle società per azioni quotate il concetto di liquidità, in luogo di quello di libera trasferibilità, ha importanti ripercussioni sull'interpretazione dell'art. 2441 c.c.

Secondo l'impostazione tradizionale, infatti, solo l'introduzione di limiti o condizioni alla possibilità di cedere i diritti di opzione può integrare la fattispecie di cui all'art. 2441, quinto comma, c.c., mentre sono irrilevanti i casi in cui venga semplicemente a mancare un mercato secondario che permetta l'effettiva negoziazione di tali diritti¹⁰⁷: in questo senso, gli aumenti di capitale iperdiluitivi non sembrano dunque presentare alcuna interferenza con la disciplina appena richiamata. Se però si fissa l'attenzione sul concetto di liquidità e sulla concreta possibilità di vendere ad un prezzo "giusto" i diritti di opzione (cioè ad un prezzo che rifletta tutte le informazioni pubblicamente disponibili), questa conclusione merita senz'altro di essere ripensata.

La scelta di eseguire un aumento di capitale fortemente diluitivo determina infatti la formazione di gravi anomalie nei prezzi di azioni e diritti di opzione, anomalie causate (i) dall'interazione delle regole tecniche sul funzionamento dei mercati con le condizioni di emissione delle azioni, e - soprattutto - (ii) dalla situazione economico finanziaria in cui normalmente versano le società emittenti¹⁰⁸. Ora, nel fissare le condizioni e le modalità d'esecuzione di un aumento di capitale, la società è senz'altro nelle condizioni di sfruttare tali imperfezioni al fine di "costringere" i propri soci a sottoscrivere le nuove azioni offerte loro: impedendo infatti la creazione di un mercato efficiente per i diritti di opzione e aumentando così in modo artificiale i costi connessi alla decisione di non partecipare all'aumento, la società può rendere comparativamente migliore la scelta di sottoscrivere le nuove azioni. In questa prospettiva, si comprende così come il descritto meccanismo di coazione a sottoscrivere che caratterizza gli aumenti di capitale iperdiluitivi si basi - in ultima analisi - sull'esclusione della possibilità di cedere profittevolmente i diritti d'opzione e cioè, come si è detto, sull'*esclusione di una modalità di esercizio dei diritti* stessi.

Queste ultime osservazioni consentono di impostare in maniera adeguata la soluzione del problema in esame. Se infatti si condivide l'affermazione per cui, nelle società quotate, la regola della libera trasferibilità delle partecipazioni sociali «viene in rilievo soprattutto nell'ottica della liquidità dell'investimento»¹⁰⁹, si deve allora concludere che la scelta di un rapporto di diluizione eccessivo può comportare l'esclusione o comunque la limitazione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto

¹⁰⁷ Cfr. *sub* par. 2.

¹⁰⁸ Cfr. *sub* Cap. I, par. 3.

¹⁰⁹ Così, FRIGENI (nt. 37), 2 s., già richiamato *sub* par. 3.

comma, c.c. e che, pertanto, il relativo aumento di capitale deve essere deliberato nel rispetto della disciplina prevista dalla legge per tali ipotesi.

Non resta ora che precisare con maggior dettaglio i confini della fattispecie secondo tali indicazioni interpretative. Considerare l'art. 2441, quinto comma, c.c. in un'ottica "sostanziale" comporta infatti inevitabili problemi di incertezza applicativa, rimettendo a una valutazione discrezionale del consiglio di amministrazione - ma, in ultima analisi, del giudice - la decisione in merito al fatto che le condizioni di emissione delle nuove azioni possano concretamente determinare l'illiquidità dei diritti d'opzione. Nondimeno, un equilibrato utilizzo di presunzioni semplici fondate su analisi tecniche ed empiriche e la considerazione per cui tale giudizio debba sempre essere condotto in una prospettiva *ex ante*¹¹⁰ sembrano costituire una soluzione adeguata al problema. In particolare, nessun dubbio dovrebbe ragionevolmente porsi con riferimento agli aumenti di capitale iperdiluitivi, i quali - secondo l'art. 1.3, Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa italiana - presentano un coefficiente di diluizione (*K factor*) inferiore o uguale a 0,3¹¹¹: in questi casi, infatti, come è emerso anche dagli studi effettuati dall'Autorità di vigilanza¹¹², l'assenza di un mercato secondario efficiente per i diritti d'opzione è un fenomeno strutturale (tant'è che è stata introdotta una regolamentazione speciale nel tentativo di arginare la formazione di anomalie nei prezzi di mercato). Ciò nonostante, non può escludersi *a priori* che anche operazioni con un rapporto di diluizione superiore possano comunque integrare un'ipotesi di limitazione del diritto di opzione: le analisi empiriche riassunte nel primo capitolo hanno infatti rilevato la presenza di significative anomalie anche per aumenti di capitale con un *K factor* compreso tra 0,3 e 0,5. Da quest'angolo visuale, dunque, sembrerebbe ragionevole presumere, in queste ipotesi, la sostanziale illiquidità dei diritti d'opzione, lasciando negli altri casi ai soci l'onere di dimostrare la *prevedibilità* - da valutare secondo i criteri di cui all'art. 2392 c.c.¹¹³ - del verificarsi di una situazione analoga. A questo proposito, il fatto

¹¹⁰ L'affermazione è condivisa sia dalla dottrina [cfr. ANGELICI (nt. 35), 177 ss.; BONELLI (nt. 40), 184; G. F. CAMPOBASSO (nt. 91), 391 s.] che dalla giurisprudenza (da ultimo, cfr. Corte di cassazione, 22 giugno 2017, n. 15470 e Corte di cassazione, 31 agosto 2016, n. 17441).

¹¹¹ Cfr. *sub* Cap. I, par. 1.

¹¹² Il riferimento è a CONSOB, *Gli aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo* (2010); ID, *Gli aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo* (2014) e ID, *Aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo - Esiti delle consultazioni* (2016), tutti in www.consob.it.

¹¹³ E, dunque, in funzione anzitutto della «diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze» [sul significato da attribuire a questa formula, v.; AMBROSINI, *L'amministrazione e i controlli nella società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2003, 308, che ne sottolinea l'assonanza con l'art. 1176, secondo comma, c.c.; MONTALENTI, *Gli obblighi di vigilanza nel quadro dei principi generali sulla responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in ABBADESSA - PORTALE *La società per azioni oggi* - Liber amicorum Gian Franco Campobasso - Vol. II, Milano, 2006, 833, spec. 838 s., secondo cui tale «standard si avvicina significativamente alla perizia»; *contra*, BONELLI (NT. 40), 179 ss., spec. ntt. 251 s.], ma anche ai principi di corretta amministrazione cui fa riferimento l'art. 2403 c.c. (cfr.

che Consob abbia espressamente escluso dall'applicazione della disciplina sugli aumenti di capitale iperdiluitivi quelle operazioni caratterizzate da un coefficiente K compreso tra 0,3 e 0,5 non sembra costituire un ostacolo insuperabile: tale scelta, infatti, è stata assunta esclusivamente in funzione delle anomalie riscontrate sui corsi azionari, tralasciando l'analisi del mercato secondario dei diritti d'opzione e non pare pertanto essere decisiva ai fini che qui interessano¹¹⁴.

Le conclusioni così raggiunte sul piano della ricostruzione della fattispecie permettono di conseguire, in punto di disciplina, un triplice guadagno per la tutela dell'investitore, senza per questo pregiudicare irragionevolmente le esigenze dell'impresa emittente. Secondo quanto previsto dall'art. 2441, quinto e sesto comma, c.c., infatti, l'esclusione o la limitazione del diritto di opzione: (i) pur potendo essere disposta dall'assemblea straordinaria con le consuete maggioranze, richiede - in ogni caso - la presenza di uno specifico interesse della società, "innalzando" così il giudizio sulla validità della delibera oltre le consuete ipotesi di conflitto di interesse e abuso della maggioranza; (ii) esige che l'emissione delle nuove azioni avvenga con un sovrapprezzo calcolato «in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto [...] anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre»; (iii) richiede, infine, una relazione dell'organo amministrativo che illustri le ragioni alla base di una tale esclusione e i criteri utilizzati per la determinazione del sovrapprezzo, nonché un parere del revisore legale sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni.

Cominciando dal primo punto, l'*incipit* dell'art. 2441, quinto comma, c.c. condiziona - come si è detto - l'esclusione del diritto d'opzione ad uno specifico interesse della società in tal senso, imponendo altresì agli amministratori di illustrare in un'apposita relazione le ragioni di questa scelta

MONTALENTI *op. cit.*, 840 e ID, *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. soc.*, 2013, 42, spec., 46 s.) e al dovere di agire in modo informato ex art. 2381 c.c. (così, *ex multis*, MONTALENTI, *op. cit.*, 52 s. e ABBADESSA, *Profili topici della nuova disciplina della delega amministrativa*, in ABBADESSA - PORTALE, *La società per azioni oggi - Liber amicorum Gian Franco Campobasso - Vol. II*, Milano, 2006, spec. 507). In proposito, occorre solo aggiungere che la giurisprudenza ormai costante richiama l'attenzione sulla anche necessità di «tenere conto della mancata adozione delle cautele, delle verifiche e delle informazioni preventive, normalmente richieste per una scelta di quel tipo e della diligenza mostrata nell'apprezzare preventivamente i margini di rischio connessi all'operazione da intraprendere» (così la già citata Corte di cassazione, 22 giugno 2017, n. 15470, ma - in senso sostanzialmente conforme - v. anche nella giurisprudenza di merito, Tribunale di Roma, 30 luglio 2015; Tribunale di Roma, 28 settembre 2015; Tribunale di Roma, 21 novembre 2016; Tribunale di Milano, 11 ottobre 2016; Tribunale di Genova, 23 febbraio 2016, tutte in www.giurisprudenzadelleimprese.it).

¹¹⁴ V. CONSOB (nt. 112), 7, e cfr. soprattutto la Figura 4 nel primo capitolo, ove si confronta l'andamento dei prezzi delle azioni (per i quali non sono registrate anomalie significative) con quelli dei diritti di opzione (che hanno seguito, invece, un corso simile a quello registrato con riferimento agli aumenti di capitale iperdiluitivi)

(così il sesto comma della norma citata). A questo proposito, per la natura discrezionale di tali decisioni, è anzitutto da escludere che l'interesse di cui parla l'art. 2441 c.c. si riferisca ad una valutazione sull'opportunità dell'aumento di capitale o sul merito dell'operazione economica intrapresa dalla società. Piuttosto, il tenore letterale della norma in esame sembra suggerire che tale giudizio debba riguardare il nesso tra il programma imprenditoriale per cui è necessario raccogliere nuovo capitale di rischio e l'esclusione o la limitazione del diritto di opzione¹¹⁵.

Il descritto procedimento valutativo sembra dunque potersi scomporre in due distinte fasi¹¹⁶. La prima di queste si risolve nell'identificazione di quell'interesse particolare che la società vanta nell'operazione, così da poter escludere altresì che l'aumento di capitale rappresenti un mero strumento di oppressione della minoranza, ma sia giustificato da un preciso progetto imprenditoriale¹¹⁷: contrariamente a quanto previsto dall'art. 2373 c.c. (che subordina la validità di una delibera assembleare alla semplice assenza di un conflitto d'interessi), l'art. 2441, quinto e sesto comma, c.c. richiede infatti la positiva identificazione di un «effettivo e concreto interesse sociale»¹¹⁸. La seconda fase di tale procedimento consiste invece nella dimostrazione che il perseguimento dell'interesse sociale così individuato «esiga» l'esclusione del diritto di opzione: il ricorso a tale fattispecie, cioè, deve essere necessario o, quantomeno, conveniente rispetto all'esecuzione di un aumento di capitale con offerta in opzione delle nuove azioni ai soci¹¹⁹.

¹¹⁵ Così, GINEVRA (nt. 72), 2628 ss., F. M. MUCCIARELLI (nt. 77), 465 ss. e ROBIGLIO, *Delega all'aumento di capitale e D.P.R. 30/1986*, in *Riv. soc.*, 1991, 686, i quali appunto distinguono tra interesse dell'operazione complessivamente intesa e interesse all'esclusione del diritto d'opzione.

¹¹⁶ Così suggerisce infatti F. M. MUCCIARELLI (nt. 77), 465 ss.

¹¹⁷ Tale valutazione, in particolare, «non ha per oggetto la decisione sul “se” aumentare il capitale, vale a dire se reperire nuovi mezzi economici per l'impresa attraverso capitale di rischio, ma sul “se” compiere una certa operazione e perseguire certe finalità economiche o industriali» [in questo senso, F. M. MUCCIARELLI (nt. 77), 466]. In proposito, per quanto riguarda il tradizionale tema dell'abuso della maggioranza a danno della minoranza, tradizionale è il riferimento agli studi di GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni*, Milano, 1987, spec. 276; JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1972, 220 ss.; ROSAPEPE, *L'esclusione del diritto d'opzione*, Milano, 1988, 191 ss.; e PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto d'interessi del socio nelle società per azioni*, in COLOMBO - PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni - Vol. 3***, Torino, 1993, 74 ss. Non sembra invece venire in rilievo, nell'ipotesi di cui si occupa, il principio di cui all'art. 2373 c.c., poiché nessun danno consegue per la società dall'esecuzione di una simile operazione (ma cfr. l'interpretazione di tale norma proposta da PREITE, *op. cit.*, 114 ss.).

¹¹⁸ Così GINEVRA (nt. 72), 2630; ASCARELLI, *L'interesse sociale dell'art. 2441 cod. civile. La teoria dei diritti individuali e il sistema dei vizi delle deliberazioni assembleari*, in *Riv. soc.*, 1956, 95; G. F. CAMPOBASSO (nt. 91), 522; e MINERVINI, *Sulla tutela dell'interesse sociale nella disciplina delle deliberazioni assembleari*, in *Riv. dir. civ.*, 1956, 407.

¹¹⁹ La rilevanza che può assumere tale giudizio dipende infatti dal significato che s'intende concretamente attribuire alla formula dell'art. 2441 c.c. per cui il diritto di opzione può essere

Ciò premesso, non resta ora che declinare tali conclusioni con riferimento alle peculiarità che caratterizzano gli aumenti di capitale iperdiluitivi. A questi fini, è utile sottolineare che in tali ipotesi i soci sono comunque preferiti ai terzi nella sottoscrizione delle nuove azioni, essendo limitata solo la possibilità di monetizzare il loro investimento: pertanto, l'interesse che giustifica l'operazione non può essere rinvenuto nell'ingresso di un terzo nella compagine sociale, bensì nell'esigenza di reperire nuovo capitale di rischio in quell'ammontare e in un preciso *milieu*¹²⁰.

escluso solo «quando l'interesse della società lo esige». Laddove infatti si ritenesse integrata tale condizione ogni qual volta l'esclusione del diritto d'opzione sia semplicemente *preferibile* rispetto ad altre soluzioni eventualmente praticabili [come ritiene la dottrina maggioritaria e la giurisprudenza prevalente. Cfr. G. F. CAMPOBASSO (nt. 91), 522 nt. 51; GIANNELLI, *Esclusione del diritto di opzione e d.p.r. 10 febbraio 1986*, in *Riv. soc.*, 1988, 757; MARCHETTI, *Artt. 22 e 23 d.P.R. 10 febbraio 1986, n. 30*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1988, 180; MINERVINI (nt. 41), 327; pur sollevando qualche perplessità, NOTARI (nt. 75), 846; ROBIGLIO (nt. 115), *passim*; e, prima della riforma del 1986, MENGONI, *Interesse sociale ed esclusione del diritto di opzione*, in *Riv. dir. comm.*, 1955, 281, che rinveniva in questa formula un'ipotesi tipica della fattispecie generale di cui all'art. 2373 c.c.; in giurisprudenza, invece, v. Corte di cassazione, 7 novembre 2008, n. 26842; Corte di cassazione, 28 giugno 1980, n. 4089; Tribunale di Milano, 7 febbraio 2006; Tribunale di Milano 31 gennaio 2015, entrambe in *De Jure*], la ricerca dell'interesse della società si risolverebbe in un semplice controllo sull'assenza di un conflitto d'interessi o di un abuso della maggioranza [lo sottolinea F. M. MUCCIARELLI (nt. 77), 459 ss., secondo cui - benché il giudizio di preferibilità richieda, al contrario di quanto previsto dall'art. 2373 c.c., una valutazione *positiva* dell'interesse della società nella realizzazione dell'operazione - la tesi della preferibilità non aggiunge nulla alla verifica sulla presenza di un abuso della maggioranza, la quale è volta anch'essa alla ricerca di un equilibrio ragionevole tra i vari interessi in gioco: in entrambe le ipotesi, infatti, «il giudice dovrebbe operare un “soppesamento” di diverse esigenze, posizioni e interessi», sicché «l'interesse sociale nel caso concreto è frutto di una scelta rimessa alla maggioranza, il merito della cui decisione non può essere oggetto di valutazione da parte del giudice» [similmente, cfr. anche NOTARI (nt. 75), 846]. In questa prospettiva, l'art. 2441, quinto comma, c.c. avrebbe dunque la sola funzione di invertire l'onere della prova sulla conformità della delibera rispetto all'interesse sociale, imponendo agli amministratori l'onere di «illustrare [...] le ragioni dell'esclusione o della limitazione» del diritto di opzione. In realtà, la richiamata circostanza per cui il giudizio sull'interesse della società riguarda la corrispondenza tra quest'ultimo e l'esigenza di escludere il diritto d'opzione - e non, invece, l'opportunità del programma imprenditoriale perseguito - «tale esclusione può considerarsi legittima [...] solo se *indispensabile* per la realizzazione (non *tout court* dell'interesse sociale, bensì) di quel piano a cui mira la delibera di aumento di capitale» [così, GINEVRA (nt. 72), 2629 s.; F. M. MUCCIARELLI (nt. 7), 465 ss.; G. FERRI, *Interesse della società ed esclusione del diritto di opzione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1961, 605; JAEGER (nt. 117), 54 ss.]: in altri termini, accolta questa impostazione, l'esclusione del diritto d'opzione sarebbe legittima solo se costituisse l'unico mezzo per portare a termine l'operazione economica cui la società è interessata.

¹²⁰ Nemmeno in questo caso, infatti, l'interesse della società all'esclusione del diritto d'opzione può coincidere con la semplice esecuzione dell'aumento di capitale, ma la necessità di raccogliere nuove risorse finanziarie deve essere sempre qualificata da un elemento “esterno” capace di giustificare l'esclusione dell'opzione: sul punto, cfr. G. FERRI (nt. 76), 651 e G. MUCCIARELLI - SPOLIDORO (nt. 77), 47 ss.

Normalmente¹²¹, infatti, le società che ricorrono a queste operazioni si trovano in un grave stato di crisi finanziaria e la raccolta di nuovo capitale di rischio costituisce appunto lo strumento attraverso cui gli amministratori intendono ripristinare l'economicità dell'impresa, "ristrutturando l'azienda".

Individuato in questi termini l'interesse sociale, il giudizio sulla legittimità dell'operazione deve riguardare anzitutto la strumentalità e la coerenza dell'aumento di capitale rispetto ad un piano di ristrutturazione che gli amministratori sono senz'altro tenuti ad esporre all'assemblea nelle forme e nei modi previsti dall'art. 2441, sesto comma, c.c.: è dunque in questi termini che si deve verificare se l'operazione risponda a un effettivo interesse della società e non sia invece uno strumento attraverso il quale la maggioranza si appropria di ulteriori benefici privati derivanti dal controllo. Ciò posto - ferma la responsabilità degli amministratori *ex art. 2395 c.c.* - non pare che tale controllo possa spingersi oltre, fino al punto di sindacare nel merito la concreta fattibilità del piano aziendale e, forse, anche la stessa accuratezza della ricostruzione dello stato di crisi in cui versa la società¹²², salvo che tali circostanze non si manifestino con un'intensità tale da svelare la pretestuosità della delibera di aumento di capitale.

Superata tale verifica preliminare, si deve poi considerare - ed è questa la valutazione propriamente richiesta dal quinto comma dell'art. 2441 cc. - se la limitazione del diritto di opzione di cui si discute sia davvero necessaria¹²³ per il conseguimento dell'interesse sociale prefissato: se cioè la decisione di eseguire un aumento di capitale caratterizzato da rilevanti effetti diluitivi (è proprio tale caratteristica, infatti, che impedisce la creazione di un mercato efficiente per i diritti di opzione) sia indispensabile per la raccolta del capitale di rischio necessario alla realizzazione del progetto di ristrutturazione¹²⁴, o se, invece, gli stessi effetti si potrebbero conseguire con un aumento di capitale a condizioni "normali". Ancora una volta, dunque, la realizzazione di un adeguato piano di ristrutturazione aziendale, nel quale gli amministratori ricostruiscono la situazione economico finanziaria della società ed indichino le prospettive di recupero dell'economicità, costituisce il fulcro attorno al

¹²¹ È questa, infatti, una mera ipotesi fondata su evidenze statistiche (cfr. *sub* Cap. I, par. 3): astrattamente, gli scopi che possono giustificare l'esecuzione di un aumento di capitale sono molteplici.

¹²² Nel senso proposto - pur dubitativamente - nel testo, v. GINEVRA (nt. 72), 2632, ma *contra* Tribunale di Milano, 31 gennaio 2005, in *De Jure*.

¹²³ O semplicemente preferibile, secondo la diversa prospettiva assunta dalla giurisprudenza maggioritaria: cfr. *sub* nt. 119.

¹²⁴ È utile ricordare che l'annacquamento della partecipazione sociale scaturisce anche dall'*importo* del quale si aumenta il capitale sociale e dal *numero di azioni* emesse: queste due variabili, fra loro collegate, costituiscono infatti un "moltiplicatore" dello *sconto* al quale sono offerte le nuove azioni.

quale la valutazione sulla legittimità della delibera di aumento di capitale deve ruotare¹²⁵.

La soluzione di quest'ultimo problema (della possibilità cioè di eseguire l'aumento di capitale a condizioni non iperdilutive) è - in parte - strettamente legata all'obbligo di emettere le nuove azioni con un adeguato sovrapprezzo ed è pertanto a tale ultima norma che conviene ora volgere l'attenzione.

6. *Il prezzo di emissione delle nuove azioni e il "valore reale" della partecipazione azionaria.*

Come dunque previsto dall'ultima parte dell'art. 2441, sesto comma, c.c., il prezzo di emissione delle nuove azioni deve essere determinato «in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre».

Secondo quanto comunemente osservato in dottrina, tale norma vuole assicurare che le nuove azioni «siano collocate a un prezzo corrispondente al [loro] valore effettivo», al fine di garantire un'adeguata «tutela della posizione patrimoniale del socio»¹²⁶: in questa prospettiva, il riferimento al

¹²⁵ In questo senso, la prassi si è dimostrata finora piuttosto carente: in molti dei prospetti analizzati, comparivano infatti solo dei generici riferimenti all'opportunità di riequilibrare la struttura finanziaria della società, senza indicare un vero e proprio "cammino" verso il ripristino dell'economicità, e senza giustificare la strumentalità dell'aumento di capitale rispetto a tale obiettivo.

¹²⁶ La citazione è tratta dalla Relazione al "Progetto Marchetti", in *Riv. soc.*, 1973, 279 (poi parzialmente confluito nella Legge 7 giugno 1974, n. 216), che quanto già previsto dal precedente "Progetto De Gregorio", in *Riv. soc.*, 1967, 379, il cui art. 23, primo comma, c.c. disponeva che il prezzo di emissione delle azioni doveva essere determinato «in relazione all'effettivo valore delle azioni già emesse» [sembra dunque corretto ridimensionare la diversa formulazione delle norme contenuta nei due progetti di riforma, contrariamente a quanto sottolineato invece PORTALE (nt. 24), 219]. Similmente, in dottrina, MIGNOLI, *Determinazione dell'entità del sovrapprezzo*, in *Riv. soc.*, 1981, 525, spec. 526 - anche sulla scorta delle osservazioni di NOBILI - VITALE (nt. 22), 373 - ritiene che «il prezzo di emissione deve essere il più vicino possibile al valore effettivo delle nuove azioni, senza peraltro essere necessariamente uguale al valore patrimoniale, dato che la sua determinazione deve essere fatta "in base" al valore stesso». Analogamente, NOTARI (nt. 75), 843, sottolinea la necessità che «il prezzo di emissione e, conseguentemente il sovrapprezzo, siano commisurati al "valore effettivo" del patrimonio sociale e non al patrimonio netto "contabile" della società»; e, nello stesso, v. anche MARCHETTI, *Spunti sulle relazioni tra valore contabile, valore economico, valore di mercato dell'azienda nelle operazioni societarie di finanza straordinaria*, in *Giur. comm.*, 1993, 205, spec. 211, che richiama l'attenzione sulla necessità di «raccordare la situazione patrimoniale contabile e i valori patrimoniali effettivi». In maniera ancora più esplicita, GINEVRA (nt. 25), 515 ritiene indispensabile «calcolare il reale "valore economico" della partecipazione, e dunque [...] attualizzarne il valore reddituale» (corsivo aggiunto), richiamando a questo proposito i criteri fissati dall'art. 2437 *ter* c.c. in tema di recesso. PORTALE (nt. 24), 219 s., pur rilevando che l'art. 2441 c.c. non parli - come

valore “effettivo” o “reale” segnala all’interprete l’*obiettivo* cui il processo di valutazione delle azioni deve tendere, coerentemente con la funzione svolta dal sovrapprezzo all’interno della disciplina sul diritto di opzione¹²⁷. Ciò premesso, si deve però segnalare che tale valore rappresenta una semplice formula, il cui contenuto precettivo è destinato a cambiare in relazione allo specifico contesto nel quale, di volta in volta, essa è calata: non è infatti possibile pensare a tale concetto in senso assoluto, ma il valore reale di un bene non può che essere determinato *per relationem*, in funzione delle peculiarità del caso concreto¹²⁸. Non a caso, infatti, spetta sempre agli amministratori selezionare «i criteri adottati per la determinazione del prezzo» delle azioni (art. 2441, sesto comma, prima parte, c.c.)¹²⁹, il che induce a considerare i parametri indicati dallo stesso art. 2441 c.c. come semplici vincoli all’esercizio della discrezionalità gestoria¹³⁰.

invece inizialmente era stato proposto - di valore effettivo, ritiene comunque indispensabile «redigere un’apposita situazione patrimoniale» nella quale «deve essere contabilizzato il valore di avviamento dell’azienda sociale».

¹²⁷ Cfr. *sub par. 4. Contra*, RIVOLTA (nt. 77), 536 ss. e G. MUCCIARELLI (nt. 6), 183 ss., secondo cui deve essere «respinta l’idea che il sovrapprezzo svolga (o svolga soltanto) una funzione di compensazione della perdita del valore patrimoniale delle vecchie azioni, e così il compito di parificare “vecchi” e “nuovi” azionisti».

¹²⁸ Per uno spunto in questo senso, v. LARA (nt. 78), 2216: «*por eso, lo que con cierto reduccionismo se clarifica como “valor real” no suele coincidir con el nominal ni, en su caso, tampoco con el llamado valor de mercado. Ese valor real es por tanto y siempre un concepto a establecer per relationem con referencia a la concreta finalidad que en cada caso determine dicha valoración*». Nella dottrina italiana, con riferimento al diritto di recesso, DI CATALDO (nt. 66), 235 osserva infatti come sia «ampiamente noto alle dottrine aziendalistiche che un criterio unico di valutazione delle aziende [...] non esiste. *Esistono vari criteri, ciascuno dei quali può essere più adatto in certe situazioni e per certe aziende*, a seconda del diverso settore di attività dell’azienda, delle sue dimensioni, delle modalità organizzative e di altri vari fattori rilevanti» (corsivo aggiunto). Si pensi, in proposito, alla possibilità di calcolare il “valore reale” di una partecipazione azionaria, rispettivamente, in una società chiusa e in una società quotata: nel primo caso, si avrà riguardo soprattutto alla diretta valutazione delle utilità che si attendono dall’esercizio dell’attività d’impresa; nel secondo caso, invece «il tema [atterrebbe invece] non tanto alla valutazione delle qualità intrinseche di un bene, quanto a quelle prospettive temporali e a quei profili di rischio e/o incertezza» propri di un investimento nel mercato mobiliare. Il prezzo di mercato, cioè, è considerato dagli operatori come «un indice sulla cui base definire le proprie aspettative monetarie» [così, ANGELICI (nt. 20), 525 e, similmente, PERRONE (nt. 37), 163 ss., secondo cui l’«investitore negozia sulla base del prezzo di mercato, tendenzialmente idoneo a riflettere tutte le informazioni pubblicamente disponibili», non già direttamente in ragione di queste ultime].

¹²⁹ A questo proposito, G. MUCCIARELLI - SPOLIDORO (nt. 77), 47 sottolineano infatti che «i criteri di cui la legge fa parola nella prima parte della norma in esame, e che gli amministratori devono illustrare nella loro relazione, non possono che riguardare il modo in cui, nel caso concreto, devono operare i criteri legali di determinazione del sovrapprezzo previsti nella seconda parte della norma stessa». Sul punto, cfr. anche CERRATO, *Commento all’art. 2441 c.c.*, in BONFANTE - CAGNASSO - MONTALENTI, *Il nuovo diritto societario*, Torino, 2004, 1502, spec. 1532.

¹³⁰ Per diversi spunti in questo senso, cfr. lo studio di G. MUCCIARELLI (nt. 6), 156 ss.

A questo scopo, dunque, il riferimento normativo al valore patrimoniale della società e all'andamento dei corsi azionari costituisce un'indicazione indubbiamente utile, ma non ancora sufficiente. Anzitutto, l'assenza di criteri con i quali determinare la consistenza del patrimonio netto riduce la portata applicativa di tale elemento: se infatti è certo che non si debba fare riferimento all'ultimo bilancio d'esercizio approvato dall'assemblea, non è però chiaro quali poste prendere in considerazione¹³¹, né quali criteri utilizzare per valutarle¹³²: gli amministratori dovranno così selezionare quei principi che meglio siano in grado di esprimere una valutazione "effettiva" tenuto conto delle peculiarità del caso concreto. Non si dimentichi poi che le azioni rappresentano proprio una frazione del patrimonio netto e, pertanto, dire che devono essere valutate secondo la consistenza di quest'ultimo rischia di risolversi in una tautologia (nel senso che le azioni devono essere valutate... secondo il loro valore). Altrettanto incerto è poi il significato da attribuire all'indicazione normativa di "tenere conto" dell'andamento delle quotazioni. Così, accanto a chi scorge nel valore di mercato un limite minimo al prezzo di emissione delle nuove azioni¹³³, altri ritengono che l'andamento dei corsi azionari costituisca un semplice elemento correttivo di una valutazione fondata sulla consistenza del patrimonio: elemento cioè del quale «si deve tenere o non tenere conto secondo che le quotazioni siano o meno rivelatrici di una tendenza»¹³⁴.

¹³¹ Si pensi, per esempio, all'avviamento: normalmente escluso dal bilancio d'esercizio, ma considerato elemento indispensabile ai fini del calcolo del patrimonio netto *ex art.* 2441, sesto comma, c.c. [per tutti, cfr. PORTALE (nt. 24), 220, ma v. anche GINEVRA (nt. 25), 514, secondo cui è necessario «porre l'accento più che sulle riserve accumulate, sull'avviamento inespresso o sul *fair value* di *asset* in bilancio prudenzialmente stimati»].

¹³² Se è certo che il metodo del "costo storico" debba essere abbandonato, non è chiaro se sia sufficiente utilizzare il criterio del *fair value* [conservando così la tradizionale impostazione "statica" nella rappresentazione del patrimonio netto (v. tutti gli autori citati *sub* nt. 126)] o ci si debba altresì attualizzare il valore reddituale degli elementi dell'attivo patrimoniale [così, GINEVRA (nt. 25), 515], fino a considerare le stesse prospettive future di sviluppo dell'impresa [assumendo quindi una prospettiva "dinamica": per simili considerazioni con riferimento al diritto di recesso, cfr. FRIGENI (nt. 37), 154 ss.]

¹³³ Questa è la tesi proposta da G. MUCCIARELLI - SPOLIDORO (nt. 77), 66: «nelle società quotate, il sovrapprezzo determinato in base al valore patrimoniale deve (e non solamente può) essere maggiorato quando, tenendo conto dell'andamento delle quotazioni, il primo minimo risulti troppo basso. Il criterio correttivo servirebbe dunque per fissare un prezzo di emissione minimo (superiore a quello determinato in base al valore patrimoniale), che l'assemblea sarebbe tenuta ad adottare sotto pena di invalidità della deliberazione».

¹³⁴ In questo senso, v. MARCHETTI (nt. 126), 211 s. e G. MUCCIARELLI (nt. 6), 185 ss., secondo cui il "tenere conto" «non significa soltanto che il riferimento al patrimonio netto è essenziale, anche per le azioni quotate in borsa, ma altresì che il riferimento a quel criterio non potrebbe porsi come alternativo, nella determinazione del prezzo di emissione delle azioni, di un parametro solo fondato sull'andamento dei corsi». MIGNOLI (nt. 126), 527 (da cui è tratta la citazione nel testo) individua così nel patrimonio netto il valore minimo del prezzo di emissione delle nuove azioni e nell'andamento delle quotazioni un valore massimo, al fine di «conseguire un duplice risultato: il rispetto della norma e il successo dell'operazione». Al contrario, PORTALE (nt. 24), 220 ritiene che il riferimento all'andamento

Limitando il discorso alle società quotate, numerose indicazioni sistematiche inducono a ritenere che il “valore effettivo” delle azioni, su cui calcolare il prezzo di emissione *ex art.* 2441, sesto comma, c.c., debba essere inteso come il “valore di mercato” delle stesse, normalmente deducibile dall’andamento delle quotazioni¹³⁵. Un’importante suggerimento in questo senso proviene anzitutto dalla disciplina dell’informazione al pubblico (artt. 93 *bis* ss. e 113 ss., TUF), la quale - sulla scorta dei risultati provenienti dall’*efficient capital market hypothesis*¹³⁶ - consente di definire come “giusto” il prezzo formatosi dal normale dispiegarsi delle dinamiche di domanda e offerta: ciò, non tanto perché si ritenga che il prezzo di mercato approssimi senz’altro il valore intrinseco di uno strumento finanziario¹³⁷, quanto, piuttosto, perché esso è reputato tale dal mercato stesso e, per questa ragione, fatto proprio anche dal legislatore¹³⁸.

delle quotazione sia espressione «dell’interesse a richiamare sottoscrittori per procurare il nuovo capitale di cui necessita la società», consentendo - qualora il prezzo di mercato sia inferiore al valore del patrimonio netto - di collocare le azioni «al di sotto del valore reale». Similmente, GINEVRA (nt. 25), 515 sottolinea come «misurare il valore economico della partecipazione in base al valore patrimoniale (effettivo) “pieno” potrebbe essere un errore», dal momento che il primo è destinato a variare in funzione «dell’orizzonte temporale di durata dell’investimento»: non devono dunque essere considerate «quelle utilità dell’apparato aziendale destinate a rivelarsi solo in futuro» e, pertanto, il valore patrimoniale può essere «corretto sulla base dei corsi di borsa anche verso il basso». Dal canto loro, NOBILI -VITALE (nt. 22), 375 ritengono invece che «quando le quotazioni in borsa sono superiori al valore patrimoniale esse consentono di fissare un prezzo di emissione delle azioni che tenga conto anche dell’avviamento della società; quando invece i corsi di borsa sono inferiori al valore patrimoniale, sembra ragionevole fissare il prezzo di emissione anche al disotto di tale valore, in quanto ciò sia condizione necessaria per il collocamento delle nuove azioni».

¹³⁵ V. quanto previsto dal Principio contabile OIC 21 e dallo IAS 36, in tema di valutazioni delle partecipazioni da inserire nell’attivo circolante, ma cfr. anche BALP - VENTURUZZO (nt. 30), 819 ss

¹³⁶ Cfr., accanto al tradizionale lavoro di FAMA, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in *The Journal of Finance* (1970), 383, GILSON - KRAAKMAN, *The Mechanism of Market Efficiency*, in 70 *Va. L. Rev.* (1984), 552 e, per ulteriori riferimenti bibliografici, v. Cap. II, nt. 89. Secondo questa impostazione, in particolare, «il volume e la concentrazione degli scambi, unitamente alla partecipazione di soggetti qualificati e in grado di sfruttare economie di scala, consentono al mercato finanziario di esprimere prezzi che tendono a riflettere completamente tutte le informazioni disponibili» [così, PERRONE (nt. 37), 4].

¹³⁷ I rapporti tra efficienza informativa ed efficienza c.d. fondamentale sono oggetto di ampie discussioni: sul punto, cfr. KRAAKMAN, *Taking Discount Seriously: The Implications of “Discounted” Share Prices as an Acquisition Motive*, in 88 *Colum. L. Rev.* (1988), 891, spec. 897 ss. e FISCHEL, *Efficient Capital Markets, the Crash and the Fraud on the Market Theory*, in 74 *Cornell L. Rev.* (1989), 907, spec. 914; *contra*, GROSSMAN - STIGLITZ, *Information and Competitive Price System*, in *American Economic Rev.* (1976), 246 ss. Per ulteriori riferimenti bibliografici, v. Cap. I, par. 3.

¹³⁸ È anche in questo seno che l’ipotesi dell’efficienza informativa del mercato dei capitali può essere considerato uno «strumento di euristica messo a disposizione del giurista»: cfr., PERRONE (nt. 37), 9 s., anche sulla scorta dello studio di LANGEVOORT, *Theories*,

Significativo, in proposito, è altresì il confronto - più volte sollecitato dalla dottrina - con le norme in tema di determinazione del valore di liquidazione delle azioni in caso di recesso¹³⁹. Da un lato, infatti, i criteri individuati dal secondo comma dell'art. 2437 *ter* c.c. (*id est*: la «consistenza patrimoniale della società», le «sue prospettive reddituali», nonché l'«eventuale valore di mercato delle azioni») sono senz'altro diretti ad assicurare «a chi recede la possibilità di ottenere il valore “effettivo” o “reale” delle azioni»¹⁴⁰; nel contempo, però, il comma successivo dispone che «il valore di liquidazione delle azioni quotate in mercati regolamentati è determinato facendo esclusivo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura» registrati nei sei mesi precedenti. Nell'irragionevolezza di un'interpretazione che individuasse due *principi* differenti per il calcolo del valore della quota di liquidazione del socio recedente (e non semplicemente due diversi *metodi* di valutazione), si deve concludere che il valore di mercato¹⁴¹ è, per le società quotate, espressione di quello stesso “valore reale” che, nelle società chiuse, viene determinato ai sensi dell'art. 2437 *ter*, secondo comma, c.c.¹⁴². Una simile impostazione, del resto, è accolta anche nell'OIC 21 e nello IAS 36 per la valutazione delle partecipazioni in bilancio da

Assumptions, and Securities Regulation, in *U. Penn. L. Rev.* (1992), 851, spec. 913. Similmente, cfr. ANGELICI (nt. 20), 522 ss. e 530.

¹³⁹ In particolare, GINEVRA (nt. 25), 515, spec. nt. 34 sottolinea che «una diversa interpretazione non “allineata” all'attuale contenuto dell'art. 2437 *ter*, provocherebbe [...] quella che sembra un'inaccettabile incoerenza sistematica»; parallelamente, G. MUCCIARELLI (nt. 6), 265 ss., sottolinea l'importanza della «comparazione fra art. 2437 e art. 2441 cod. civ. [...] tenendo presente la funzione, comune a entrambe le disposizioni, di assicurare che il prezzo delle azioni di nuova emissione, così come il prezzo delle azioni rimborsate, siano prezzi adeguati, riflettenti - ma non necessariamente coincidenti con - il “valore” delle azioni stesse» (p. 269); ma cfr. anche ABU AWWAD (nt. 13), 59 ss., NOTARI (nt. 75), 846 s., STANGHELLINI (nt. 84), 568 s. e, pur rilevando la diversa formulazione delle due norme, MIGNOLI (nt. 126), 527

¹⁴⁰ Così, pur nella diversità delle conclusioni che ciascun autore ritiene di poter trarre da tale premessa, DI CATALDO (nt. 66), 234 s.; FRIGENI (nt. 37), 43 ss. e 154 ss., da cui è tratta la citazione nel testo; MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività d'impresa*, Milano, 2008, 123 ss.; PISCITELLO, *Commento all'art. 2473 *ter* - Criteri di determinazione del valore delle azioni*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Milano, 2016, 2526, spec. 2529 s.; VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso*, in *Riv. soc.*, 205, 309, spec. 420 s.; e, già prima della riforma del 2003, FERRI *jr* (nt. 37), 163 ss. e 174 ss.

¹⁴¹ Così, infatti, si deve intendere il riferimento alla media dei prezzi: v. soprattutto l'analisi di BALP - VENTORUZZO (nt. 30), 819 ss.

¹⁴² Uno spunto in questo senso può essere letto nello studio di FRIGENI (nt. 37), 154 ss.: «la medesima impostazione» di cui all'art. 2437 *ter*, secondo comma, c.c. «si ritrova anche espressa» nel comma successivo, «il quale impone di determinare il valore di liquidazione nelle s.p.a. quotate sulla base del prezzo di quotazione dei titoli scambiati sul mercato regolamentato. Questo prezzo viene preso in considerazione, infatti, essenzialmente *quale indice del valore che il mercato assegna alla società*» (corsivo aggiunto). Cfr. anche PACIELLO, *Il diritto di recesso nelle s.p.a.: primi rilievi*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, 417, spec. 419.

iscrivere nell'attivo circolante, confermando così il rilievo sistematico di tale impostazione.

Queste conclusioni trovano poi un'ulteriore conferma nel diritto comparato. In particolare, la *Ley de sociedades de capital* spagnola prevede che, in caso di esclusione del diritto di opzione, le nuove azioni siano emesse al loro «*valor razonable*»¹⁴³ e, secondo quanto disposto dall'art. 504, comma 2, «*el valor razonable se entenderá como valor de mercado*», precisando altresì che «*salvo que se justifique lo contrario, se presumirá valor de mercado el que se establezca por referencia a la cotización bursátil*». In altri termini, nelle società quotate di diritto spagnolo, il «*valor razonable*» si identifica con il «*valor de mercado*» e quest'ultimo si presume possa essere calcolato facendo riferimento «*a la cotización bursátil*», salvo che «*por circunstancias diversas de naturaleza meramente puntual o coyuntural, el precio de cotización no reflejase adecuadamente el valor bursátil de la acción*»¹⁴⁴. Similmente, l'art. 9.5.10 delle *Listing Rules* inglesi - pur consentendo al par. 3 significative eccezioni a tale regola - prevede che, in una *open offer*, «*the price must not be at a discount of more than 10% to the middle market price of those shares at the time of announcing the terms of the offer*» e, secondo quanto suggerito dal par. 5 - sez. 2B, delle *Pre-emption Guidelines*, «*companies should, other than in exceptional circumstances, seek to restrict the discount to a maximum of 5%*»¹⁴⁵. In questo senso, il valore di mercato costituisce ancora una volta il punto di riferimento attraverso cui fissare il prezzo di emissione delle nuove azioni, al fine precipuo di evitare «*unnecessary dilution of existing shareholders*»¹⁴⁶: ciò si spiega solo ipotizzando una tendenziale corrispondenza tra valore reale e valore di mercato. Previsioni analoghe governano anche l'esclusione del diritto di opzione nell'ordinamento francese, dove l'art. R. 225-119 prevede che il prezzo di emissione delle nuove azioni debba essere «*au moins égal à la moyenne pondérée des cours des trois dernières séances de bourse précédant sa fixation, éventuellement diminuée d'une décote maximale de 5%*».

Poiché, dunque, la funzione del sovrapprezzo deve essere ricercata nella tutela della consistenza patrimoniale dell'investimento azionario, e - nell'ordinamento delle società quotate - il valore effettivo delle azioni corrisponde tendenzialmente al loro valore di mercato¹⁴⁷, quest'ultimo deve essere considerato alla stregua di un limite minimo invalicabile alla

¹⁴³ Così, l'art. 308, comma 2, lett. a) e c), *Ley de Sociedades de Capital*: si noti al riguardo che, con riferimento alla società a responsabilità limitata, la stessa norma parla espressamente di «*valor real atribuido a las participaciones en el informe de los administradores*».

¹⁴⁴ Così, LARA, *Régimen general de exclusión del derecho de suscripción preferente*, in ROJO - BELTRÁN, *Comentario de la Ley de sociedades de capital*, Madrid, 2011, 3300, spec. 3302.

¹⁴⁵ PRE-EMPTION GROUP, *Disapplying Pre-emption Rights - A Statement of Principles*, in www.pre-emptiongroup.org.uk (2015), e cfr. anche DAVIES - WORTHINGTON (nt. 73), 886 ss.

¹⁴⁶ Così, PRE-EMPTION GROUP (nt. 145), par 5 - sez. 2B.

¹⁴⁷ Sulle modalità di calcolo di tale valore di mercato, cfr. l'approfondito studio di BALP - VENTORUZZO (nt. 30), 819 ss.

determinazione del prezzo di emissione¹⁴⁸. In questo senso, “tenere conto” dell’andamento delle quotazioni significa cioè determinare il valore delle azioni, normalmente calcolato con riferimento alla consistenza del patrimonio netto, in funzione della presenza del mercato dei capitali.

Non si tratta - è bene precisarlo - di sostituire un criterio legale (patrimonio netto) con un diverso parametro ricavato in via interpretativa (valore di mercato), ma di plasmare i principi individuati dall’art. 2441, sesto comma, ultimo periodo, c.c. in considerazione delle peculiarità del caso concreto. Ne consegue che il riferimento al valore di mercato delle azioni è attendibile fino a quando consenta di approssimare il valore patrimoniale dell’impresa: laddove invece sia dato riscontrare uno scollamento tra queste due entità, l’andamento delle quotazioni non potrà essere più utilizzato ai fini descritti. Il patrimonio netto rappresenta infatti, pur sempre, il principale punto di riferimento per la determinazione del prezzo delle azioni¹⁴⁹ ed è ad esso che bisogna “tornare” nel caso in cui l’andamento dei corsi azionari sia influenzato da elementi - esogeni o interni alla società - che rendano inattendibili i prezzi di mercato come espressione del valore effettivo delle azioni.

In conclusione, il limite inferiore entro cui si può spingere la discrezionalità della società nella determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni sembra essere rappresentato dal “valore reale” delle azioni stesse: determinato con i criteri propri del mercato dei capitali o, laddove questi si dimostrino inattendibili, calcolato secondo i metodi e i principi elaborati dalla finanza aziendale. Questa impostazione, che certo introduce una significativa rigidità nel procedimento di determinazione del prezzo di emissione delle azioni, non sembra del resto comportare eccessivi ostacoli alla capacità delle società quotate di reperire nuove risorse finanziarie: dirimenti, in proposito, sembrano infatti essere le conclusioni cui è giunta la dottrina sui criteri di determinazione del prezzo di emissione delle azioni *ex art. 2441, quarto comma, seconda parte, c.c.*, secondo cui il prezzo di emissione delle azioni deve «corrispondere» al loro valore di mercato.¹⁵⁰

L’interpretazione dell’art. 2441, sesto comma, c.c. appena proposta consente di sciogliere alcuni dubbi attorno alla determinazione del prezzo di

¹⁴⁸ Sulla circostanza che l’art. 2441, sesto comma, c.c. intenda fissare dei valori minimi, cfr. GIANNELLI (nt. 119), 279 e G. MUCCIARELLI - SPOLIDORO (nt. 77), 31.

¹⁴⁹ *Ex multis*, osserva MIGNOLI (nt. 126), 527 che «se il “valore del patrimonio netto”, in base al quale deve essere determinato il prezzo di emissione delle azioni, rappresenta la roccia, “l’andamento delle quotazioni” è semplicemente il vento, del quale si deve tenere o non tenere conto secondo che le quotazioni siano o meno rilevatrici di una tendenza».

¹⁵⁰ Preoccupazione questa giustamente avvertita dalla dottrina: per tutti, v. PORTALE (nt. 24), *passim*. A questo riguardo però, si può convenire che un’opportuna selezione dell’arco temporale su cui calcolare tale valore e l’indubbia legittimità di uno sconto sull’attuale prezzo di mercato permettono di gestire in maniera efficiente il rischio che i corsi azionari scendano al di sotto del c.d. *strike price*, compromettendo così il buon esito dell’operazione [cfr. BALP - VENTORUZZO (nt. 30), 819 ss. e AUB AWWAD (nt. 13), 129 ss., spec. 134 ss.].

emissione delle azioni in un aumento di capitale iperdiluitivo: poiché infatti tali fattispecie costituiscono anch'esse un'ipotesi di limitazione del diritto di opzione, le nuove azioni dovranno essere offerte ai soci con un sovrapprezzo calcolato in funzione dei criteri illustrati.

Secondo i risultati delle indagini empiriche riassunte nel primo capitolo, le società che hanno fatto ricorso a queste particolari operazioni di ricapitalizzazione avevano registrato *performance* sistematicamente e significativamente peggiori rispetto alle altre società analizzate, mostrando altresì livelli di indebitamento maggiori e indici di profittabilità deteriori¹⁵¹: in questa prospettiva, appare giustificato il crollo dei prezzi nel mercato secondario dei diritti di opzione, dovuto - oltre che all'imperfetto funzionamento delle dinamiche di offerta - anche alla ragionevole convenienza di impiegare il capitale richiesto dalla società emittente in un progetto alternativo maggiormente profittevole¹⁵².

Tali considerazioni inducono così a ritenere che il prezzo di mercato delle azioni delle società che deliberano un aumento di capitale iperdiluitivo sia - in media - piuttosto distante dal valore effettivo della partecipazione sociale. In questo senso, il deprezzamento dei diritti di opzione sembra dunque rappresentare un momento fisiologico nell'esecuzione dell'aumento di capitale, testimoniando le mutate aspettative degli investitori sul futuro della società. Non si dimentichi infatti che lo stesso annuncio di un aumento di capitale (e delle condizioni alle quali questo verrà eseguito) costituisce un'informazione *price sensitive*, senz'altro capace di segnalare la "qualità" dell'emittente¹⁵³.

Ipotizzando dunque, in virtù dei dati statistici raccolti, un significativo scostamento tra il prezzo di mercato delle azioni di tali società e il loro "valore reale" (scostamento dovuto ad un momentaneo *mispricing* dell'impresa, alle condizioni generali del mercato, o anche alla stessa esecuzione dell'aumento di capitale), si dovrebbe convenire sulla necessità, in questi casi, di calcolare il sovrapprezzo in funzione dell'effettivo valore del patrimonio netto, senza prendere in considerazione l'andamento dei corsi azionari. In tal modo, l'annacquamento della partecipazione rispetto al prezzo

¹⁵¹ V. Cap. I, par. 3.

¹⁵² V. Cap. I, par. 4.

¹⁵³ Sulla funzione segnaletica degli aumenti di capitale, cfr. MYERS - MAJLUF, *Corporate Finance and Investment Decisions When Firms Have Information and Investors Do Not Have*, in *J. Fin. Econ.* (1984), 187; MASULIS, *The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates*, in *The Journal of Finance* (1983), 107; e, con specifico riferimento agli aumenti di capitale con diritto di opzione, BIGELLI (nt. 30), 127 ss. A questo proposito, BANK OF ENGLAND (nt. 79), 15 ritiene che - benché «*there is no reason in principle to associate a deep discounted issue with weakness on the part of the issuer*» - «*in practice, a number of deep discounted issues have formed part of corporate rescues in the past, leading to a market perception that non-underwritten deep discounted issues are a sign of weakness*» (enfasi aggiunta). Sottolinea invece MYNERS (nt. 27), 27 «*that the stigma of being an "issue by a company in distress" that used to attach to deep discounted issues no longer applies*».

di mercato delle azioni avrebbe l'effetto di riconciliare quest'ultimo con il valore "effettivo" della società, riconducendo a ragionevolezza la diluizione che l'investitore sarebbe costretto a subire: il giudizio sulla congruità del sovrapprezzo si risolve così, in questi casi, in una valutazione sulla *corrispondenza degli effetti diluitivi* conseguenti all'esecuzione dell'aumento di capitale (e, dunque, sulla corrispondenza del valore teorico delle nuove azioni) *con l'effettiva situazione economico - finanziaria* in cui versa la società emittente¹⁵⁴.

La tesi appena esposta può essere utilmente riassunta in questi termini. Qualora, in corrispondenza di un aumento di capitale iperdiluitivo, i corsi azionari rispecchino l'effettivo valore della società (in un ipotesi, cioè, diversa da quella rappresentata dalle analisi empiriche esposte nel primo capitolo), le nuove azioni dovranno essere emesse a un prezzo prossimo al loro valore di mercato, determinato in base alla media dei prezzi registrati in un adeguato arco temporale¹⁵⁵. Lascerebbe infatti estremamente perplessi che una decisione della maggioranza dei soci possa privare *ad libitum* il socio di una parte anche consistente del valore della propria partecipazione azionaria, indipendentemente dal fatto che ciò costituisca un riflesso del minor valore della società stessa; e la circostanza per cui il socio sia stato adeguatamente informato di questo rischio nella relazione degli amministratori all'assemblea non pare costituire una sufficiente giustificazione. Laddove, invece, sia ragionevole ipotizzare uno scollamento tra l'andamento delle quotazioni e il valore reale delle azioni (determinato, per esempio, da uno stato di crisi della società non adeguatamente "prezzato" dal mercato), il prezzo di emissione dovrà essere calcolato in maniera da approssimare tale ultima entità: ciò perché, in questa ipotesi, l'annacquamento della partecipazione rappresenterebbe null'altro che la concretizzazione di quel rischio d'impresa naturalmente connesso a qualsiasi investimento azionario.

Secondo poi quanto previsto dall'art. 2441, sesto comma, c.c. e dall'art. 158 TUF un revisore legale dei conti è chiamato ad esprimersi sulla «congruità del prezzo di emissione delle azioni»¹⁵⁶: cioè - come si è detto - sulla corrispondenza del prezzo di emissione con il valore reale della partecipazione azionaria e, soprattutto, sull'idoneità dei criteri selezionati dagli amministratori per "misurare" tale valore. Questo parere di congruità troverebbe poi un naturale confronto nella stima del patrimonio netto rappresentata nell'ultimo bilancio d'esercizio: difficilmente, infatti, il prezzo

¹⁵⁴ Come è stato sottolineato in dottrina, «a livello di disciplina giuridica esistono occasioni e momenti, per così dire, "della verità"; occasioni e momenti in cui si devono o possono acclarare e diffondere valori economici oggettivi. Tali valori economici oggettivi devono essere acclarati e diffusi indipendentemente e dal, ed anzi con espresso riscontro di un eventuale, diverso valore di mercato»: questo, pare essere uno di quei momenti [così, MARCHETTI (nt. 126), 217].

¹⁵⁵ V. BALP - VENTORUZZO (nt. 30), 819 ss.

¹⁵⁶ Sulla funzione di tale parere di congruità, v. *infra* par. 8.

teorico delle nuove azioni potrebbe scendere al di sotto del suo valore contabile (calcolato secondo il principio di prudenza e il metodo del costo storico: lontano quindi dal valore reale dell'impresa), salva - forse - la possibilità di dimostrare l'esistenza di un "premio di controllo" tale da giustificare questa discrepanza.

7. *L'enforcement delle regole sugli aumenti di capitale iperdiluitivi.*

Il ricorso al mercato dei capitali influenza inevitabilmente la disciplina predisposta dall'ordinamento societario per la deliberazione di un aumento di capitale: ora ponendo dei limiti alla discrezionalità di cui gode l'organo di gestione nell'esercizio dell'attività d'impresa¹⁵⁷, ora sollecitando un'interpretazione delle predette regole modulata sulle peculiarità del contesto in cui la società opera¹⁵⁸. Così, da un lato, gli amministratori sono responsabili dei danni direttamente cagionati agli investitori da un loro atto doloso o colposo; per altro verso, la deliberazione di un aumento di capitale a condizioni fortemente dilutive integra un'ipotesi di limitazione del diritto di opzione e deve pertanto essere approvata nel rispetto della disciplina delineata nell'art. 2441 c.c.

Qualora ciò non avvenga, la delibera deve considerarsi invalida¹⁵⁹ e può dunque essere impugnata dai soci assenti, dissenzienti o astenuti, dagli amministratori e dal collegio sindacale. Inoltre, poiché la violazione della disciplina *de qua* comporta un danno diretto al patrimonio dei soci¹⁶⁰, sembra doversi ammettere anche che questi ultimi possano impugnare *ex art. 2388*, quarto comma, seconda parte, c.c. la delibera di aumento delegato approvata dal consiglio di amministrazione (almeno nella misura in cui si ritenga di poter estendere tale fattispecie alla lesione di qualsiasi posizione giuridica soggettiva del socio, meritevole di tutela secondo l'ordinamento)¹⁶¹. Ciò nonostante, il brevissimo termine di decadenza previsto dall'art. 2379 *ter*, secondo comma, c.c.¹⁶² - il quale preclude la pronuncia di invalidità dopo che

¹⁵⁷ Cfr. *sub par. 3*.

¹⁵⁸ Cfr. *sub parr. 4 - 6*.

¹⁵⁹ V., *ex multis*, ASCARELLI (nt. 118), 104 e NOBILI (nt. 81), 223; superata, invece, è l'idea che la delibera sia radicalmente inefficace, stante l'inattendibilità della categoria dogmatica dei diritti individuali dei soci: v., per tutti, BUONOCORE (nt. 14), *passim*.

¹⁶⁰ Cfr. *sub par. 3*.

¹⁶¹ Sono di questa opinione, PISANI MASSAMORMILE, *Invalidità delle delibere consiliari*, in ABBADESSA - PORTALE, *La società per azioni oggi - Liber amicorum Gian Franco Campobasso - Vol. II*, Milano, 2006, 513, spec. 564 s., accostando peraltro tale fattispecie all'art. 2395 c.c.; e PINTO, *Commento all'art. 2388 c.c.*, in D'ALESSANDRO (diretto da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, Napoli, 2011, 83, spec. 97 ss., che individua proprio nell'illegittima esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2443 c.c. un'ipotesi rilevante ai fini indicati. *Contra* G. F. CAMPOBASSO (nt. 91), 380.

¹⁶² Termine senz'altro applicabile, in ragione degli interessi alla cui cura la norma è preposta, anche all'impugnazione delle delibere del consiglio di amministrazione: così PISANI

«sia stata iscritta nel registro delle imprese l'attestazione che l'aumento è stato anche parzialmente eseguito»¹⁶³ - subordina l'effettività della tutela offerta dall'art. 2377 c.c. alla concreta possibilità di ottenere il rimedio cautelare previsto dall'art. 2378, terzo comma, c.c.: a questo riguardo, però, la valutazione comparativa richiesta dal comma successivo della norma citata, la valorizzazione dello stato di crisi in cui normalmente versano le società che ricorrono a un aumento di capitale iperdiluitivo, l'ampia discrezionalità di cui gode la società nella determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni e la delicatezza della materia e degli interessi in gioco costituiscono significativi ostacoli per ottenere una sospensione della delibera. Certo, l'art. 2379 *ter*, terzo comma, c.c. fa espressamente salvo «il diritto al risarcimento del danno»¹⁶⁴ e la circostanza che gli interessi dei soci protetti dall'art. 2441, sesto comma, c.c. abbiano natura esclusivamente patrimoniale sembra mettere in non cale quest'ultima obiezione¹⁶⁵. Nondimeno, costringere la società a un significativo esborso monetario in caso di esito vittorioso del giudizio potrebbe costituire una soluzione peggiore del vizio cui la disciplina descritta intende porre rimedio: in questa prospettiva, infatti, la tutela reale costituisce una soluzione più efficiente di quella obbligatoria, “imponendo” *ex ante* alla società di recuperare le risorse finanziarie di cui ha bisogno nel rispetto degli interessi patrimoniali degli azionisti.

Quanto alla responsabilità degli amministratori *ex art.* 2395 c.c., si potrebbe invece obiettare che la decisione di aumentare il capitale a condizioni fortemente dilutive sia assunta in ogni caso dall'assemblea e che gli amministratori si limitino pertanto ad eseguire ciò che i soci hanno deciso. Tali argomenti non sono persuasivi. Anzitutto, gli ampi margini riconosciuti

MASSAMORMILE (nt. 161), 558 ss., argomentando dall'«impossibilità logica e giuridica di “tornare indietro” una volta che le operazioni siano state eseguite».

¹⁶³ Al riguardo, è forse superfluo sottolineare che la disciplina *de qua* trova applicazione con riferimento a tutte le ipotesi di invalidità delle delibere assembleari [così, *ex multis*, GENOVESE, *Le fattispecie tipiche di invalidità*, in ABBADESSA - PORTALE, *La società per azioni oggi - Liber amicorum Gian Franco Campobasso - Vol. II*, Milano, 2006, 217, spec. 220; e MARCHETTI, *Commento all'art. 2379 ter c.c.*, in MARCHETTI - BIANCHI - GHEZZI - NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, spec. 325] e che l'iscrizione della menzionata attestazione nel registro delle imprese preclude non solo la proposizione dell'azione, ma la stessa pronuncia dell'invalidità da parte del giudice [v. G. F. CAMPOBASSO (nt. 91), 359].

¹⁶⁴ Ritengono però che l'azione per il risarcimento del danno non possa essere proposta da quei soci non abbiano anche provveduto ad impugnare la delibera invalida GUERRERA (nt. 59), 232 ss.; e NIGRO, *Tutela demolitoria e tutela risarcitoria nel nuovo diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2004, 881, spec. 893; *contra*, GUERRIERI, *La nullità delle deliberazioni assembleari di società per azioni*, Milano, 2009, 423 ss.

¹⁶⁵ Sui termini generali del problema, cfr. soprattutto ANGELICI (nt. 20), 67 ss.: «nucleo centrale della “proprietà azionaria”, quello che necessariamente ne caratterizza la tutela, è lo specifico interesse alla conservazione del valore oggettivo dell'azione» (p. 75). «Solo quest'ultimo “appartiene in via necessaria all'azionista: un'“appartenenza”, deve inoltre sottolinearsi, inevitabilmente *mediata* dall'organizzazione e attività sociale».

dall'art. 2443 c.c. alla facoltà di delega all'organo gestorio¹⁶⁶ - cui non solo spetta il compito di individuare i criteri per il calcolo del prezzo di emissione, ma può perfino essere attribuito il potere di escludere il diritto di opzione - temperano la portata di tale obiezione; è però, soprattutto, il ruolo ricoperto dagli amministratori nell'*iter* di approvazione della delibera assembleare a confutare la tesi cui si è accennato.

Il discorso può utilmente prendere le mosse dal disposto dell'art. 2441, sesto comma, prima parte, c.c., che richiede agli amministratori di illustrare all'assemblea - in una relazione che deve essere comunicata al collegio sindacale e al revisore legale - «le ragioni dell'esclusione o della limitazione del diritto di opzione», nonché «i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione» delle azioni. Tale norma, soprattutto se letta alla luce dell'art. 2367, terzo comma, c.c., che riserva esclusivamente all'organo amministrativo l'iniziativa per l'approvazione della delibera *ex art.* 2441, quinto comma, c.c.¹⁶⁷, evidenzia la *natura gestoria* - o, comunque, "amministrativa" - *della proposta* con cui gli amministratori danno impulso alla decisione dell'assemblea¹⁶⁸: ne consegue, dunque, che questi ultimi - come di fronte a qualsiasi altro atto di gestione - possono essere chiamati a rispondere dei danni causati dall'aver sottoposto all'assemblea un progetto irrealizzabile o, comunque, basato su un'istruttoria incompleta, incoerente o addirittura non veritiera¹⁶⁹. In questa prospettiva, è altresì opportuno

¹⁶⁶ In proposito, cfr. SPERANZIN, *Commento all'art. 2443 c.c.*, in D'ALESSANDRO (diretto da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, Napoli, 2011, 879, spec. 885 e, con particolare riferimento al contenuto della delega, CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima 8 - Delega agli amministratori ex art. 2443 c.c. di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione*, in www.consiglionotarilemilano.it.

¹⁶⁷ Lo sottolineano SPERANZIN, *Commento all'art. 2441 c.c.*, in D'ALESSANDRO (diretto da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, Napoli, 2011, 857, spec. 869 e DE LUCA, *Commento all'art. 2367 c.c.*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Milano, 2016, 897, spec. 901 s.; ma sul punto, cfr. anche CERRATO (nt. 129), 1526; con riferimento, invece, al diritto spagnolo, v. LARA (nt. 78), 2276: «*al exigir que el informe informesea elaborado por los administradores, la Ley presupone que sólo a los administradores corresponde la iniciativa orgánica para proponer la supresión del derecho de preferencia*».

¹⁶⁸ Tale conclusione è peraltro coerente con la natura stessa - organizzativa e al contempo gestoria - della decisione di aumentare il capitale sociale, soprattutto se accompagnata dall'esclusione del diritto d'opzione: «si tratta cioè di un caso in cui la componente gestoria della modifica statutaria in commento, già presente in nuce in ogni ipotesi di aumento di capitale, assume una importanza tale da condizionare in modo decisivo la fattibilità della decisione dei soci sul piano organizzativo: la quale non potrà essere presa se non nel quadro e in collegamento di una precisa "operazione" economica prospettata dall'organo di gestione» [così GINEVRA (nt. 72), 2632]. Del resto questa impostazione - *mutatis mutandis* - è presente in ogni decisione assembleare, come testimonia l'art. 125 *ter* TUF, che affida agli amministratori il compito di predisporre «una relazione su ciascuna delle materie all'ordine del giorno».

¹⁶⁹ Il punto è sottolineato con particolare efficacia da GUERRERA (nt. 59), 249: «gli atti illeciti degli amministratori, lesivi dei diritti dei terzi, possono venire perpetrati, infatti, anche nell'esercizio di poteri preordinati al funzionamento dell'organizzazione societaria; e, in

sottolineare che la fattispecie di responsabilità degli amministratori *ex art. 2395 c.c.* non è del tutto coincidente con il perimetro coperto dall'invalidità della delibera assembleare: così, per esempio, se è possibile dubitare che l'eventuale irrealizzabilità del programma imprenditoriale o l'incompletezza dell'attività istruttoria determinino l'invalidità della delibera di esclusione del diritto d'opzione, tali elementi potranno senz'altro concorrere a integrare un'ipotesi di responsabilità dell'organo di gestione¹⁷⁰, ampliando così i mezzi a disposizione degli investitori in funzione del vizio concretamente lamentato.

A questo riguardo, si può altresì osservare che gli amministratori - come correttamente ritiene la dottrina maggioritaria - sono tenuti ad impugnare una delibera assembleare invalida, almeno tutte le volte in cui questa possa arrecare un danno alla società (o «direttamente» ai soci, come sembrerebbe corretto ritenere)¹⁷¹: essi, pertanto, sono responsabili dei danni causati dall'aver dato esecuzione a una delibera invalida, com'è quella che

particolare, oltre che nell'ambito dei loro poteri esecutivi, nell'espletamento dei compiti preparatori - informativi - istruttori strumentali all'avvio e allo svolgimento del procedimento deliberativo assembleare. Nulla osta, infatti, a che una responsabilità esterna ed autonoma degli amministratori possa radicarsi nella violazione di un loro obbligo verso la società o nell'abusivo esercizio del potere interno a un processo decisionale "complesso", destinato a coinvolgere l'assemblea dei soci secondo l'assetto legale o statutario delle competenze».

¹⁷⁰ Cfr. *sub par. 5*.

¹⁷¹ Ritengono che il potere di impugnazione delle delibere assembleare invalide costituisca un vero e proprio dovere per amministratori e collegio sindacale: ANGELICI (nt. 20), 309, nt. 59; G. F. CAMPOBASSO (nt. 91), 353 s., nt. 101; GRIPPO, *L'assemblea nelle società per azioni*, in RESCIGNO (diretto da), *Trattato di diritto privato - Vol. 16*, Torino, 1985, 357, spec. 420 s., secondo cui la norma soddisfa, «in via mediata, anche l'interesse della società alla legittimità delle deliberazioni assembleari»; NIGRO (nt. 164), 894, secondo cui il socio potrebbe agire «nei confronti degli amministratori e dei sindaci ai sensi dell'art. 2395 c.c. [...] per non aver tempestivamente attivato la tutela demolitoria contro la deliberazione assembleare illegittima»; OPPO, *Amministratori e sindaci di fronte alle deliberazioni assembleari invalide*, in *Riv. dir. comm.*, 1957, 225; PATRIARCA, *Commento all'art. 2377 c.c.*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Milano, 2016, 1048, spec. 1064; PORTALE (nt. 92), *passim*, spec. 231, secondo cui - essendo «mistificatorio» pensare che la «tutela della legalità delle delibere assembleare sia affidata» esclusivamente agli investitori istituzionali - sarebbe opportuno rendere espresso un simile obbligo in capo agli amministratori; SACCHI, *Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società - Vol. II*, Torino, 2006, 135, spec. 163, il quale individua nella legittimazione degli organi sociali il principale «strumento per contrastare l'abbassamento del livello di protezione di fronte a deliberazioni annullabili della minoranza che non raggiunga» le soglie di cui all'art. 2377 c.c.; STAGNO D'ALCONTRES, *L'invalidità delle deliberazioni dell'assemblea di s.p.a. La nuova disciplina*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società - Vol. II*, Torino, 2006, 167, spec. 184 s., secondo cui «l'attribuzione di una funzione nell'ambito dell'organizzazione sociale comporta che essa debba essere esercitata nell'interesse della società» ed «è sicuramente interesse della società il rispetto delle regole legali procedurali nella formazione della volontà sociale»; in giurisprudenza, cfr. invece Corte di cassazione 8 febbraio 2005, n. 2538 e Corte di cassazione 22 giugno 1990, 6300. *Contra*, v. soprattutto MINERVINI, *Sulla legittimazione degli amministratori all'impugnativa delle deliberazioni assembleari di s.p.a.*, in *Riv. dir. comm.*, 1955, 207.

approva un aumento di capitale iperdiluitivo in violazione della disciplina *ex art.* 2441, quinto e sesto comma, c.c. In una prospettiva più generale, però, sembra a maggior ragione corretto ritenere che gli amministratori non debbano nemmeno dare esecuzione a una delibera assembleare (non importa se valida o no) ogni qual volta da ciò possa derivare una loro responsabilità¹⁷²: ciò, però, vuol dire implicitamente ammettere che la semplice circostanza per cui il compimento di un atto dannoso sia stato deciso o autorizzato dall'assemblea non esime gli amministratori da responsabilità. Questi ultimi, come si è detto, incontrano nel mercato e nella salvaguardia degli interessi degli investitori un limite esterno al discrezionale esercizio dell'attività d'impresa, limite che si riflette nell'*art.* 2395 c.c.: in questo senso, la proposta di un aumento di capitale iperdiluitivo, capace di ingenerare meccanismi di sottoscrizione coattiva, produce un danno in capo agli azionisti e la circostanza per cui la decisione sia stata assunta, in ultima analisi, dai soci non esime gli amministratori da responsabilità.

8. *L'inadeguatezza delle soluzioni offerte dall'attuale disciplina e alcuni spunti di riflessione: le operazioni di ristrutturazione d'impresa e le strategie di gatekeeping.*

Confutato l'assunto per cui, nella determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, la società non incontra alcun limite diverso da quello ricavabile dalla disciplina sul valore nominale¹⁷³, gli argomenti finora adottati hanno portato a individuare negli *artt.* 2395 e 2377 c.c. i rimedi che

¹⁷² Come sottolinea CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, 1985, 192 ss., gli amministratori sono «in tal modo “garanti” del comportamento dell'assemblea. Si spiega, così, agevolmente, il perché la deliberazione assembleare non comporti l'esonero della responsabilità nei confronti dei terzi e l'inderogabilità della competenza esecutiva degli amministratori, senza la quali essi non potrebbero compiere quella funzione di “filtro” delle iniziative assembleari che la legge loro impone a tutela dell'interesse dei terzi e che giustifica l'estensione della loro responsabilità anche ai danni provocati dalle decisioni dei soci». Similmente, cfr. anche ABBADESSA (nt. 21), 63; GALGANO, *Diritto Commerciale. Le società*, Bologna, 2003, 281; NIGRO (nt. 164), 894; OPPO (nt. 171), 225 ss.; e PAVONE LA ROSA, *Le attribuzioni dell'assemblea della società per azioni in ordine al compimento di atti inerenti alla gestione sociale*, in *Riv. soc.*, 1997, 1, spec. 4, nt. 7, per il quale «la posizione degli amministratori [non sarebbe] diversa secondo che la deliberazione assembleare, che essi sono chiamati ad eseguire, sia valida od invalida: in entrambe le ipotesi agli amministratori va riconosciuto il potere-dovere di non darvi esecuzione qualora l'attuazione del deliberato assembleare possa essere per essi fonte di responsabilità». Ancora, con specifico riferimento alla delibera *ex art.* 2441, quinto comma, c.c. quale strumento per la soluzione della crisi d'impresa, SPOLIDORO (nt. 17), 2 e 9 sottolinea che, «anche quando la deliberazione dell'assemblea sia valida o non sia comunque impugnabile, [...] la sua attuazione potrebbe dar luogo a una responsabilità» dell'organo amministrativo e di controllo per aver violato «i doveri di protezione dell'investimento dei soci nella fase di ristrutturazione».

¹⁷³ V. *sub.* par. 2.

l'ordinamento mette a disposizione degli azionisti danneggiati dall'esecuzione di un aumento di capitale iperdiluitivo.

Nessuna di queste soluzioni sembra però essere del tutto appagante. Da un lato, infatti, è tutt'ora problematico ricostruire in termini precisi il giudizio di responsabilità degli amministratori, da sempre sospeso tra l'urgenza di definire con sufficiente precisione i parametri della diligenza richiesta e l'esigenza di garantire l'insindacabilità nel merito delle scelte di gestione¹⁷⁴. Per altro verso, postulare un regime di responsabilità eccessivamente severo può innescare dinamiche di *overdeterrence*, con il rischio che anche operazioni di ricapitalizzazione idonee a ripristinare l'economicità della società in crisi siano invece irragionevolmente abbandonate¹⁷⁵. Non meno evidenti sono poi le conseguenze che possono discendere per la società da un'azione di responsabilità promossa dai soci *ex artt.* 2377, quarto comma, c.c. o 2379 *ter*, terzo comma, c.c.; e vale forse la pena ricordare che simili effetti possono conseguire anche dalla fattispecie di cui all'art. 2395 c.c., almeno nella misura in cui si ritenga la società solidalmente responsabile per i danni cagionati dagli amministratori¹⁷⁶.

Ora, la possibilità di offrire una soluzione adeguata ai problemi posti dagli aumenti di capitale iperdiluitivi sembra dover passare da un corretto inquadramento della fattispecie concreta e da un'indagine della reale natura di queste particolari operazioni di ricapitalizzazione.

Preso atto che - nella pratica - le società che hanno deliberato tali aumenti di capitale si trovavano normalmente in uno stato di difficoltà

¹⁷⁴ Sottolinea quest'aspetto SEMEGHINI, *Il dibattito statunitense sulla business judgement rule: spunti per una rivisitazione del tema*, in *RDS*, 2013, 207; ma cfr. anche cfr. ANGELICI (nt. 35), 177 ss.; BAINBRIDGE, *The Business Judgement Rule as Abstention Doctrine*, in *Vand. L. Rev.*, 2004, 83; BONELLI (NT. 40), 184; G. F. CAMPOBASSO (nt. 91), 391 s.; e PISCITELLO, *La responsabilità degli amministratori di società di capitali tra discrezionalità del giudice e business judgement rule*, in *Riv. soc.*, 2012, 1171, per cui vi sarebbe sempre «il rischio che un giudizio di merito sulle singole operazioni, escluso in linea di principio, finisca per essere reintrodotto in maniera surrettizia». Per una particolare disamina del diverso atteggiarsi della c.d. *business judgement rule* in funzione dello «stato di salute» dell'impresa, VICARI, *I doveri degli organi sociali e dei revisori in situazioni di crisi d'impresa*, in *Giur. comm.*, 2013, 128.

¹⁷⁵ Tali problemi sono ben noti allo stesso legislatore, il quale ha più volte ribadito l'importanza di definire con chiarezza e precisione i compiti e le responsabilità degli organi sociali, al fine di dare ordine a un quadro giurisprudenziale talora eccessivamente severo, che spesso finiva per allontanare «le persone più consapevoli dall'accettare o mantenere incarichi in società o in situazioni in cui il rischio di una procedura concorsuale le esponeva a responsabilità praticamente inevitabili» [così la Relazione alla Legge 3 ottobre 2001, n. 366; in dottrina v. soprattutto ABBASESSA (nt. 113), 501 ss. e BARACHINI, *La gestione delegata nella società per azioni*, Torino, 2008, spec. 1 ss.].

¹⁷⁶ Così, la dottrina maggioritaria, ora in funzione di un criterio di imputazione organica, ora in ragione della previsione di cui all'art. 2049 c.c.: cfr., *ex multis*, BONELLI (nt. 40), 224; JAEGER, *La responsabilità solidale degli amministratori della capogruppo nella legge sull'amministrazione straordinaria*, in *Giur. comm.*, 1981, 407, spec. 421; MINERVINI (nt. 41), 367 ss.; REGOLI (nt. 43), 175 ss.

economico-finanziaria¹⁷⁷, sembra corretto ricondurre gli aumenti di capitale fortemente diluitivi, per l'affinità dei problemi che le due situazioni presentano, nel generale ambito delle operazioni di ristrutturazione d'impresa¹⁷⁸. In quest'ottica, allora, il problema delle "ricapitalizzazioni coattive" è soprattutto quello di selezionare le operazioni (i) *effettivamente idonee a risolvere lo stato di crisi* e ripristinare l'economicità della società da quelle orchestrate dal gruppo di controllo al fine di estrarre benefici privati in danno degli altri azionisti, (ii) assicurando così che *le condizioni alle quali è portato a termine l'aumento di capitale rispecchino l'effettiva situazione economico-finanziaria* in cui versa la società. Solo al ricorrere di queste due condizioni può infatti essere ragionevole consentire alle società emittenti di realizzare operazioni di sottoscrizione coattiva (e, al riguardo, è appena il caso di notare che tale giudizio non è poi "qualitativamente" molto diverso da quello che, in una prospettiva di diritto fallimentare, deve guidare gli amministratori nella scelta tra fallimento e concordato preventivo in continuità)¹⁷⁹.

Tali considerazioni permettono di interpretare le regole dettate dall'art. 2441 c.c. in coerenza con le caratteristiche della fattispecie concreta e, contemporaneamente, consentono di suggerire alcune soluzioni ai problemi dell'*enforcement* della disciplina descritta.

A questo riguardo, si può anzitutto sottolineare come l'obbligo degli amministratori di illustrare le ragioni dell'esclusione del diritto di opzione - e, dunque, di identificare «l'effettivo e concreto interesse sociale» sotteso all'operazione¹⁸⁰ - sembra potersi tradurre nella necessità di esplicitare al mercato *la natura e la funzione dell'aumento di capitale* deliberato, giustificando in particolare *le ragioni che stanno alla base delle decisioni sul rapporto di diluizione* prescelto e sull'ammontare dello sconto al quale sono offerte in sottoscrizione le nuove azioni¹⁸¹. Non solo, l'aver ricondotto tali

¹⁷⁷ Cfr. Cap. I, par. 3.

¹⁷⁸ È opportuna una precisazione al riguardo: nel parlare, in questo lavoro, di "operazioni di ristrutturazione d'impresa" ci si intende riferire a un'accezione empirica del termine, senza che ciò comporti necessariamente un riferimento al diritto concorsuale e agli istituti da questo predisposti.

¹⁷⁹ Il tema è noto e riguarda, in ultima analisi, il giudizio sulla reversibilità della crisi in cui versa l'impresa e, dunque, sulla distinzione tra "insolvenza" e "stato di crisi" [sul punto, v. BONFATTI - CENSONI, *Manuale di diritto fallimentare*, Torino, 2011, 537 ss. e, con specifico riferimento alla scelta dello strumento di risoluzione della crisi aziendale più adatto al caso concreto, cfr. CALANDRA BUONAURA, *La gestione dell'impresa in crisi*, in BARACHINI (a cura di), *Il diritto dell'impresa in crisi fra contratto, società e procedure concorsuali*, Torino, 2014].

¹⁸⁰ Così, GINEVRA (nt. 72), 2630, ma v. *sub par.* 5.

¹⁸¹ Interessante, sul punto, è la già richiamata previsione dell'art. 308, comma 2, *Ley de sociedades de capital* spagnola, che, in caso di esclusione del diritto di opzione, impone agli amministratori di indicare, accanto al «*valor razonable de las acciones*», anche «*el valor teórico del derecho de preferencia cuyo ejercicio se propone suprimir o limitar*» [sul punto, cfr. LARA (nt. 78), 2279].

operazioni nell'ambito degli strumenti di risoluzione delle crisi d'impresa sembra poter condurre l'interprete a ritenere che gli amministratori - in occasione dell'approvazione di tali aumenti di capitale e qualora ne ricorrano in concreto i presupposti - siano altresì obbligati a *predisporre un vero e proprio piano di ristrutturazione*, in tutto simile (secondo un criterio di proporzionalità) a quello previsto in più occasioni dalla legge fallimentare: sono, infatti, proprio la ragionevolezza e la realizzabilità del piano di ristrutturazione che consentono di contemperare adeguatamente le esigenze di tutela degli investitori con la necessità di far fronte alla crisi finanziaria in cui versa la società. Tali conclusioni, è bene precisarlo, non discendono poi da un'applicazione analogica della disciplina fallimentare alla fattispecie considerata¹⁸², bensì dall'interpretazione del contenuto di cui all'art. 2441, quinto e sesto comma, c.c. in funzione del "dato reale" che caratterizza gli aumenti di capitale iperdiluitivi¹⁸³.

Per quanto riguarda le strategie di *enforcement*, invece, la prospettiva di "diritto della crisi d'impresa" nella quale si inseriscono gli aumenti di capitale iperdiluitivi sembrerebbe suggerire - almeno *de jure condendo* - un approccio parzialmente diverso, in linea peraltro con quanto già previsto dall'art. 158 TUF, secondo cui il revisore legale della società deve fornire «un parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni» (*id est*: sulla corrispondenza del valore teorico delle nuove azioni con l'effettiva situazione economico-finanziaria della società emittente)¹⁸⁴.

In un sempre maggior numero di ipotesi, infatti (tutte caratterizzate dalla necessità di contemperare le istanze dell'impresa in crisi con le pretese dei creditori, nonché dall'esigenza di ridurre il rischio di *moral hazard* da parte del debitore), il diritto fallimentare affida a un "professionista indipendente" il compito di attestare la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano di ristrutturazione, permettendo di valutare la

¹⁸² Sulla progressiva formazione di un "diritto societario della crisi", cfr. TOMBARI (nt. 4), *passim*, che individua in esso un sistema autonomo e, pertanto, capace di auto-integrarsi attraverso il ricorso all'analogia, e PORTALE, *Verso un "diritto societario della crisi"*, in TOMBARI (a cura di), *Diritto societario e crisi d'impresa*, Torino, 2014, che preferisce interpretare le regole di diritto societario comune in funzione dei principi che governano la gestione della crisi d'impresa.

¹⁸³ Tale conclusione è resa manifesta, a parere di chi scrive, dall'art. 67, terzo comma, lett. d), l. fall., soprattutto in considerazione del fatto che il c.d. "piano attestato" non è una procedura concorsuale, né uno strumento di risoluzione concordata della crisi, ma costituisce un mero atto interno e unilaterale dell'imprenditore (cfr. MEO, *I piani di "risanamento" previsti dall'art. 67 l. fall.*, in *Giur. comm.*, 2011, 30), confermando la portata espansiva e - per così dire - "generale" dei principi contenuti nella norma appena citata. Così, nell'ipotesi *de qua*, il piano attestato consente di derogare alla *par condicio creditorum*, mentre con riferimento agli aumenti di capitale iperdiluitivi esso consente di valutare la legittimità di un'operazione idonea a compromettere il valore patrimoniale della partecipazione azionaria.

¹⁸⁴ Cfr. *sub par.* 6.

corrispondenza del piano stesso al miglior interesse dei creditori¹⁸⁵. Nel tentativo poi di garantire giudizi quanto più possibile completi, corretti e disinteressati, sanzioni penali, “reputazionali” e ipotesi di responsabilità civile presidiano l’affidamento riposto dal mercato in tali figure.

In quest’angolo visuale, sembrerebbe allora sensata la proposta¹⁸⁶ di estendere la portata del parere cui fa riferimento l’art. 158 TUF anche alla verifica dei presupposti per la valutazione - richiesta dall’art. 2441, quinto comma c.c. - dell’interesse della società nell’operazione, facendo attestare al revisore legale la *fattibilità dei piani di ristrutturazione* redatti dall’organo di gestione e la *veridicità dei dati aziendali* su cui questi sono basati. Tale soluzione, oltre a garantire un rispetto sostanziale del principio di trasparenza e di corretta informazione dei soci e del mercato¹⁸⁷, consentirebbe di ottenere un duplice vantaggio. Da un lato, infatti, il rafforzamento del ruolo del revisore legale quale *gatekeeper* per l’esecuzione di un aumento di capitale iperdiluitivo contribuirebbe a ridurre quegli *agency problem* che normalmente contraddistinguono i rapporti tra i soci di controllo e gli investitori, rinsaldando la fiducia del mercato nella correttezza dell’operato della società emittente¹⁸⁸; al contempo, il giudizio del revisore costituirebbe

¹⁸⁵ Cfr. artt. 67, terzo comma, lettera d), 161, terzo comma, 182 *bis*, 182 *quinquies*, 182 *septies* e 186 *bis* l. fall. Con riferimento ai compiti e alla responsabilità dell’esperto indipendente, nonché al contenuto del controllo di legittimità esercitato dal tribunale, v. AMBROSINI, *Il controllo giudiziale su domanda e piano concordatari e i compiti dell’attestatore*, in *Giur. comm.*, 2017, 387 e MEO (nt. 183), *passim*; in giurisprudenza, il riferimento è naturalmente alla sentenza della Corte di cassazione a Sezioni unite, 23 gennaio 2013, n. 1521, con nota di CENSONI, *I limiti del controllo giudiziale sulla fattibilità del concordato preventivo*, in *Giur. comm.*, 2013, 333.

¹⁸⁶ Un ulteriore problema coinvolge le *modalità* attraverso cui tale proposta potrebbe - se ritenuta conveniente - essere introdotta nell’ordinamento italiano: accanto a una (improbabile, benché opportuna) modifica dell’art. 158 TUF, sembrerebbe più ragionevole ricorrere alla c.d. *soft law*, secondo un modello simile a quello adottato dall’ordinamento inglese, ove l’influenza e l’autorevolezza delle *Guideline* redatte dal *Pre-Emption Group* non sono mai state messe in discussione [cfr. DAVIES - WORTHINGTON (nt. 73), 880 s. e HOPT, *Comparative Company Law*, in REIMANN - ZIMMERMANN (a cura di), *The Oxford Handbook of Comparative Law*, Oxford, 2006, 1161, spec. 1182 ss.].

¹⁸⁷ Da un lato, infatti, è indubbio che le prescrizioni di cui agli artt. 2441, sesto comma, prima parte, c.c. e 158 TUF si risolvano nell’«interesse sociale a una particolare ponderazione della decisione di collocamento esterno delle nuove emissioni» [così, GINEVRA (nt. 72), 2633 e, sul ruolo giocato dall’assemblea in tali circostanze, cfr. Cap. II, par. 8]; per altro verso, la trasparenza e l’“affidabilità” delle informazioni rese al mercato costituiscono elementi essenziali per la corretta formazione dei prezzi [*ex multis*, PERRONE (nt. 37), *passim*, spec. Cap. I], soprattutto in una situazione - come questa - nella quale si presume l’esistenza di un’imperfezione nel funzionamento del mercato (cfr. *sub* par. 6).

¹⁸⁸ La situazione considerata nel testo non è dissimile da quella contemplata dalla disciplina sugli abusi di mercato, anch’essa volta «*to enhance investor confidence in the fairness, honesty, and integrity of the marketplace, and in its freedom from fraudulent practices*» [così, MOLONEY (nt. 102), 705]. A questo riguardo, PERRONE (nt. 40), 201 sottolinea infatti che, «poiché la fiducia [degli investitori nell’integrità del mercato] riposa, in ultima analisi, sulla sicurezza nel corretto comportamento di chi partecipa alle negoziazioni, tutelare la

un parametro affidabile e tendenzialmente imparziale per valutare *ex post* le scelte del consiglio di amministrazione, temperando così il rigore della responsabilità a carico di questi ultimi, senza per questo compromettere la tutela degli investitori¹⁸⁹.

Mossa dall'obiettivo di correggere le anomalie nella formazione dei prezzi di mercato di azioni e diritti di opzione, Consob ha opportunamente introdotto, per l'esecuzione degli aumenti di capitale iperdiluitivi, il c.d. modello *rolling*. Questa soluzione è però incompleta, perché - nella già menzionata prospettiva del diritto della crisi d'impresa - il problema consiste nel "selezionare" solo quelle operazioni di ricapitalizzazione ragionevolmente idonee «a consentire il risanamento dell'esposizione debitoria della crisi d'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria»¹⁹⁰. In tale contesto, diventa dunque necessario

fiducia degli investitori equivale, in primo luogo, a contrastare condotte non conformi ai canoni della correttezza».

¹⁸⁹ Vale infatti la pena ricordare che la giurisprudenza, sulla scorta dell'implicazioni derivanti dalla *business judgement rule* (v. *sub ntt.* 110 e 113), è ormai costante nel valutare la responsabilità degli amministratori soprattutto in funzione «della mancata adozione delle cautele, delle verifiche e delle informazioni preventive, normalmente richieste per una scelta di quel tipo e della diligenza mostrata nell'apprezzare preventivamente i margini di rischio connessi all'operazione da intraprendere» [così la già citata Corte di cassazione, 22 giugno 2017, n. 15470 e, in dottrina, v. MONTALENTI (nt. 113), *passim*. Si rinvia invece *sub ntt.* 110 e 113 per ulteriori riferimenti bibliografici e giurisprudenziali].

¹⁹⁰ Queste le parole dell'art. 67, terzo comma, lett. d), l. fall., ma la previsione è ricorrente. Il tema, peraltro, è stato affrontato sotto molteplici punti di vista. A questo proposito, HILGARD, *Die Unterprior-Emission von Aktien und die Quotenaktie*, Erlangen, 1935, *passim*, spec. 45 ss. e 62 ss. si domanda se, e a quali condizioni, sia possibile permettere la raccolta di nuovo capitale di rischio con una *Unterprior-Emission*, o sia invece necessario intraprendere una *Sanierung*, la quale - garantendo un controllo pubblico sul corretto svolgimento delle operazioni - sarebbe in grado di comporre nel miglior modo gli interessi in gioco. In linea di principio, infatti, una società che non è in grado di collocare sul mercato le proprie azioni a condizioni "normali", non merita alcuna considerazione da parte dell'ordinamento: solo la presenza di particolari interessi pubblici (tra cui oggi, in un'ottica di politica economica, rientra senz'altro la salvaguardia della continuità aziendale) giustifica una deviazione da tale schema, ma sempre nel rispetto dei principi generali che regolano il diritto societario e comunque sotto un puntuale controllo dell'autorità pubblica. Più di recente, questo tema è stato discusso con riferimento al nuovo testo dell'art. 163, quarto e quinto comma, l. fall., a norma del quale i creditori di una società in concordato preventivo hanno la facoltà di presentare «una proposta concorrente», nella quale è possibile «prevedere un aumento di capitale della società con esclusione o limitazione del diritto di opzione». Anche in questa fattispecie, infatti, il problema consiste soprattutto nel trovare il giusto equilibrio tra la necessità di garantire la continuità dell'impresa (anche se con una nuova compagine sociale) ed evitare indebiti trasferimenti di ricchezza (in proposito, oltre agli autori citati *infra* in questa nota, v. PINTO, *Concordato preventivo e organizzazione sociale*, in *Riv. soc.*, 2017, 100). Così, è stato anzitutto sostenuto che tale previsione della legge fallimentare non costituisca un'autonoma fattispecie di esclusione del diritto di opzione, ma si limiti a rinviare alla disciplina di cui all'art. 2441 c.c.: onde, la necessità che sia dimostrata l'esistenza di uno specifico interesse sociale nell'operazione (= il riequilibrio della situazione finanziaria, secondo quanto individuato dal piano concordatario concorrente: cfr. VITALI, *Profili di*

garantire il rispetto formale e sostanziale della disciplina *ex art. 2441 c.c.* e, pertanto, sembrerebbe opportuno: (i) esplicitare che la deliberazione di un aumento di capitale iperdiluitivo - ma, in generale, di un aumento con un coefficiente $K \leq 0,5$ - costituisce senz'altro un'ipotesi di limitazione del diritto di opzione; (ii) estendere il parere del revisore legale richiesto dall'art. 158 TUF anche alla valutazione dei presupposti *ex art. 2441*, quinto comma, c.c.

diritto societario delle «proposte concorrenti» nella “nuova” disciplina del concordato preventivo, in *Riv. soc.*, 2016, 870, secondo cui sarebbe pertanto ragionevole «che il giudizio di ammissibilità del tribunale [...] venga esteso anche alle operazioni di aumento di capitale riservate ai creditori, così da legittimare la verifica della sussistenza di un effettivo interesse all'esecuzione dell'aumento del capitale sociale»; e, similmente, cfr. anche GUERRERA, *La ricapitalizzazione “forzosa” delle società in crisi: novità, problemi ermeneutici e difficoltà operative*, in *Dir. fall.*, 2016, 420) e che le nuove azioni siano emesse con un adeguato sovrapprezzo [così, GUERRERA, *op. cit.*, 427 s., che - sottolineando la necessità che la diluizione patrimoniale dei soci sia «corretta e accettabile» - ritiene in ogni caso «evidente l'assoluta importanza di una corretta valutazione degli attivi non contabilizzati e dei plusvalori latenti, cioè del netto patrimoniale “effettivo” o “reale” della società in crisi o insolvente»]; anche in questo caso poi «il problema della valutazione delle attività - nel conflitto immanente tra debitore, creditori, soci e terzi proponenti - troverebbe nel giudizio di omologazione, con cui è legittimato a intervenire qualsiasi interessato, la sede naturale di verifica e di soluzione in contraddittorio». Similmente, cfr. anche VITALI, *op. cit.*, *passim* il quale però rileva come «le società che propongono una domanda di concordato (generalmente) già presentino un patrimonio netto negativo, con la conseguenza di una significativa riduzione di spazio per (asseriti) effetti “espropriativi” del valore delle partecipazioni sociali»].

BIBLIOGRAFIA E INDICE DEI DOCUMENTI

ABBADESSA, *Profili topici della nuova disciplina della delega amministrativa*, in ABBADESSA - PORTALE, *La società per azioni oggi - Liber amicorum Gian Franco Campobasso - Vol. II*, Milano, 2006.

ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni*, Milano, 1975.

ABBADESSA, *Deliberazioni senza assemblea nelle società di capitali*, in *Riv. dir. comm.*, 1968, 300.

ABBADESSA - MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, 269. ABI, *Risposta alla consultazione Consob sugli aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo*, in www.consob.it (2014).

ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale - Vol. IV.1*, Padova, 2010, 231.

ABU AWWAD, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013.

ACHARYA - AMIHUD - LITOV, *Creditor Rights and Corporate Risk-Taking*, in *Journal of Financial Economics* (2011), 150.

ADIUTORI, *Funzione amministrativa e azione individuale di responsabilità*, Milano, 2000.

AGSTNER - BORDIGA, *Legge sulle società per azioni della repubblica federale tedesca*, Milano, 2014.

AKERLOF, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *Q. J. Econ.* (1984), 488.

ALLEGRI, *Contributo allo studio della responsabilità civile degli amministratori*, Milano, 1979.

AMBROSINI, *Il controllo giudiziale su domanda e piano concordatari e i compiti dell'attestatore*, in *Giur. comm.*, 2017, 387.

AMBROSINI, *L'amministrazione e i controlli nella società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2003, 308.

AMIHUD - MENDELSON, *The Liquid Route to a Lower Cost of Capital*, in *Journal of Applied Corporate Finance* (2000), 8.

ANGELICI, *La società per azioni - Principi e problemi*, Milano, 2012.

ANGELICI, *Introduzione alla riforma delle società di capitali*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società - Vol. I*, Torino, 2006.

ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2006 (rist.).

ANGELICI, *Le azioni, artt. 2346 - 2356 c.c.*, in SCHLESINGER (diretto da), *Il Codice Civile - Commentario*, Milano, 1992.

- ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in COLOMBO - PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni - Vol. 2**, Torino, 1991, 101.
- ANGELICI, *La società nulla*, Milano, 1975.
- ARMITAGE, *Discounts in Placing Pre-Renounced Shares in Rights Issues*, in *J. of Bus. Fin. & Accounting* (2007), 1350.
- ARMOUR - AWREY - DAVIES - ENRIQUES - GORDON - MAYER - PAYNE, *Principles of Financial Regulation*, Oxford, 2016.
- ASCARELLI, *Appunti di diritto commerciale. Società e associazioni commerciali*, Roma, 1936.
- ASCARELLI, *Azioni senza valore nominale*, in *Dir. fall.*, 1956, 133.
- ASCARELLI, *L'interesse sociale dell'art. 2441 cod. civile. La teoria dei diritti individuali e il sistema dei vizi delle deliberazioni assembleari*, in *Riv. soc.*, 1956, 95.
- ASCARELLI, *Diritto d'opzione nell'aumento di capitale e emissione delle nuove azioni con aggio*, in *Saggi di dir. comm.*, Milano, 1955, 432.
- BACCETTI, *Postergazione dei finanziamenti e tipi sociali*, in *Giur. comm.*, 2012, 804.
- BAINBRIDGE, *The Business Judgement Rule as Abstention Doctrine*, in *Vand. L. Rev.*, 2004, 83.
- BALP - VENTORUZZO, *Esclusione del diritto d'opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, in *Riv. soc.*, 2004.
- BANK OF ENGLAND, *Guidance on Share Issuing*, in www.bankofengland.co.uk (1999).
- BANK OF ENGLAND, *Practical Issues Arising From the Euro - Issue n. 8*, in www.bankofengland.co.uk (1998).
- BARACHINI, *La gestione delegata nella società per azioni*, Torino, 2008.
- BAVOSO, *The Global Financial Crisis, the Pervasive Resilience of Shareholder Value, and the Unfulfilled Promises of Anglo-American Corporate Law*, in *Int. Company & Commercial L. Rev.* (2014).
- BAZZANO, *Determinazione ex post del prezzo di emissione ad opera degli amministratori, derogabilità dell'obbligo di versamento immediato del sovrapprezzo e compatibilità con il diritto di opzione*, in *Riv. soc.*, 2003, 1074.
- BELCREDI - FERRARINI, *The European Corporate Governance Framework: Issues and Perspectives*, in www.ecgi.org (2013).
- BELVISIO, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nella s.p.a.*, in RESCIGNO (diretto da), *Trattato di diritto privato - Vol. 17*, Torino, 1985, 59.
- BERK - DE MARZO - HARFORD, *Fundamentals of Corporate Finance*, Boston, 2012.
- BIANCHI - BIANCO - GIACOMELLI - PACCES - TRENTO, *Proprietà e controllo nelle imprese in Italia*, Bologna, 2005.

- BIANCHI T., *La borsa valori e il mercato finanziario*, Torino, 1983.
- BIGELLI, *The quasi-split effect, active insiders and the Italian market reaction to equity rights issues*, in *European Financial Management* (1998), 185.
- BIGELLI, *Gli aumenti di capitale delle società quotate. Un'analisi economico finanziaria*, Torino, 1996.
- BIONE, *Le azioni*, in COLOMBO - PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni - Vol. 2**, Torino, 1991, 3.
- BOCCA, *Commento ai primi cinque commi dell'art. 2346 c.c.*, in BONFANTE - CAGNASSO - MONTALENTI (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Torino, 2004, 218.
- BOLOGNESI - GALLO, *The ex-date effect of rights issues: evidence from the Italian stock market*, in *Applied Financial Economics* (2013), 149.
- BOLOGNESI - GALLO, *Aumenti di capitale e mercato delle opzioni*, in *Bancaria*, 2010, 37.
- BONBRIGHT, *The Dangers of Shares Without Par Value*, in *Columbia L. Rev.* (1924), 449.
- BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. - Dopo la riforma delle società*, Milano, 2004.
- BONELLI, *La responsabilità degli amministratori*, in COLOMBO - PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni - Vol. 4*, Torino, 1991.
- BONELLI, *Natura giuridica delle azioni di responsabilità contro gli amministratori di s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 1982, 770.
- BONFATTI - CENSONI, *Manuale di diritto fallimentare*, Torino, 2011.
- BORGIOI, *La responsabilità per degli amministratori per danno diretto ex art. 2395 c.c.*, in *Giur. comm.*, 1981, 700.
- BORSA ITALIANA, *Manuale delle corporate action*, in www.borsaitaliana.it.
- BOUERE, *De l'Euro aux actions sans mention de valeur nominale*, in *JPC*, 1998, 118.
- BRAENDLE, *Shareholder Protection in the USA and Germany - "Law and Finance" Revisited*, in *German Law Journ.* (2006), 257.
- BREALEY - MYERS - ALLEN, *Principals of Corporate Finance*, New York, 2014.
- BRENNAN - TAMAROWSKI, *Investor Relation, Liquidity and Stock Prices*, in *Jouranal of Applied Corporate Finance* (2000), 26.
- BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Milano, 1960.
- BUSNELLI, *Itinerari europei nella "terra di nessuno tra contratto e fatto illecito": la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contr. impr.*, 1991, 539.
- CABRAS, *Le opposizioni dei creditori nel diritto delle società*, Milano, 1978.
- CACCHI PESSANI, *Commento all'art. 2503 c.c.*, in MARCHETTI - BIANCHI - GHEZZI - NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2006, 719.

- CAGNASSO, *Le modificazioni statutarie e il diritto di recesso*, in COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale - Vol. IV*, Padova, 2010, 1010.
- CALABRESI, *The Cost of Accidents. A Legal and Economic Analysis*, New Haven, 1970.
- CALABRESI - MELAMED, *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, in *Harvard L. Rev.* (1972), 1089.
- CALANDRA BUONAURA, *La gestione dell'impresa in crisi*, in BARACHINI (a cura di), *Il diritto dell'impresa in crisi fra contratto, società e procedure concorsuali*, Tornino, 2014.
- CALANDRA BUONAURA, *Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori*, in *Giur. Comm.*, 2011, 526.
- CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, 1985.
- CALLEGARI, *Le azioni e le regole di circolazione*, in AMBROSINI (a cura di), *La riforma delle società - profili della nuova disciplina*, Torino, 2003, 105.
- CÂMARA - MORAIS ANTUNES, *Acções sem valor nominal*, Coimbra, 2011.
- CAMPOBASSO G. F., *Diritto commerciale. 2 – Diritto delle società*, Torino, 2012.
- CAMPOBASSO M., *La tutela delle minoranze nelle società quotate; dall'eterotutela alla società per azioni "orizzontale"*, in *Banca borsa*, 2015, 139.
- CAMPOBASSO M., *La postergazione dei finanziamenti dei soci*, in DOLMETTA - PRESTI (a cura di), *S.r.l. - Commentario*, Milano, 2011, 238.
- CAPRIO, *Le strutture proprietarie delle società quotate, l'efficienza della gestione societaria e il diritto*, in *Riv. soc.*, 1998, 555.
- CARNEVALI, *La responsabilità civile degli amministratori per danno ai risparmiatori*, in *Contr. impr.*, 1988, 83.
- CASTRONOVO, *Ritorno all'obbligazione senza prestazione*, in *Europa e dir. priv.*, 2009, 679.
- CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, Milano, 2006.
- CASTRONOVO, *Obblighi di protezione e tutela del terzo*, in *Jus*, 1976, 123.
- CENSONI, *I limiti del controllo giudiziale sulla fattibilità del concordato preventivo*, in *Giur. comm.*, 2013, 333.
- CERRATO, *Commento agli artt. 2439 - 2440*, in BONFANTE - CAGNASSO - MONTALENTI, *Il nuovo diritto societario*, Torino, 2004, 1474.
- CERRATO, *Commento all'art. 2441 c.c.*, in BONFANTE - CAGNASSO - MONTALENTI, *Il nuovo diritto societario*, Torino, 2004, 1502.
- CESARINI, *Alcune riflessioni sul significato attuale del capitale sociale e del valore nominale dell'azione nella prospettiva dell'investitore*, in ABBADESSA - ROJO (a cura di), *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, Milano, 1993, 751.

CLINE, *Pre-Emptive Rights: Importance of Drafting in Protecting Shareholders against Dilution of Investment and Compulsory Reinvestment*, in *Cal. L. Rev.* (1952), 132.

COASE, *The Problem of Social Cost*, in 3 *J. L. & Econ.* (1960), 1.

COLOMBO, *Bilancio di esercizio e consolidato*, in COLOMBO - PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni - Vol. 8**, Torino, 1994.

CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Orientamenti societari G.A.8 - Congruità del capitale in relazione all'oggetto*, in www.notaitriveneto.it.

CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Orientamenti societari H.G.10 - Riduzione volontaria del capitale: efficacia ed eseguibilità*, in www.notaitriveneto.it.

CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO, *Riduzione reale e attuazione anticipata con il consenso dei creditori - Studio n. 41-2016/I*, in www.notariato.it (2016).

CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO, *Ipotesi applicative di azioni senza valore nominale*, in www.notariato.it (2010).

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 8 - Delega agli amministratori ex art. 2443 c.c. di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione*, in www.consiglionotarilemilano.it.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 35 - Riduzione "effettiva" del capitale sociale nella s.r.l.*, in www.consiglionotarilemilano.it.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 36 - Aumento del capitale sociale e azioni senza valore nominale*, in www.consiglionotarilemilano.it.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 76 - Versamento dei venticinque centesimi dei conferimenti in sede di costituzione e di aumento di capitale*, in www.consiglionotarilemilano.it.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 122 - Aumento di capitale in presenza di perdite*, in www.consiglionotarilemilano.it.

CONSOB, *Aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo - Esiti delle consultazioni*, in www.consob.it (2016).

CONSOB, *Report on Corporate Governance of Italian Listed Companies*, in www.consob.it (2016).

CONSOB, *Gli aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo*, in www.consob.it (2014).

CONSOB, *Gli aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo*, in www.consob.it (2010).

CONSOB, *Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009 - Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi*, in www.consob.it (2009).

COOLS, *The Real Difference in Corporate Law between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers*, in *Del. Journ. of Corporate Law* (2005), 697.

CORRADO, *Commento all'articolo 2482 c.c.*, in MARCHETTI - BIANCHI - GHEZZI - NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2006, 1255.

- COTTINO, *Dal "vecchio" al nuovo diritto azionario: con qualche avviso ai naviganti*, in *Giur. comm.*, 2013, 5.
- COTTINO, *Società per azioni* (voce), in *Noviss. Dig. it.*, Torino, 1970.
- DACCÒ, *Il recesso nelle società con azioni quotate tra esigenze dei mercati finanziari ed esigenze dell'attività imprenditoriale*, in M. CAMPOBASSO - CARIELLO - DI CATALDO - GUERRERA - SCIARRONE ALIBRANDI (diretto da), *Società, banche e crisi d'impresa - Liber amicorum Pietro Abbadessa*, 1355.
- DALLAS, *Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance*, in *www.ssrn.com* (2012).
- DALMARTELLO A., *Limitazioni statutarie alla circolazione dei "diritti di opzione"*, in *Temi*, 1949, 90.
- DAVIES - WORTHINGTON, *Gower and Davies Principles of Modern Company Law*, Londra, 2012.
- DAVIES, *Introduction to Company Law*, Oxford, 2002.
- DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, in BOLAFFIO - ROCCO - VIVANTE (coordinato da), *Cod. comm. commentato*, Torino, 1938.
- DE LUCA, *Commento all'art. 2367 c.c.*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Milano, 2016, 897.
- DE TARSO DOMINGUES, *Comente sobre o art. 25*, in DE ABREU (a cura di), *Código das sociedades comerciais em Comentário*, Coimbra, 2013, 426.
- DE TARSO DOMINGUES, *No Par Value Shares in the Portuguese Legal System*, in *EBOR* (2012), 125.
- DENOZZA, *Verso il tramonto dell'"interesse sociale"?*, PACIELLO (a cura di), *La dialettica degli interessi nella disciplina delle società per azioni*, Napoli, 2011, 77.
- DENOZZA, *Il danno risarcibile tra benessere ed equità: dai massimi sistemi ai casi "Cirio" e "Parmalat"*, in *Giur. comm.*, 2004, 33.
- DENOZZA, *A che serve il capitale? (Piccole glosse a L. Enriques - J. R. Macey)*, in *Giur. comm.*, 2002, 585.
- DENOZZA, *Responsabilità dei soci e rischio d'impresa nelle società personali*, Milano, 1973.
- DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in ABBADESSA - PORTALE *La società per azioni oggi - Liber amicorum Gian Franco Campobasso - Vol. II*, Milano, 2006, 225.
- DI MAJO, *La protezione del terzo fra contratto e torto*, in *Europa e dir. priv.*, 2000.
- DI SABATO, *Manuale delle società*, Torino, 1995.
- DIDIER P. - DIDIER PH., *Les sociétés commerciales - Droit commercial*, vol. 2, Parigi, 2011.
- DIMUNDO, *Commento all'art. 2346 c.c.*, in LO CASCIO (a cura di) *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, 1.

- DORF, *Why Welfare Depends on Fairness. A Reply to Kaplow and Shavell*, in *Southern California L. Rev.* (2000), 847.
- ECKBO, *Equity Issues and the Disappearing Rights Offer Phenomenon*, in *Journal of Applied Corporate Finance* (2008), 72.
- ECKBO - MASULIS, *Adverse selection and the rights issue paradox*, in *Journal of Financial Economics* (1992), 293.
- ECKBO - MASULIS - NORLI, *Security offerings*, in ECKBO (a cura di), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Amsterdam, 2007, 233.
- EHLERS FLAUS, *Les actions sans valeur nominale exprimée en Allemagne et en France*, in *Bulletin Joly* (1999), 743.
- ELENA, *Le azioni senza valore nominale nelle società americane*, *Riv. dir. comm.*, 1928, 566.
- ENRIQUES, *Diritto societario statunitense e diritto societario italiano: in weiter Ferne, so nah*, in *Giur. comm.*, 2007, 274.
- ENRIQUES, *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in *Giur. comm.*, 2005, 607.
- ENRIQUES, *Quarutm non datur: appunti in tema di "strumenti finanziari partecipativi" in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, 166.
- ENRIQUES - MACEY, *Creditors Versus Capital formation: the Case Against the European Legal Capital Rules*, in *Cornell L. Rev.*, 2001, 1165.
- EREDE - SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2013, 931.
- FAMA, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in *J-store* (1970).
- FARINA, *Emissione di azioni con sovrapprezzo e diritti dell'azionista*, in *Dir. fall.*, 1991, 247.
- FENGHI, *Questioni in tema di aumento di capitale*, in *Riv. soc.*, 1983, 963.
- FERRAN, *Legal Capital Rules and Modern Securities Markets*, in HOPT - WYMEERSCH (a cura di), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, 2003, 560.
- FERRAN, *Company Law and Corporate Finance*, Oxford, 1999.
- FERRAN - HO, *Principles of Corporate Finance Law*, Oxford, 2014.
- FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, Milano, 1986.
- FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in COLOMBO - PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni - Vol. 10***, Torino, 1993, 209.
- FERRI G. jr, *Situazioni giuridiche soggettive e disciplina societaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, 393.

- FERRI G. jr, *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. not.*, 2008, 741.
- FERRI G. jr, *Investimento e conferimento*, Milano, 2001.
- FERRI G., *Le società*, in VASSALLI (fondato da), *Trattato di diritto civile italiano - Vol. 10.III*, Torino, 1987.
- FERRI G., *Interesse della società ed esclusione del diritto di opzione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1961, 605.
- FERRO-LUZZI, *La diversa assegnazione delle azioni*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società - Liber amicorum Gian Franco Campobasso - Vol. I*, Torino, 2006, 583.
- FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma: la società per azioni come organizzazione del finanziamento d'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, 673.
- FERRO-LUZZI, *Riduzione del capitale per esuberanza*, in *Riv. soc.*, 1994, 1052.
- FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1971.
- FIGÀ TALAMANCA, *Euro e azioni*, in COLOMBO - PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni - Vol. I***, Torino, 2004, 218.
- FIGÀ TALAMANCA, *Il valore nominale delle azioni*, Milano, 2001.
- FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Short Selling - Discussion Paper 09/1*, in www.fsa.gov.uk (2009).
- FISCHEL, *Efficient Capital Markets, the Crash and the Fraud on the Market Theory*, in 74 *Cornell L. Rev.* (1989), 907.
- FORMICA, *Le novità della disciplina azionaria*, in MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, 106.
- FORTUNATO, *Riflessioni generali*, in CIAN (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, 267.
- FRÉ, *Opzione* (voce), in *Nuovo dig. it.*, 1939, 171.
- FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, 2009.
- GALGANO, *Diritto Commerciale. Le società*, Bologna, 2003.
- GALGANO, *Le società in genere*, Milano, 1982.
- ROJO - BELTRÁN, *Comentario de la Ley de sociedades de capital*, Madrid, 2011, 564.
- GAMBARDELLA, *Formazione e variazione del capitale nelle società anonime*, Milano, 1910.
- GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni*, Milano, 1987.
- GENOVESE, *Le fattispecie tipiche di invalidità*, in ABBADESSA - PORTALE, *La società per azioni oggi - Liber amicorum Gian Franco Campobasso - Vol. II*, Milano, 2006, 217.

- GIANNELLI, *Esclusione del diritto di opzione e d.p.r. 10 febbraio 1986*, in *Riv. soc.*, 1988, 757.
- GILSON - GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in *Columbia Law Review* (2013).
- GILSON - KRAAKMAN, *The Mechanism of Market Efficiency*, in *70 Va. L. Rev.* (1984), 552.
- GINEVRA, *Commento all'art. 2441 c.c.*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Milano, 2016, 2610.
- GINEVRA, *Determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Riv. soc.*, 2008, 498.
- GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento di capitale sociale nelle s.p.a.*, Milano, 2001.
- GINGLINGER - MATSOUKIS - RIVA, *Seasoned Equity Offerings: Stock Market Liquidity and the Rights Offer Paradox*, in *Journal of Business Finance & Accounting* (2013), 215.
- GIRVIN - FRISBY - HUDSON, *Charlesworth's Company Law*, Londra, 2010, 179.
- GIUDICI - LOMBARDO, *La tutela degli investitori nelle IPO*, in *Riv. soc.*, 2012, 907.
- GORLA, *Le società per azioni secondo il nuovo codice*, Milano 1942.
- GOUREVITCH - SHINN, *Political Power and Corporate Control*, Princeton, 2005.
- GRAZIANI, *Soprapprezzo delle azioni e diritto di opzione*, in *Riv. soc.*, 1961, 51.
- GRINBLATT - MASULIS - TITMAN, *The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividends*, in *Journal of Financial Economics* (1984), 461.
- GRIPPO, *L'assemblea nelle società per azioni*, in RESCIGNO (diretto da), *Trattato di diritto privato - Vol. 16*, Torino, 1985, 357.
- GRIPPO, *Deliberazione e collegialità nelle s.p.a.*, Milano, 1979.
- GROSS, *Der Inhalt des Bezugsrechts nach § 186 AktG*, in *AG*, 1993, 449.
- GROSSMAN - STIGLITZ, *Information and Competitive Price System*, in *American Economic Rev.* (1976), 246.
- GUACCERO, *L'attivismo azionario: verso una riscoperta dell'assemblea?*, in *Riv. soc.*, 2016, 409.
- GUERRERA, *La ricapitalizzazione "forzosa" delle società in crisi: novità, problemi ermeneutici e difficoltà operative*, in *Dir. fall.*, 2016, 420.
- GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Torino, 2004.
- GUERRIERI, *La nullità delle deliberazioni assembleari di società per azioni*, Milano, 2009.
- GULLIFER - PAYNE, *Corporate Finance Law*, Oxford - Portland, 2015.
- HANKS jr, *Legal Capital and the Model Business Corporation Act: an Essay for Bayless Manning*, in *Law and Contemporary Problems* (2011), 211.

- HART - ZINGALES, *Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value*, in www.ssrn.org (2017).
- HARVARD BUSINESS REVIEW, *A Comparison of Par and No-Par Stock, with Special Reference to the Effect of This Feature on Market Price*, (1923), 108.
- HIETALA, *The efficiency of the Finnish market for right issues*, in *Journal of Banking & Finance* (1994), 895.
- HILGARD, *Die Unterpari-Emission von Aktien und die Quotenaktie*, Erlangen, 1935.
- HILLIER - ROSS - WESTERFIELD - JAFFE - JORDAN, *Corporate Finance*, Milano - Londra, 2015.
- HIRTE, *Bezugsrechtsausschluss und Konzernbildung*, Monaco, 1986.
- HOLDERNESS - PONTIFF, *Shareholder Nonparticipation in Valuable Rights Offerings: New Findings for an Old Puzzle*, in *Journal of Financial Economics* (2016).
- HOPT, *Comparative Company Law*, in REIMANN - ZIMMERMANN (a cura di), *The Oxford Handbook of Comparative Law*, Oxford, 2006, 1161.
- HUBBARD, *Quantum Economics, Newtonian Economics, and Law*, in www.ssrn.org (2017).
- JAEGER, *La responsabilità solidale degli amministratori della capogruppo nella legge sull'amministrazione straordinaria*, in *Giur. comm.*, 1981, 407.
- JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1972.
- JENSEN - MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics* (1976), 305.
- KAPLOW - SHAVELL, *Fairness Versus Welfare*, Cambridge (Mass.), 2002.
- KAPLOW - SHAVELL, *Property Rules versus Liability Rules*, in *Harvard L. Rev.* (1996), 713.
- KHAN - SENHADJI, *Financial Development and Economic Growth*, in www.imf.org (2000).
- KLEIN - BOHR - SIKLES, *Are Short Seller Positive Feedback Traders? Evidence from the Global financial Crisis*, in *Journal of Financial Stability* (2013), 337.
- KPMG, *Feasibility study on an alternative to the 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*, in www.ec.europa.eu (2008).
- KRAAKMAN (a cura di), *the Anatomy of Corporate Law. A comparative and Functional Approach*, Oxford, 2009.
- KRAAKMAN, *Taking Discount Seriously: The Implications of "Discounted" Share Prices ad an Acquisition Motive*, in *88 Colum. L. Rev.* (1988), 891.
- KÜBLER, *The Rules of Capital Under Pressure of the Securities Markets*, in HOPT - WYMEERSCH (a cura di), *Capital Markets and Company Law*, Oxford, 2003, 95.
- LA PORTA - DE SILIANES - SHLEIFER - VISHNY, *Investor Protection and Corporate Governance*, in *Journ. Fin. Economy* (2000), 3.

- LA SALA, *Commento ai commi 1, 2 e 3 dell'art. 2346*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Milano, 2016, 462.
- LAMANDINI, *Società di capitali e struttura finanziaria. Spunti per la riforma*, in *Riv. soc.*, 2002, 139.
- LAMOUREUX - POON, *The Market Reaction to Stock Splits*, in *The Journal of Finance* (1987), 1347.
- LANDES - POSNER, *The Economic Structure of Tort Law*, Cambridge, 1987.
- LANGEVOORT, *Theories, Assumptions, and Securities Regulation*, in *U. Penn. L. Rev.* (1992), 851.
- LARA, *Régimen general de exclusión del derecho de suscripción preferente*, in ROJO - BELTRÁN, *Comentario de la Ley de sociedades de capital*, Madrid, 2011, 3300.
- LARA, *Trasmisión del derecho de preferencia*, in ROJO - BELTRÁN, *Comentario de la Ley de sociedades de capital*, Madrid, 2011, 2261.
- LAURINI, *Commento agli artt. 2329 e 2330*, in MARCHETTI, BIANCHI, GHEZZI e NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, 151.
- LE CANNU - DONDERO, *Droit des sociétés*, Parigi, 2013.
- LEUZ - WYSOCKI, *The Economics of Disclosure and Financial Reporting Regulation: Evidence and Suggestions for Future Research*, in *Journal of Accounting Research* (2016).
- LEVINE - ZERVOS, *Stock Markets, Banks and Economic Growth*, in *The American Economic Review* (1998), 537.
- LEVY - SARNAT, *Risk, Dividend Policy, and the Optimal Pricing of a Rights Offering: A Comment*, in *Journal of Money, Credit and Banking* (1971), 840.
- LIBERTINI - SCOGNAMIGLIO, *Illecito del terzo e legittimazione del socio all'azione risarcitoria*, in *Riv. dir. priv.*, 2002.
- LIBONATI, *I nuovi strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2007.
- LIN, *Shift of Fiduciary Duty upon Corporate Insolvency: Proper Scope of Directors' Duty to Creditors*, in *Vand. L. Rev.* (1993), 1485.
- LO IACONO - MARCOZ, *Assegnazione non proporzionale e sottoscrizione di azioni di s.p.a.*, in *Riv. not.*, 2008, 307.
- MACCHIATI - PROVIDENTI - SICILIANO, *Verso una riforma delle regole della finanzia d'impresa*, in *Mercato, concorrenza e regole*, 1999, 293.
- MACEY, *Fraud on the market*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, New York, 1998, 159.
- MACEY - MILLER, *Corporate Governance and Commercial Banking. A Comparative Examination of Germany Japan and the United States*, in *Stan. L. Rev.* (1995), 73.
- MAGLIULO, *La riduzione del capitale con particolare riferimento alle s.r.l.*, in www.fondazione-notariato.it (2008).

- MALHERBE - DE CORDT - LAMBRECHT, *Droit des sociétés. Précis*, Bruxelles, 2009.
- MALONEY - MULHERIN, *The Effects of Splitting on the Ex: a Microstructure Reconciliation*, in *Financial Management* (1992), 44.
- MANNING - HANKS, *Legal Capital*, New York, 1990.
- MARCHETTI, *Commento all'art. 2379 ter c.c.*, in MARCHETTI - BIANCHI - GHEZZI - NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008,
- MARCHETTI, *Artt. 22 e 23 d.P.R. 10 febbraio 1986, n. 30*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1988, 180.
- MARCHETTI, *Spunti sulle relazioni tra valore contabile, valore economico, valore di mercato dell'azienda nelle operazioni societarie di finanza straordinaria*, in *Giur. comm.*, 1993, 205.
- MASSA - VERMAELEN - XU, *Choices in Equity Finance. A Global Perspective*, in www.ssrn.com (2016).
- MASSA - VERMAELEN - XU, *Rights offerings, trading, and regulation: A global perspective*, in www.lse.ac.uk (2013).
- MASSAGE, *L'adaptation du droit des sociétés anonymes aux deuxième et quatrième directives européennes*, Bruxelles, 1985, 67.
- MASSAMORMILE, *La prededuzione e i finanziamenti alle imprese in crisi*, in *Banca borsa*, 2015, 1.
- MASULIS, *The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates*, in *The Journal of Finance* (1983), 107.
- MAUGERI, *Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnaletica del capitale sociale nel diritto europeo armonizzato*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, 1.
- MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività d'impresa*, Milano, 2008.
- MAZZONI, *Capitale sociale indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in BALZARINI - CARCANO - VENTORUZZO (a cura di), *La società per azioni oggi*, Milano 2007, 511.
- MC CAHERY - VERMEULEN, *The 'Ignored' Third Dimension of Corporate Governance*, in www.ecgi.org (2014).
- MENGONI, *Interesse sociale ed esclusione del diritto di opzione*, in *Riv. dir. comm.*, 1955, 281.
- MEO, *I piani di "risanamento" previsti dall'art. 67 l. fall.*, in *Giur. comm.*, 2011, 30.
- MEOLI - PALEARI - URGA, *Do Rights Issues Really Protect Minorities? Empirical Evidence on the Italian Case*, in www.ssrn.com (2007).
- MESSINEO, *Sul sovrapprezzo nell'emissione di azioni di società secondo il diritto italiano*, in *Riv. soc.*, 1961, 197.
- MICCIO, *Il diritto di opzione nell'aumento di capitale delle società per azioni*, Napoli, 1957.
- MIGNOLI, *Determinazione dell'entità del sovrapprezzo*, in *Riv. soc.*, 1981, 525.

- MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956.
- MINERVINI, *Sulla tutela dell'interesse sociale nella disciplina delle deliberazioni assembleari*, in *Riv. dir. civ.*, 1956, 407.
- MINERVINI, *Sulla legittimazione degli amministratori all'impugnativa delle deliberazioni assembleari di s.p.a.*, in *Riv. dir. comm.*, 1955, 207.
- MIOLA, *I conferimenti in natura*, in COLOMBO - PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni - Vol. I****, Torino, 2004, 275.
- MIOLA, *La tutela dei creditori ed il capitale sociale: realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2012, 248.
- MIRONE, *Le decisioni dei soci nelle s.r.l.: profili procedurali*, in ABBADESSA - PORTALE *La società per azioni oggi - Liber amicorum Gian Franco Campobasso - Vol. III*, Milano, 2006, 475.
- MODIGLIANI - MILLER, *The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment*, in *American Economic Rev.* (1958), 261.
- MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2014.
- MONTALENTI, *Gli obblighi di vigilanza nel quadro dei principi generali sulla responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in ABBADESSA - PORTALE *La società per azioni oggi - Liber amicorum Gian Franco Campobasso - Vol. II*, Milano, 2006, 833.
- MONTALENTI, *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011.
- MONTESSORI, *Il diritto di opzione nella emissione di nuove azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1921, 466.
- MUCCIARELLI F. M., *Interesse sociale ed esclusione del diritto d'opzione: spunti di riflessione sulla logica dell'argomentazione del giudice*, in *Giur. comm.*, 2002, 455.
- MUCCIARELLI G., *Il sopraprezzo delle azioni*, Milano, 1997.
- MUCCIARELLI G. - SPOLIDORO, *Diffusione delle azioni fra il pubblico, ammissione alla quotazione e determinazione del sopraprezzo*, in *Riv. soc.*, 1986, 31.
- MUNARI, *Impresa e capitale sociale nel diritto della crisi*, Torino, 2014.
- MYERS - MAJLUF, *Corporate Finance and Investment Decisions When Firms Have Information and Investors Do Not Have*, in *J. Fin. Econ.* (1984), 187.
- MYNERS, *Pre-emption rights: a final report. A Study by Paul Myners Into the Impact of Shareholders' Pre-emption Rights on a Public Company's Ability to Raise New Capital*, in www.pre-emptiongroup.org.uk (2005).
- NIGRO, *Tutela demolitoria e tutela risarcitoria nel nuovo diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2004, 881.
- NOBILI, *Contributo allo studio del diritto d'opzione nelle società per azioni*, Milano, 1958.
- NOBILI, *Il diritto d'opzione degli azionisti e i suoi limiti*, in *Riv. soc.*, 1957, 656.

- NOBILI - SPOLIDORO, *La riduzione di capitale*, in COLOMBO - PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni - Vol. VI**, Torino, 1993, 262.
- NOBILI - VITALE, *La riforma delle società per azioni. Commento alla Legge 7 giugno 1974, n. 216 e ai Decreti delegati*, Milano, 1975, 341.
- NOTARI, *Il problema dei c.d. aumenti di capitale sotto la parità contabile*, in *AGE*, 2017, 33.
- NOTARI, *Commento ai commi 1 - 5 dell'articolo 2346 c.c.*, in MARCHETTI - BIANCHI - GHEZZI - NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, 3.
- NOTARI, *Appunti sul diritto di opzione nella riforma delle società*, in *Riv. not.*, 2002, 841.
- OH, *Veil-piercing*, in www.ssrn.org (2010).
- ONADO, *Le imprese di nuova quotazione in Italia. Un affare soprattutto per gli azionisti di controllo*, in *Mercato concorrenza regole*, 2011, 201.
- OPPO, *Amministratori e sindaci di fronte alle deliberazioni assembleari invalide*, in *Riv. dir. comm.*, 1957, 225.
- PACIELLO, *Il diritto di recesso nelle s.p.a.: primi rilievi*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, 417.
- PASTERIS, *L'emissione di azioni con sovrapprezzo*, in *Riv. soc.*, 1962, 27.
- PATRIARCA, *Commento all'art. 2377 c.c.*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Milano, 2016, 1048.
- PAVONE LA ROSA - NIGRO, *Il procedimento di costituzione della società per azioni*, in COLOMBO - PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni - Vol. I**, Torino, 2004, 321.
- PAVONE LA ROSA, *Le attribuzioni dell'assemblea della società per azioni in ordine al compimento di atti inerenti alla gestione sociale*, in *Riv. soc.*, 1997, 1.
- PELLIZZI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, 117.
- PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2016.
- PERRONE, *The Just Price Doctrine and Contemporary Contract Law. Some Introductory Remarks*, in www.rivistaodc.eu (2013).
- PERRONE, *Less is more. Servizi di investimento e tutele degli investitori*, in *Banca borsa*, 2010, 527.
- PERRONE, *Shall the big boys play by their own rules? Mercato all'ingrosso e regole di comportamento*, in *Riv. Soc.*, 2010, 522.
- PERRONE, *Informazione al Mercato e Tutela dell'Investitore*, Milano 2003.
- PETRELLA - RESTI, *Gli aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo*, in www.consob.it (2014).
- PINNARÒ, *Commento all'art. 2482 c.c.*, in SANDULLI - SANTORO (a cura di), *La riforma delle società - Vol. III*, Torino, 2003, 207.
- PINTO, *Concordato preventivo e organizzazione sociale*, in *Riv. soc.*, 2017, 100.

- PINTO, *Commento all'art. 2388 c.c.*, in D'ALESSANDRO (diretto da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, Napoli, 2011, 83.
- PINTO, *La responsabilità degli amministratori per "danno diretto" agli azionisti*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società - Vol. II*, Torino, 2006, 893.
- PINTO, *Le garanzie "patrimoniali" nella vendita di partecipazioni azionarie di controllo: qualificazione giuridica e termini di prescrizione*, in *Riv. soc.*, 2003, 411.
- PIRIA, *Sulle limitazioni alla circolazione del diritto di opzione*, in *Riv. dir. civ.*, 1989, 522.
- PISANI MASSAMORMILE, *Invaldità delle delibere consiliari*, in ABBADESSA - PORTALE, *La società per azioni oggi - Liber amicorum Gian Franco Campobasso - Vol. II*, Milano, 2006, 513.
- PISCITELLO, *Commento all'art. 2473 ter - Criteri di determinazione del valore delle azioni*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Milano, 2016, 2526.
- PISCITELLO, *La responsabilità degli amministratori di società di capitali tra discrezionalità del giudice e business judgement rule*, in *Riv. soc.*, 2012, 1171.
- POITRAS, *Short sales restrictions, dilution and the pricing of rights issues on the Singapore Stock Exchange*, in *Pacific-Basin Finance Journal* (2002), 141.
- PORTALE, *Verso un "diritto societario della crisi"*, in TOMBARI (a cura di), *Diritto societario e crisi d'impresa*, Torino, 2014.
- PORTALE, *Società a responsabilità limitata senza capitale sociale e imprenditore individuale con «capitale destinato» (Capitale sociale, quo vadis?)*, in *Riv. soc.*, 2010, 1239.
- PORTALE, *Il superamento della personalità giuridica*, in *Lezioni di diritto comparato*, Torino, 2007, 169.
- PORTALE, *L'exceptio doli generalis*, in *Lezioni di diritto comparato*, Torino, 2007, 155.
- PORTALE, *L'invaldità delle delibere assembleari: tra tutela demolitoria e tutela risarcitoria*, in *La società per azioni oggi - Vol. II*, Milano, 2007, 611.
- PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società - Liber amicorum Gian Franco Campobasso - Vol. I*, Torino, 2006, 583.
- PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in COLOMBO - PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni - vol. I***, Torino, 2004, 1.
- PORTALE, *La mancata attuazione dei conferimenti in natura*, in COLOMBO - PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni - Vol. I****, Torino, 2004, 577.
- PORTALE, *Dal "capitale assicurato" alle "tracking stocks"*, in *Riv. dir. soc.*, 2002, 159.
- PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Riv. soc.*, 1991, 3.
- PORTALE, *informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in *Banca borsa*, 1982, 6.
- PORTALE, *Opzione e sovrapprezzo nella novella azionaria*, in *Giur. comm.*, 1975, 207.

- PORTALE, *Capitale sociale e conferimenti nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1970, 33.
- PRE-EMPTION GROUP, *Disapplying Pre-Emption Rights - A Statement of Principles*, in www.pre-emptiongroup.org.uk (2015).
- PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto d'interessi del socio nelle società per azioni*, in COLOMBO - PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni - Vol. 3***, Torino, 1993, 3.
- RACUGNO, *Per un'ipotesi di graduazione di tipo quantitativo dell'investimento azionario: a margine dell'art. 2346 c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, 703.
- RAGUSA MAGGIORE, *Trattato delle società - Vol. II*, Padova, 2003, 193.
- RAJAN - ZINGALES, *Banks And Markets: The Changing Character Of European Finance*, in www.nber.org (2003).
- RANTAPUSKA - KNÜPFER, *Which Investors Leave Money on the Table? Evidence from Rights Issues*, in *Review of Finance* (2008), 701.
- REGOLI, *Offerte pubbliche di acquisto e comunicato agli azionisti*, Torino, 1996.
- RESCIO, *Distribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti effettuati dai soci*, in BENAZZO - PATRIARCA - PRESTI (a cura di), *Il nuovo diritto societario tra società aperte e società private*, Milano, 2003.
- RIGHINI, *Cedole azionarie rappresentative del diritto di opzione: funzione e natura giuridica*, in *Giur. comm.*, 1990, 415.
- RIVOLTA, *Profili della nuova disciplina del diritto di opzione nella società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1975, 517.
- ROBIGLIO, *Delega all'aumento di capitale e D.P.R. 30/1986*, in *Riv. soc.*, 1991, 686.
- ROE, *Political Determinants of Corporate Governance*, in www.law.harvard.edu (2003).
- ROE, *Strong Manager Weak Owners. The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton, 1994.
- ROSAPEPE, *L'esclusione del diritto d'opzione*, Milano, 1988.
- ROSSI G., *Persona giuridica, proprietà e rischio d'impresa*, Milano, 1967
- ROSSI S., *Diritti di partecipazione degli azionisti e collegialità nelle società quotate*, in www.orizzontideldirittocommerciale.it (2014).
- ROTONDI, *È compatibile con il diritto d'opzione la emissione di azioni con sovrapprezzo?*, in *Riv. dir. comm.*, 1960, 81.
- 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 internazionali*, in BALZARINI - CARCANO - VENTORUZZO (a cura di), *La società per azioni oggi*, Milano 2007.

- SACCHI, *Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso - Vol. II*, Torino, 2006, 135.
- SANTELLA - TURRINI, *Capital Maintenance in the EU: Is the Second Company Law Directive Really That Restrictive?*, in *EBOR* (2008), 427.
- SANTINI, *Il premio di emissione sulle azioni di società*, in *Riv. dir. civ.*, 1958, 385.
- SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003.
- SCIALOJA, *Gli aumenti di capitale nelle società per azioni e l'imposta di R.M.*, in *Riv. dir. comm.*, 1907, 568.
- SCIUTO, *Commento all'art. 2325 bis*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Milano, 2016, 135.
- SCIUTO - SPADA, *Il tipo della società per azioni*, in COLOMBO - PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni - Vol. I**, Torino, 2004, 4.
- SCOGNAMIGLIO, *Responsabilità precontrattuale e "contatto sociale qualificato"*, in *Resp. civ. e prev.*, 2016, 1050.
- SEMEGHINI, *Il dibattito statunitense sulla business judgement rule: spunti per una rivisitazione del tema*, in *RDS*, 2013, 207.
- SIMTH - BLOCK, *The Economics of Insider Trading: A Free Market Perspective*, in www.ssrn.com (2015).
- SPADA, *C'era una volta la società...*, in *Riv. not.*, 2004, 1.
- SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla "nuova" società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, 489.
- SPADA, *Dalla nozione al tipo di società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, 95.
- SPERANZIN, *Commento all'art. 2441 c.c.*, in D'ALESSANDRO (diretto da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, Napoli, 2011, 857.
- SPERANZIN, *Commento all'art. 2443 c.c.*, in D'ALESSANDRO (diretto da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, Napoli, 2011, 879.
- SPOLIDORO, *Valore nominale, azioni senza indicazione del valore nominale e aumento del capitale sociale*, in *AGE*, 2017, 69.
- SPOLIDORO, *La parziale liberalizzazione della disciplina del capitale*, in CARCANO - MOSCA - VENTORUZZO (a cura di), *Regole del mercato e mercato delle regole*, Milano, 2016.
- SPOLIDORO, *Parere pro veritate sulla legittimità dell'esclusione del diritto di opzione in caso di azzeramento del capitale per perdite e successiva ricostituzione del capitale*, 2016 (dattiloscritto consultato per cortesia dell'autore).
- SPOLIDORO, *"Principi e problemi" delle società per azioni nel libro di Carlo Angelici*, in *Riv. soc.*, 2014, 159.

- SPOLIDORO, *Una società a responsabilità limitata da tre soldi (o da un euro?)*, in *Riv. soc.*, 2013, 1093.
- SPOLIDORO, *Conferimenti in natura nelle società di capitali*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società - Vol. I*, Torino, 2006, 489.
- SPOLIDORO, *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in RESCIGNO - SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, Milano, 2004, 28.
- SPOLIDORO, *I conferimenti in denaro*, in COLOMBO - PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni - Vol. I***, Torino, 2004, 247.
- SPOLIDORO, *Capitale sociale (voce)*, in *Enciclopedia del diritto - Aggiornamento - Vol. IV*, Milano, 2000, 235.
- SPOLIDORO, *Capitale sociale, valore nominale delle azioni e delle quote e transizione all'euro*, in *Riv. soc.*, 1999, 348.
- SPOLIDORO, *Riflessioni sulle norme relative al valore nominale delle azioni e sulle operazioni di aumento del capitale nelle società per azioni*, in *Foro padano*, 1997, 50.
- SPOLIDORO, *Il capitale sociale*, in ABBADESSA - ROJO (a cura di), *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, Milano, 1993, 59.
- STAGNO D'ALCONTRES, *L'invalidità delle deliberazioni dell'assemblea di s.p.a. La nuova disciplina*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società - Vol. II*, Torino, 2006, 167.
- STANGHELLINI, *Commento all'art. 2447 c.c.*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Milano, 2016, 2729.
- STANGHELLINI, *Limiti alla circolazione delle azioni - Commento all'art. 2355 bis*, in MARCHETTI - BIANCHI - GHEZZI - NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, 559.
- STANGHELLINI, *La crisi dell'impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007.
- STELLA RICHTER jr, *Euro e diritto delle società*, in *Riv. notariato*, 1999, 913.
- STELLA RICHTER jr, *Cedole di azioni di società e circolazione del diritto di opzione*, in *Giur. comm.*, 1990, 436.
- STOUT, *The Mechanism of Market Inefficiency: an introduction to the new finance*, in *The Journal of Corporation Law* (2003).
- STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012, 605.
- STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori*, Torino, 2009, 81.
- TANTINI, *Riflessioni in tema di riduzione del capitale sociale per esuberanza (e di oggetto sociale)*, in *Giur. comm.*, 1977, 72.
- TINA, *Trasferimento di partecipazioni societarie ed annullamento del contratto*, in *Giur. comm.*, 2008, 103.

- TIROLE, *The Theory of Corporate Finance*, Pinceton, 2006.
- TOMBARI, *Principi e problemi di "diritto societario della crisi"*, in *Riv. soc.*, 2013, 1138.
- TOMBARI, *la nuova struttura finanziaria delle società per azioni. Corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario*, in *Riv. soc.*, 2004, 1082.
- TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. soc.*, 2002, 1087.
- TRIMARCHI, *Invalidità delle deliberazioni di assemblea*, Milano, 1958.
- TUCCI, *Limiti alla circolazione delle azioni*, in ABBADESSA - PORTALE *La società per azioni oggi - Liber amicorum Gian Franco Campobasso - Vol. II*, Milano, 2006, 617.
- URSEL *Rights Offerings and Corporate Financial Condition*, in *Financial Management* (2006), 31.
- VALZER, *Commento ai commi 4 e 5 dell'art. 2346*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Milano, 2016, 772.
- VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Torino, 2012
- VENTORUZZO - SANDRELLI, *Riduzione del capitale sociale, artt. 2445 - 2447 c.c.*, in SCHLESINGER (diretto da), *Il Codice Civile - Commentario*, Milano, 2013, 5.
- VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso*, in *Riv. soc.*, 205, 309.
- VICARI, *I doveri degli organi sociali e dei revisori in situazioni di crisi d'impresa*, in *Giur. comm.*, 2013, 128.
- VIGGIANI, *Commento all'art. 2329 c.c.*, in ABBADESSA - PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Milano, 2016, 212.
- VIGHI, *I diritti individuali degli azionisti*, Parma, 1902.
- VISENTINI, *Azioni di società*, in *Enciclopedia del diritto - Vol. IV*, Milano, 1959, 967.
- VISENTINI, *Compatibilità del soprapprezzo con il diritto d'opzione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1961, 26.
- VITALI, *Profili di diritto societario delle «proposte concorrenti» nella "nuova" disciplina del concordato preventivo*, in *Riv. soc.*, 2016, 870.
- VIVANTE, *La riforma del codice di commercio*, Roma, 1923.
- VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale - Vol. II*, Torino, 1903.
- WIEDEMANN, *§ 186 AktG*, in *Großkommentar*, Berlino, 1995.
- WINTER - GARRIDO GARCIA - HOPT - RICKFORD - G. ROSSI - SCHANS CHRISTENSEN - SIMON, *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, in www.ecgi.org (2002).
- WYMEERSCH, *Reforming the Second Company Law Directive*, in www.ssrn.com (2006).
- ZAFFARONI, *Sul soprapprezzo nell'emissione di azioni*, in *Riv. soc.*, 1964, 581.

INDICE DELLA GIURISPRUDENZA

Corte di cassazione, 22 giugno 2017, n. 15470.

Corte di cassazione, 31 agosto 2016, n. 17441.

Corte di cassazione a Sezioni unite, 23 gennaio 2013, n. 1521.

Corte di cassazione, 7 novembre 2008, n. 26842.

Corte di cassazione 8 febbraio 2005, n. 2538.

Corte di cassazione 22 giugno 1990, 6300.

Corte di cassazione, 28 giugno 1980, n. 4089.

Corte di Appello di Milano, 13 luglio 1996, in *Riv. not.*, 1996, 1524.

Tribunale di Roma, 21 novembre 2016, in www.giurisprudenzadelleimprese.it.

Tribunale di Milano, 11 ottobre 2016, in www.giurisprudenzadelleimprese.it.

Tribunale di Genova, 23 febbraio 2016, in www.giurisprudenzadelleimprese.it.

Tribunale di Milano, 12 febbraio 2016, in www.giurisprudenzadelleimprese.it.

Tribunale di Roma, 25 novembre 2015, in www.giurisprudenzadelleimprese.it.

Tribunale di Roma, 16 novembre 2015, in www.giurisprudenzadelleimprese.it.

Tribunale di Roma, 27 ottobre 2015, in www.giurisprudenzadelleimprese.it.

Tribunale di Roma, 28 settembre 2015, in www.giurisprudenzadelleimprese.it.

Tribunale di Roma, 30 luglio 2015, in www.giurisprudenzadelleimprese.it.

Tribunale di Milano, 8 luglio 2015, in www.giurisprudenzadelleimprese.it.

Tribunale di Milano, 19 giugno 2015, in www.giurisprudenzadelleimprese.it.

Tribunale di Roma, 27 ottobre 2014, in *Giur. comm.*, 2015, 1375.

Tribunale di Milano, 7 febbraio 2006, in *De Jure*.

Tribunale di Milano 31 gennaio 2005, in *De Jure*

Corte di Giustizia dell'Unione europea, 18 dicembre 2008, C-388/06, Commissione c. Regno di Spagna.