

UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL SACRO CUORE  
MILANO

DOTTORATO DI RICERCA IN ISTITUZIONI E IMPRESA NEL DIRITTO  
INTERNO E COMPARATO. PROFILI PENALI, COSTITUZIONALI E  
COMMERCIALI  
CICLO XXIX  
IUS/04 DIRITTO COMMERCIALE

L'AUMENTO DI CAPITALE SOCIALE DELEGATO NELLE SOCIETÀ PER  
AZIONI DI: MARCELLO GIULIANO  
MATRICOLA: 4211953

COORDINATORE CHIAR. MO PROF. GABRIO FORTI  
TUTOR: CHIAR. MO PROF. GIUSEPPE A. RESCIO

ANNO ACCADEMICO 2015/2016

DOTTORATO DI RICERCA IN ISTITUZIONI E IMPRESA NEL DIRITTO  
INTERNO E COMPARATO. PROFILI PENALI, COSTITUZIONALI E  
COMMERCIALI  
CICLO XXIX  
IUS/04 DIRITTO COMMERCIALE

L'AUMENTO DI CAPITALE SOCIALE DELEGATO NELLE SOCIETÀ PER  
AZIONI

COORDINATORE CHIAR. MO PROF. GABRIO FORTI

TESI DI DOTTORATO DI: MARCELLO GIULIANO  
MATRICOLA 4211953

ANNO ACCADEMICO 2015/2016

# L'AUMENTO DI CAPITALE SOCIALE DELEGATO NELLE SOCIETÀ PER AZIONI

## *Capitolo I – Introduzione*

- 1) *La nuova visione del rapporto assemblea amministratori.*
- 2) *Autonomia statutaria tra società aperte e società chiuse;*
- 2) *Delega all'aumento del capitale sociale;*
- 3) *L'aumento di capitale sociale nell'ordinamento statunitense dai pre-emptive rights alla disciplina attuale;*
- 4) *Di alcuni limiti al potere degli amministratori nell'emissione di nuove azioni;*
- 5) *La disciplina del diritto di opzione nel contesto europeo e lo spostamento di competenza in capo all'organo amministrativo.*

## *Capitolo II - Aumento delegato, disciplina del diritto di opzione e poteri dell'organo amministrativo*

- 1) *Analisi del fenomeno nel vigore del codice del commercio, funzione della delega e tutela dei soci: dal recesso al sovrapprezzo;*
- 2) *Aumento di capitale delegato all'organo amministrativo dal codice del 1942 alla miniriforma del 1986;*
- 3) *Aumento delegato e diritto di opzione;*
- 4) *Aumento delegato e sovrapprezzo di emissione in costanza del diritto di opzione, poteri dell'organo amministrativo nella fase della prelazione e del collocamento dell'inoptato;*
- 5) *Esclusione del diritto di prelazione e delega all'organo amministrativo.*
- 6) *Delega all'aumento in opzione nelle società quotate: criticità applicative e tecnica del prezzo aperto*

## *Capitolo III - Aumento di capitale delegato ed esclusione del diritto di opzione*

- 1) *Esclusione del diritto di opzione e delega all'organo amministrativo. Individuazione del contenuto minimo della clausola statutaria attributiva del potere delegato;*
- 2) *L'aumento delegato con esclusione del diritto di sottoscrizione nella srl: comparazione tra tipi*
- 3) *Sovrapprezzo e delega all'aumento del capitale con esclusione del diritto di opzione;*
- 4) *La misura minima del sovrapprezzo e tutele dei soci;*
- 5) *Momento esecutivo della deliberazione consiliare e scansione del procedimento;*
- 6) *Momento di determinazione del prezzo di emissione ed esercizio del potere delegato;*

- 7) *Bilanciamento tra l'interesse individuale alla conservazione della quota proporzionale e l'interesse collettivo ad opera dell'organo amministrativo nelle spa chiuse e nelle spa quotate;*
- 8) *Parità di trattamento quale limite al potere deliberativo dell'organo delegato?*
- 9) *Società quotate, esclusione semplificata del diritto di opzione e delega all'aumento del capitale sociale all'organo amministrativo;*
- 10) *Una lettura coerente del parametro di determinazione del prezzo;*
- 11) *Il capitale preesistente;*
- 12) *Esclusione statutaria del diritto di opzione e compatibilità con la II direttiva Comunitaria;*
- 13) *Delega all'organo amministrativo ed esclusione statutaria del diritto di opzione;*
- 14) *Momento esecutivo dell'operazione di aumento delegato con riferimento all'esclusione semplificata del diritto di opzione.*

#### *Capitolo IV- Aumento delegato, emissione di azioni speciali e tutela dei soci di categoria*

- 1) *Premessa;*
- 2) *Delegabilità della determinazione del contenuto del privilegio e submodelli azionari;*
- 3) *Libera scelta delle categorie azionarie già in circolazione;*
- 4) *La nozione di pregiudizio di categoria nella delibera di aumento di capitale sociale: riflessi e problematiche concernenti il rapporto tra tutela degli azionisti speciali ed esercizio del potere delegato. Diversa configurazione della nozione di pregiudizio a seconda del submodello azionario.*

## SOMMARIO

*Il lavoro si propone di analizzare nell'ambito della disciplina dell'aumento delegato i poteri delegabili e i poteri impliciti dell'organo amministrativo con particolare riferimento alla disciplina dell'opzione e dell'esclusione del diritto di opzione.*

*La tesi, partendo dall'analisi storico – comparatistica della delega di competenze, intende perseguire l'obiettivo di differenziare a livello interpretativo la disciplina, apparentemente unitaria dettata dall'art. 2443 c.c., a seconda del fatto che la delega venga attribuita nell'ambito di una società per azioni chiusa o quotata in un mercato regolamentato.*

*Le conclusioni alle quali si è giunti portano a riconoscere una più ampia autonomia statutaria in materia di società per azioni aperta rispetto a quanto sia possibile riconoscere nell'ambito di una società per azioni chiusa.*

*E precisamente, la disciplina viene differenziata a seconda del tipo concreto in relazione sia al tema dell'esclusione del diritto di opzione sia in relazione ai poteri inerenti alla fissazione del sovrapprezzo.*

*L'analisi viene svolta partendo dalla disciplina del diritto di opzione per giungere ad una valutazione negativa dell'istituto con riguardo alla disciplina del tipo azionario aperto.*

*Successivamente si passa ad affrontare il tema dell'esclusione del diritto di opzione e del contenuto minimo che la delega può avere differenziandosi la disciplina a seconda del ricorso o meno della società al mercato dei capitali.*

*La trattazione si diffonde sulla possibilità di riconoscere maggiore discrezionalità all'organo amministrativo nell'ambito di una società quotata in ragione sia dei poteri di autotutela che l'esistenza di un mercato regolamentato assicura ai soci (in termini di disinvestimento e di investimento dalla e nella società) soprattutto avuto riguardo al tema dell'esclusione semplificata del diritto di opzione prevista dall'art. 2441 co. 4 c.c. sia in relazione alla tutela informativa assicurata dalla disciplina secondaria che integra il dettato normativo codicistico.*

*Si esaminano successivamente i momenti esecutivi dell'operazione con particolare riguardo alla fase della determinazione del prezzo di emissione.*

*L'analisi viene condotta tenendo anche in considerazione la disciplina prevista in tema di società a responsabilità limitata a supporto delle conclusioni raggiunte in tema di società per azioni chiusa.*

*Il lavoro inoltre si concentra sull'individuazione di eventuali limiti alla discrezionalità dell'organo amministrativo guardando alla necessità o meno di rispettare il principio di parità di trattamento. Con riferimento a quest'aspetto si propone di differenziare ulteriormente la disciplina a seconda che la società ricorra o meno alla quotazione verificando la compatibilità delle soluzioni raggiunte con la disciplina della Seconda Direttiva Comunitaria.*

*Infine la trattazione si conclude con l'esame dei poteri attribuibili all'organo amministrativo in relazione alla possibilità di emettere azioni speciali di categoria e l'incidenza che tale potere può sulla posizione degli azionisti speciali.*

*Infatti, proprio in relazione a quest'ultima fattispecie, si propone nuovamente di differenziare la disciplina tra società chiuse e aperte proponendosi sia la legittimità di eventuali deleghe atipiche in relazione alla scelta del contenuto delle azioni speciali sia in relazione alla nozione di pregiudizio rilevante ai fini dell'attivazione del rimedio delle assemblee speciali.*

*Con riguardo a quest'ultimo aspetto si ritiene di valutare la possibilità di differenziare la rilevanza o meno del pregiudizio indiretto a seconda del fatto che il contesto concreto di riferimento permetta ai soci di categoria di autotutelarsi mediante le tutele compensative date dal ricorso alla quotazione da parte della società secondo il paradigma interpretativo assunto a fondamento proprio dell'esclusione semplificata del diritto di opzione.*

## Capitolo I

### INTRODUZIONE

*Sommario: 1) La nuova visione del rapporto assemblea amministratori. 2) Autonomia statutaria tra società aperta e società chiusa 3) Delega all'aumento del capitale sociale ; 4) L'aumento di capitale sociale nell'ordinamento statunitense dai pre-emptive rights alla disciplina attuale; 5) Di alcuni limiti al potere degli amministratori nell'emissione di nuove azioni; 6) La disciplina del diritto di opzione nel contesto europeo e lo spostamento di competenza in capo all'organo amministrativo.*

#### *1) La nuova visione del rapporto assemblea amministratori*

Il rapporto assemblea amministratori è stato a lungo centrale nel dibattito sulla *governance* azionaria italiana e straniera.

L'ordinamento interno ha visto, anche in considerazione dell'evoluzione del fenomeno imprenditoriale, all'esito della riforma del diritto societario del 2003, un radicale spostamento e accentramento di poteri a favore dell'organo gestorio.

Le ragioni di fondo di questo decentramento di funzioni sono state ispirate ad una logica produttivistica affine ai modelli statunitensi muovendo da scelte di politica legislativa funzionali alla promozione di istanze efficientistiche a discapito di quelle partecipative<sup>1</sup>.

Il culmine di questo processo di *deregulation* si cristallizza nell'art. 2380 bis c.c., norma che, come noto, affida la gestione dell'impresa esclusivamente all'organo amministrativo.

L'assemblea dei soci viene esclusa dalle dinamiche di gestione corrente e straordinaria lasciando solamente la possibilità agli statuti di attribuire all'organo assembleare poteri di mera autorizzazione rispetto alle scelte gestorie dell'organo amministrativo, non deresponsabilizzanti.

L'art. 2364 infatti fa espressamente riferimento al fatto che l'autorizzazione non comporta uno scarico di responsabilità dell'organo amministrativo anche ove il responso assembleare in ordine al compimento di quel determinato affare sia positivo.

Il sistema di ripartizione delle competenze oggi vigente origina dalla legge delega che, invero, stabiliva qualcosa di diverso e precisamente affidava al legislatore delegato la possibilità di attribuire all'organo amministrativo la gestione (e non necessariamente tutta) dell'impresa comportando l'assunzione

---

<sup>1</sup> Per una prima analisi del fenomeno del decentramento di funzioni spiegato in un'ottica di efficienza del sistema cfr. F. D'Alessandro, *Gestione dell'impresa e rapporti tra assemblea e amministratori nella riforma societaria*, in *La Società per azioni oggi, tradizione attualità e prospettive*, Atti del convegno di Venezia, 10 -11 novembre 2006, a cura di P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventoruzzo, 2007, 719 ss. dello stesso A. *La provincia del diritto societario (ri) determinata: ovvero esiste ancora il diritto societario?* In *Riv. Soc.* 2003, I, 34 ss.

dell'esclusiva responsabilità in ordine alle scelte concretamente poste in essere<sup>2</sup>. Nonostante il sospetto che il legislatore delegato abbia ecceduto i confini imposti dalla legge delega non si può non prendere atto della scelta legislativa che propende verso una *governance* di matrice managerialista.

A fianco di questa modifica si è assistito ad un'ulteriore tendenza al decentramento di poteri in favore dell'organo amministrativo sulla base sempre della previsione della legge delega che permetteva agli statuti delle società di delegare al management funzioni tipicamente assembleari, purchè ciò non comportasse una lesione dei diritti dei soci<sup>3</sup>. La formulazione, rivelatasi invero vaga e inefficace, si pone in contrasto non solo con gli esiti applicativi cui è giunto il legislatore ordinario ma anche con la stessa legge delega in quanto espressamente prevedeva la possibilità di delegare al consiglio di amministrazione, differenziando la disciplina per le società chiuse e le società aperte, sia l'aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione sia la fusione per incorporazione di società posseduta almeno al 90%.

È evidente come in entrambe le fattispecie l'esercizio della delega incida significativamente sui diritti degli azionisti. Ne consegue che, a parer di chi scrive, non è possibile trarre dalle linee direttive della legge delega un criterio interpretativo unitario al fine di giustificare interpretazioni più o meno orientate verso un decentramento delle competenze in relazione alle disposizioni vigenti in materia di delega.

Il legislatore delegato ha al contempo previsto non solo la possibilità di delegare all'organo gestorio le operazioni precedentemente menzionate, ma l'art. 2365 c.c. oggi consente all'assemblea di delegare all'organo amministrativo attraverso una modificazione dello statuto l'istituzione o la soppressione di sedi secondarie, l'indicazione di quali degli amministratori hanno la rappresentanza della società, la riduzione del capitale in caso di recesso del socio, gli adeguamenti dello statuto a disposizioni normative e il trasferimento della sede sociale nel territorio nazionale ferma restando l'applicazione dell'art. 2436 c.c. con riferimento alla pubblicità della deliberazione.

Invero le ipotesi di delega all'organo amministrativo espressamente previste dalla legge non si fermano qua ma si trovano altre fattispecie che prevedono la delega di funzioni propriamente assembleari all'organo gestorio e precisamente, l'art. 2446 co. 3 c.c. in tema di riduzione del capitale sociale per perdite e l'art. 2420 ter c.c. in tema di emissione di obbligazioni convertibili. Più precisamente la prima disposizione permette all'assemblea, ove la società abbia azioni senza valore nominale, di delegare, senza necessariamente modificare lo statuto, ma con le maggioranze previste a tal fine, all'organo amministrativo la riduzione del capitale per l'ipotesi in cui la perdita di oltre un terzo riscontrata durante un primo esercizio si rimanesse nell'esercizio successivo.

---

<sup>2</sup> Notano il distacco tra legge delega e legge di attuazione P. Abbadessa, A. Mirone, *La competenza dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. Soc.* 2010, 270 ss.

<sup>3</sup> Sul fenomeno della delega di funzioni vedi già da prima della riforma G. D. Mosco, *Le deleghe assembleari nella società per azioni*, Milano, 2000, 23 ss. e oggi in chiave diversa cfr. S. Cerrato, *Le deleghe di competenze assembleari nella società per azioni*, Milano, 2009.

Infine è parimenti delegabile con modifica dello statuto la decisione di approvazione del progetto di fusione in caso di società posseduta interamente al 100%.

La distribuzione delle competenze all'interno della S.p.A. è stata efficacemente descritta come un sistema di vasi comunicanti a struttura quasi unidirezionale<sup>4</sup>. E ciò alla luce del fatto che l'assemblea da un lato può delegare una serie di funzioni di natura organizzativa<sup>5</sup> mentre dall'altro non può statutariamente avocare a sé decisioni di natura gestoria al di là della possibilità sopra menzionata di rilasciare semplici autorizzazioni.

La direzione seguita a seguito della riforma è evidentemente ispirata al modello statunitense caratterizzato, diversamente dal nostro e dagli ordinamenti continentali, da un forte separazione tra proprietà e controllo che conduce necessariamente<sup>6</sup> all'accentramento del potere gestorio nelle mani dell'organo amministrativo con una quasi completa esautorazione dei soci dalla gestione dell'impresa.

La ragione del decentramento di molte competenze nell'ordinamento statunitense si spiega proprio in relazione alla suddetta separazione tra proprietà e controllo e in base alle considerazioni in ordine all'apatia razionale degli azionisti che, in ragione della scarsa percentuale di azioni detenute, non avrebbero interesse a partecipare alla gestione dell'impresa. La partecipazione alla corporation è vista, quantomeno tradizionalmente, come una forma d'investimento funzionale ad essere disinvestito e, pertanto l'ordinamento prendendo atto di questo dato del reale ha, sia a livello generale nel R.M.B.C.A. sia a livello federale (principalmente nello Stato del Delaware), ripartito l'ordine delle competenze in funzione della centralità del board.

A seguito della crisi dei mercati e dello scandalo Enron, l'amministrazione Obama ha modificato in molti punti la legge generale attribuendo linfa alla funzione assembleare soprattutto in relazione alla periodicità della nomina e revoca dei componenti dell'organo amministrativo.

La rivitalizzazione dell'assemblea nell'ordinamento statunitense viene considerata una risposta, in termini di trasparenza sulla gestione, volta a prevenire agli abusi perpetrati dal management.

Questo punto di arrivo o forse di partenza è stato giustificato dall'esistenza di soci portatori di interessi qualificati e il cui investimento non dovrebbe essere funzionalizzato in un'ottica short term e precisamente si tratta dei c.d. *hedge funds*.

---

<sup>4</sup> S. Cerrato, *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il sovrano ha veramente abdicato?* In *Riv. Dir. Civ.* 2009, II, 133 ss.

<sup>5</sup> Tra le quali rientra sicuramente l'aumento del capitale reale.

<sup>6</sup> Cfr. per tutti A. Berle jr. – G. C. Means, *The modern corporation and Private Property: The MacMillan Company*, New York, 1934 trad. *Società per azioni e proprietà privata*, Einaudi, Torino 1966. Giustifica in termini di scelte politiche la separazione tra proprietà e controllo invece M. J. Roe, *Some differences in Corporate Structure in Germany, Japan and United States*, 102, *Yale L. Journal*, 1993, 1927 e soprattutto dello stesso A. *Strong Managers, Weak Owners. The political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 1994 in trad. it. *Manager forti azionisti deboli. Economia, finanza e scelte politiche alle radici della corporate governance*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1997. Per una critica a questo modello di governance managerialista cfr. L. A. Bebchuck, *The case for increasing shareholders power*, in *Harvard L. Rev.* 2005, 1 ss. e oggi invece a seguito delle numerose riforme del sistema statunitense sempre dello stesso A. *The myth that insulation board serves long term value*, in *Col. L. Rev.* 2013, 1 ss.

La riscoperta del ruolo dell'assemblea muove pertanto dall'esigenza di controllo nonché di riduzione dei costi di agenzia ma si presta a numerose obiezioni<sup>7</sup> legate principalmente al fatto che il legame tra consiglio di amministrazione e soci in un contesto che comunque continua ad essere a proprietà diffusa, genererebbe un condizionamento da parte dei primi in funzione dell'assunzione di politiche d'investimento a breve termine non rispondenti all'esigenza di conservazione dell'impresa anche in un'ottica di tutela dei soci futuri. Ciò dal momento che la presenza degli *hedge funds* è comunque relativa e la gestione intermediata del risparmio è concentrata nelle mani degli investitori istituzionali la cui funzione è principalmente legata al *trading* azionario di breve termine in base alla diversificazione del portafoglio degli investimenti. Il condizionamento da parte dei soci della gestione sociale è vista negativamente proprio da parte di chi crede che l'interesse perseguito dal board debba essere un interesse non di breve ma di lungo termine e ciò in ragione della propensione dei soci minimi al perseguimento di politiche gestorie altamente speculative idonee come tali a rendere incapace l'impresa di autoperpetuarsi nel corso del tempo ma semplicemente a produrre utili nell'immediato al fine di incrementare il valore azionario e permettere un rapido disinvestimento dei capitali a condizioni migliori di quelle originarie.

Accanto a queste considerazioni occorre ricordare che, sempre nel contesto statunitense altra parte della dottrina, ascrivibile al movimento noto come *team production theory*<sup>8</sup>, sostiene la necessità di assicurare centralità al *board* per ragioni diverse, legate ad una visione fortemente istituzionalista del fenomeno imprenditoriale.

In altre parole la determinazione dell'interesse sociale spetterebbe all'organo amministrativo in quanto, diversamente dai soci che non sono tenuti a perseguire un interesse diverso da quello proprio, avrebbe la funzione di mediare tra i vari interessi afferenti al fenomeno imprenditoriale conciliandoli con quello strettamente lucrativo<sup>9</sup>. La centralizzazione del potere del board giustificata in termini di mediazione degli interessi di altri soggetti conduce ad una relativizzazione del concetto di interesse sociale e ad una visione dello stesso in termini negativi determinandosi la perdita di un parametro di condotta

---

<sup>7</sup> Nell'ambito della dottrina statunitense cfr. S. Beinbridge, *Preserving director primacy from managing shareholders intervention*, Ucla L. Rev. 2013. Dello stesso A. cfr. *Directors primacy and shareholders disempowerment*, in 199 *Harvard L. Rev.* 2006, 1 ss. l'obiettivo di Beinbridge, consistente nel mantenimento della centralità del ruolo del board in un sistema a proprietà diffusa, si giustifica pur sempre in un'ottica contrattualistica. Più precisamente l'accentramento delle competenze in capo al board trova una giustificazione per motivi di efficienza della gestione. Obiettivo quest'ultimo difficilmente realizzabile attraverso il procedimento assembleare. Ciò che però preme ricordare è che l'esaltazione del ruolo del consiglio di amministrazione si spiega solo in ragione di quanto appena detto e di quanto rilevato nel testo e non in funzione della tutela di interessi esterni al fenomeno societario quali quelli di tutti quei soggetti che intessono rapporti con l'impresa pur non partecipandone al rischio imprenditoriale. La tesi di S. Beinbridge dunque, pur giungendo a risultati analoghi, muove da premesse teoriche molto diverse da quelle che stanno alla base della c.d. *team production theory*.

<sup>8</sup> L. A. Stout, *The mythical benefits of shareholders control*, in *UCLA L. Rev.*, 2006.

<sup>9</sup> Per una visione affine all'interno del nostro ordinamento cfr. C. Angelici, *La società per azioni e gli "altri"*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, in ricordo di Pier Giusto Jaeger, 2010, 45 ss. e più di recente dello stesso A. *La società per azioni. Principi e Problemi*, in Trattato di diritto civile e commerciale a cura di A. Cicu e F. Messineo, 2012.

dell'organo gestorio che a certe condizioni può condurre ad una deresponsabilizzazione anche a fronte di condotte e decisioni che, proprio in ragione del perseguimento di interessi alieni al fenomeno sociale, potrebbero determinare una riduzione del valore delle partecipazioni dei soci.

Al di là delle considerazioni critiche che si possono muovere a quest'impostazione, che ricorda tanto la teoria tedesca dell'impresa in sé, di matrice nazional socialista, legate soprattutto all'assenza di dati normativi idonei a giustificare tale indirizzo<sup>10</sup>, nonché come ricordato alla conseguenza della quasi totale deresponsabilizzazione dell'organo stesso di fronte ai soci, la centralità della posizione dell'organo amministrativo e il suo isolamento dall'organo assembleare sono più convincentemente giustificabili per ragioni di efficienza e del disinteresse partecipativo dei soci nell'ambito di società per azioni caratterizzata da una notevole dispersione dell'azionariato, rimanendo fermo che l'obiettivo della gestione non possa essere diverso dalla massimizzazione del valore della partecipazione<sup>11</sup>. Massimizzazione del valore della partecipazione che può realizzarsi sia in una prospettiva di breve come di lungo termine a seconda della discrezionalità dell'organo amministrativo, comunque coperta dalla regola della *Business Judgement rule*. Certo è evidente come tanto più l'organo amministrativo subisce il condizionamento dei soci speculatori quanto più la gestione non potrà che essere orientata in un'ottica di breve termine. Diversamente un minor condizionamento dell'organo amministrativo favorirebbe l'assunzione di scelte orientate alla conservazione dell'impresa in un'ottica di lungo termine. E ciò si spiegherebbe in ragione del fatto che la propensione al rischio è maggiore per i soci rispetto a quanto non avviene per gli amministratori. La diversificazione del portafoglio degli investimenti porta a ridurre l'avversione al rischio, mentre diversamente l'organo amministrativo ha la naturale vocazione al mantenimento della stabilità della sua posizione che verrebbe compromessa da un gestione rischiosa<sup>12</sup>. Inoltre occorre ricordare che la partecipazione del socio alla gestione sociale si giustifica, *a latere socii*, quando quest'ultimo concentra il proprio investimento all'interno di un'impresa e questo costituisce

---

<sup>10</sup> Anche se si è soliti giustificare tale approccio attraverso alcuni indizi normativi che pur essendo di scarso rilievo potrebbero giustificare in astratto simili conclusioni. (Cfr. l'art. 2497 c.c. e l'art. 103 co. 3 bis T.u.f.) La prima disposizione rinviando ai principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale della società, vorrebbe utilizzare i due aggettivi non attribuendogli lo stesso significato ma enfatizzando la diversità del fenomeno dell'impresa da quello di società, esaltandone il contenuto oggettivo del fenomeno imprenditoriale. L'art. 103 co. 3 bis tuf invece in materia di opa impone, in caso di lancio di un'opa, all'organo amministrativo di rilasciare un comunicato agli azionisti con cui si esprime una valutazione degli effetti dell'opa sull'impresa nonché sull'occupazione e la localizzazione dei siti produttivi nonché in relazione alle ripercussioni che il cambio del controllo avrebbe sull'occupazione. Infine occorrerebbe tenere in considerazione anche l'art. 173 del *Companies Act* secondo cui la condotta degli amministratori dovrebbe tenere in considerazione, nell'ambito dell'esercizio dell'attività gestoria, tutta quella serie di interessi che ruotano attorno al fenomeno societario. Per la critica a quest'impostazione si rinvia a R. Sacchi, *L'interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, nonché M. S. Spolidoro, *Appunti sull'interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, in ricordo di Pier Giusto Jaeger, 2010, p. 144 ss. e 179 ss.

<sup>11</sup> Cfr. sul punto sia pur anteriormente alla riforma R. Waigmann, *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, 1975, 123-124.

<sup>12</sup> Sul punto si anticipano già le considerazioni svolte da N. Robiglio, *Delega all'aumento del capitale e d.p.r. n.30/1986*, in *Riv. Soc.* 1991, 657 ss.

parte rilevante del patrimonio. Diversamente ove la partecipazione del socio svolga una funzione di mero investimento i costi della partecipazione e del monitoraggio sarebbero superiori ai benefici proporzionalmente conseguibili, senza contare il fatto che, a fronte di tali comportamenti si innescano fenomeni di *free raiding* degli altri soci e di azione collettiva che costituiscono un ulteriore disincentivo alla partecipazione.

Anche a voler ritenere che i costi di monitoraggio siano sufficientemente sostenibili da parte di soci speculatori, ove raggiungano partecipazioni sociali di una misura rilevante<sup>13</sup>, occorre ricordare che l'attivazione di strumenti di autotutela quali azioni di responsabilità da parte della minoranza, impugnazioni delle delibere consiliari, denuncia al collegio sindacale o al tribunale, pur potendo apparentemente costituire dei validi contrappesi alla concentrazione del potere in capo agli amministratori, risultano scarsamente praticati dal momento che produrrebbero un effetto domino sul valore dei titoli con una conseguente perdita secca in capo agli stessi soci di minoranza<sup>14</sup>.

Ed è sulla base di queste argomentazione che si ritiene che sia il disinvestimento lo strumento di maggiore autotutela del socio nell'ambito della società per azioni quotata caratterizzata da un ampio flottante. L'alienazione della partecipazione ove effettuata in misura rilevante conduce, come si vedrà, ad un condizionamento sulla gestione sociale a seguito della riduzione del valore delle azioni tanto da orientare gli amministratori verso scelte allocative diverse<sup>15</sup>.

E costituisce comunque un dato rilevante il fatto che il disinvestimento, ove la società sia caratterizzata da un mercato liquido, possa essere relativamente semplice anche avuto riguardo a partecipazioni di minoranza ma pur sempre rilevanti. Diversamente, in contesti caratterizzati da illiquidità del mercato, il disinvestimento è reso più difficile e potrebbe comportare l'insuccesso di una serie di ribassi azionari tali da riflettersi negativamente su tutta la compagine azionaria.

---

<sup>13</sup> E sotto questo profilo non è indifferente ricordare che gli investitori istituzionali hanno l'obbligo di non acquisire partecipazioni in misura superiore ad una certa soglia nell'ambito di una singola società proprio per assicurare una corretta gestione in un'ottica di differenziazione dell'investimento.

<sup>14</sup> Sul punto per tutti P. Montalenti, *La società quotata*, in AA. VV. Trattato di diritto commerciale diretto da G. Cottino, v. IV, t. 2 Padova, 2004 in particolare sull'assemblea.

<sup>15</sup> Di contrario avviso P. Abbadessa, *La società per azioni tra passato e futuro: l'assemblea*, in AA. VV., *La riforma delle società per azioni non quotate*, a cura di M. Porzio, M. Rispoli Farina e G. Rotondo, Milano, 2004, 43 ss. nonché dello stesso A. *L'assemblea nella spa: competenza e procedimento nella legge di riforma*, in *Giur. comm.* 2004, I, 542 ss. ad avviso del quale un massiccio disinvestimento da parte di una minoranza qualificata conduce, analogamente all'esercizio dei poteri di autotutela del socio, ad un effetto domino sul valore dei titoli pregiudicando gli azionisti minimi che ancora non hanno dismesso la propria partecipazione. E' per queste ragioni che l'A. propende per una rivitalizzazione del ruolo dell'assemblea anche nell'ambito delle spa quotate al fine di favorire una dialettica orientata alla tutela del valore dell'investimento. Certo è che la c.d. *Wall Street rule* perda di effettività in presenza di mercati illiquidi nei quali si assiste ad una forte concentrazione della proprietà azionaria. Da ciò conseguirebbe una forte difficoltà a disinvestire una partecipazione di minoranza comunque rilevante. Sul punto F. Bordiga, *Partecipazione degli investitori istituzionali nella s.p.a. e doveri fiduciari*, in *Riv. Soc.* 2013, I, 202 ss.

In questo diverso contesto la *voce* dovrebbe costituire una risposta efficace in termini di apertura e dialogo con il *management*.<sup>16</sup>

Accanto a queste considerazioni, occorre rilevare come l'organo amministrativo diversamente dai singoli soci, ha l'obbligo di perseguire l'interesse collettivo e lo spostamento della competenza in capo a quest'ultimo risulta giustificata in *un'ottica di efficienza* del sistema.

Il socio in assemblea non ha un obbligo di conformare il proprio voto all'interesse sociale<sup>17</sup> e pertanto l'esito del dibattito assembleare potrebbe condurre a soluzioni invero inefficienti per gli stessi soci.

In quest'ottica l'attribuzione di competenze esclusive o delegate al cda dovrebbe condurre all'assunzione di scelte che in ogni caso procurino un vantaggio alla collettività dei soci.<sup>18</sup>

Scelte che, se demandate alla deliberazione assembleare, potrebbero non essere assunte.

Un ulteriore rilievo che spinge verso l'attrazione della competenza in capo al consiglio di amministrazione è dato dalla presenza all'interno dello stesso di amministratori indipendenti e di amministratori nominati attraverso il voto di lista dalla minoranza.

Ciò dovrebbe in astratto assicurare una gestione indipendente e garante delle istanze di tutti i soci<sup>19</sup>.

Infine è sicuramente un dato di rilievo a favore della giustificazione della traslazione di competenze in favore dell'organo amministrativo soprattutto nell'ambito di società ad azionariato diffuso la tendenziale irresponsabilità dell'organo assembleare a fronte della responsabilità che tipicamente contraddistingue l'operato degli amministratori<sup>20</sup>.

---

<sup>16</sup> Ed è in quest'ottica che si può leggere la riforma del 2010 a seguito della quale si è assistito ad un incremento degli strumenti di partecipazione all'assemblea, oltre che ad una rivisitazione del concetto stesso di metodo collegiale per favorire la partecipazione di soci esterni. Prima della riforma del testo unico della finanza a seguito del recepimento della direttiva azionisti cfr. P. Abbadessa, *Il nuovo ruolo dell'assemblea nella società per azioni, Verso un nuovo diritto societario*, Associazione Disiano Preite, 2003, 164 ss.

<sup>17</sup> Per tutti cfr. T. Ascarelli, *Sui poteri della maggioranza assembleare ed alcuni loro limiti*, in Studi sulle società, 1950. L'unico limite che incontra è dato semplicemente dal non agire in conflitto d'interesse rispetto alla società e agli altri soci. Ciò evidentemente ove risulti possibile verificare, stante la dimensione della compagine, rapporti tra i singoli tali da lasciar presumere l'esistenza di un rapporto reciproco di correttezza.

<sup>18</sup> Contra P. Abbadessa, *L'assemblea: competenza*, in Trattato delle società per azioni diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, III, 1, Torino, 1994, 3 ss. il quale manifesta scetticismo sulla propensione managerialista in relazione all'interpretazione del precedente art. 2364 c.c. per quanto concerne i limiti inerenti l'autonomia statutaria in materia di ripartizione di competenze tra organo assembleare e consiglio di amministrazione. L'A. conclude sostenendo che in ogni caso l'interesse sociale è quello che origina dalla deliberazione assembleare in quanto interesse comune formatosi in ottemperanza al principio maggioritario. L'A. riprende in parte le considerazioni dell'opera precedente *La gestione dell'impresa nella società per azioni*, Milano, 1975 41 ss.

<sup>19</sup> Sul punto cfr. P. Sanfilippo, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nella società per azioni*, 2000, contra M. Stella Richeter, *La collegialità del consiglio di amministrazione tra ponderazione dell'interesse sociale e composizione degli interessi sociali*, in AA. VV., *Amministrazione e amministratori di società per azioni*, a cura di B. Libonati, Giuffrè, Milano, 1996.

<sup>20</sup> E' pur vero, ma ciò non confligge con quanto sostenuto nel testo, che nell'ambito di una società chiusa, spostare la responsabilità in capo al socio votante, è possibile in relazione alla minore difficoltà di ricostruire un comportamento scorretto nell'esercizio del voto dovuto alla minore dispersione dei soci che il mancato ricorso alla quotazione determina. Sul punto si rinvia a F. Guerrera, *La responsabilità deliberativa nelle società di capitali*, Giappichelli, Torino, 2004, 1 ss. in termini dubitativi R. Sacchi, *Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza*, in Liber Amicorum Gianfranco Campobasso, 2007, II, 145 ss. in termini di doveri fiduciari degli investitori istituzionali nei confronti dei soci della società partecipata cfr. F. Bordiga, nt. 15 appellandosi sul contenuto

La spersonalizzazione dell'azionariato impedisce o rende quantomeno difficile l'individuazione del soggetto responsabile in un certo senso analogamente a quanto avviene rispetto al fenomeno della responsabilità del funzionario nell'ambito del procedimento amministrativo<sup>21</sup>.

In tutto questo però occorre necessariamente ricordare che, in apparente controtendenza con le considerazioni appena svolte, l'ordinamento comunitario, seguendo l'approccio assunto nell'ambito dell'ordinamento statunitense, a seguito dell'emanazione della *shareholder's directive* ha inteso rivitalizzare la funzione dell'assemblea<sup>22</sup> favorendo la partecipazione dei soci attraverso una serie di modifiche che sono state recepite nel tuf e che, pur non avendo inciso sulla ripartizione delle competenze che rimane quella prevista dal codice civile, hanno incrementato gli strumenti di partecipazione dei soci al dibattito assembleare. Tra le modifiche più rilevanti sicuramente occorre ricordare la c.d. *record date*, la possibilità per i soci di minoranza di proporre domande prima della data in cui si tiene l'assemblea, il diritto di chiedere l'integrazione delle materie di cui all'ordine del giorno, nonché la riforma dell'istituto della sollecitazione delle deleghe di voto.

Se quindi da un lato si sono ampliati gli strumenti di partecipazione informata dei soci funzionale, come ricordato, ad un incremento del controllo sulla gestione, dall'altro si sono introdotti strumenti volti a favorire un interessamento a medio lungo termine dei soci di minoranza. Si pensi inizialmente all'istituto del dividendo maggiorato e oggi alla possibilità di prevedere la maggiorazione del voto<sup>23</sup>.

Si tratta di interventi legislativi funzionali ad evitare un isolamento del *board* e idonei a ravvicinare il consiglio di amministrazione ai soci.

La riforma del tuf intervenuta nel 2010 infatti è evidentemente dedicata ai soli soggetti titolari di partecipazioni rilevanti<sup>24</sup> in quanto i diritti informativi e partecipativi possono essere esercitati da chi

---

dell'art. 40 co. 1 lett. a tuf secondo cui le sgr: "devono comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati".

<sup>21</sup> Ed è per tale ragione che la giurisprudenza di legittimità, spinta dalla necessità di individuare comunque un responsabile, ha elaborato sia pur in un diverso contesto assimilabile a quello in questa sede trattato, la categoria della *colpa d'apparato*. Sul punto cfr. F. Fracchia, *Elemento soggettivo ed illecito civile della pubblica amministrazione*, Editoriale scientifica, 2009.

<sup>22</sup> Sottolineano l'opinabilità della funzione partecipativa degli investitori professionali a seguito della riforma del 2010 M. Erede – G. 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, 913 ss. mentre rilevando le profonde differenze strutturali tra fondi hedge e investitori istituzionali ritengono che solo la partecipazione dei primi risulta funzionale all'obiettivo di crescita di lungo periodo. I secondi naturalmente votati alla speculazione potrebbero esercitare i loro diritti di voce in funzione del perseguimento di meri obiettivi di breve periodo.

<sup>23</sup> Maggiorazione del voto che diversamente dall'istituto di cui all'art. 127 quater tuf spetta non ad una minoranza qualificata che detiene partecipazioni per un certo periodo di tempo, ma si estende a tutti i soci che possiedono azioni per il periodo considerato rilevante, con ciò risolvendosi in uno strumento ad uso preminente del socio di controllo al pari delle azioni a voto plurimo. È pertanto possibile obiettare rispetto alla funzionalità dello strumento della maggiorazione del voto quale incentivo alla partecipazione duratura dei soci di minoranza prodromico all'assunzione di una prospettiva di lungo termine.

<sup>24</sup> Cfr. per tutti P. Montalenti,  *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate*, in *Riv. Soc.* 2015, 957 ss. È bene ricordare che in ogni caso la partecipazione degli azionisti di minoranza, detentori di partecipazioni rilevanti, non necessariamente si risolve in una rivitalizzazione della funzione assembleare.

possiede solo una certa percentuale del capitale sociale favorendosi in questo modo la gestione intermediata del risparmio collettivo e scoraggiandosi invece la partecipazione individuale.

Se tutto questo vale rispetto alle società per azioni quotate non vale certamente per le società chiuse.

E credo che l'intervento legislativo del 2010 seguito dalle recenti riforme sulla maggiorazione del voto abbia accentuato ancora di più lo iato sussistente tra società per azioni chiusa e aperta non tenendo in considerazione il fatto che è proprio nella società chiusa, dove manca un mercato delle partecipazioni, che le istanze partecipative dei soci meritano di essere maggiormente tutelate<sup>25</sup>.

Anche a non voler distinguere la società aperta dalla società chiusa quali tipi sociali diversi<sup>26</sup> è innegabile che l'esistenza di un mercato azionario che faciliti il *disinvestimento* e allo stesso tempo l'*investimento* possa e in certi casi, come si vedrà, debba costituire il presupposto per interpretazioni del dato normativo in senso diverso a seconda del contesto di riferimento.

---

Distinguendo, a tal proposito, contesti azionari caratterizzati da una forte dispersione partecipativa da contesti a proprietà tendenzialmente concentrata, l'attivismo degli investitori istituzionali e dei soci titolari di pacchetti azionari rilevanti si manifesta principalmente in contesti extrassembleari, attraverso strategie di comunicazione riservata con il management meno costose e sicuramente più incisive. Sul punto cfr. A. Guaccero, *L'Attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea?* In *Riv. Soc.* 2016, 409 ss.

<sup>25</sup> Per tutti P. Abbadessa, *La gestione della società per azioni. Profili organizzativi*. Giuffrè 1975 41 ss. nonché V. Calandra Buonauro, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1985, 331 ss.

<sup>26</sup> Sul punto per tutti P. Spada, *Tipologia delle società e società per azioni quotata*, in *Riv. Dir. Civ.* 2000, I, 211 ss. in contrapposizione alla tesi di G. Oppo, *Sulla "tipicità" delle società quotate*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1999, II, 483 ss.

## 2) *Autonomia statutaria tra società aperte e società chiuse*

Il tema della delega dall'assemblea agli amministratori per l'aumento del capitale sociale è ascrivibile altresì al ruolo assunto dall'autonomia statutaria anche in un contesto come quello della società per azioni, tradizionalmente contraddistinta da una forte componente di norme inderogabili soprattutto in tema di rapporti tra organi.<sup>27</sup>

L'inderogabilità della disciplina rispetto alla ripartizione di competenze veniva giustificata in ragione della tutela di soggetti terzi. L'assetto inderogabile delle competenze infatti veniva spiegato in ragione del beneficio della responsabilità limitata da parte dei soci<sup>28</sup>. Qualsiasi deroga rispetto al modello legale avrebbe comportato un abuso dello strumento societario stante la tendenziale irresponsabilità dei soci nei confronti dei creditori sociali. In tempi successivi è stata data prova che l'alterazione del rapporto delle competenze attraverso una modifica dello statuto risultava indifferente alla posizione dei creditori sociali in quanto gli amministratori avrebbero avuto comunque un controllo sul momento esecutivo a seguito del quale avrebbero continuato a rimanere responsabili degli atti di gestione.<sup>29</sup>

Diversamente uno spostamento di competenza di funzioni dall'assemblea all'organo amministrativo su materie strettamente legate all'organizzazione non si giustificava in ragione del fatto che tale diversa ripartizione avrebbe determinato il rischio di abusi nei confronti delle minoranze prive all'epoca di strumenti di reazione nei confronti degli amministratori<sup>30</sup>. Occorre ricordare che mancava una disciplina sull'azione di responsabilità da parte della minoranza nonché una disciplina relativamente all'impugnazione delle deliberazioni consiliari. L'introduzione legislativa di questi strumenti di reazione ha permesso di ridefinire l'organizzazione societaria in senso funzionale ad un contesto dinamico anche in un'ottica di concorrenza tra ordinamenti<sup>31</sup>.

---

<sup>27</sup> Per tutti P. Spada, *La tipicità delle società*, Cedam, Padova, 1974; e dello stesso A. *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. Dir. Civ.* 1985, I, 95, nonché da ultimo P. Spada, M. Sciuto, *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. Colombo e G. B. Portale, Utet, 2004. Con specifico riferimento alla funzione organizzativa delle società di capitali e più in generale degli enti dotati di personalità giuridica cfr. F. Galgano, *Struttura logica e contenuto normativo del concetto di personalità giuridica*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1965, I, 553 ss. il quale riprendendo le tesi corporativistiche di O. Von Gierke aderiva ad una visione di persona giuridica quale soggetto distinto dai suoi partecipanti e come tale indifferente alle persone dei suoi componenti. La deriva di quest'approccio consisteva nella spiegazione per cui il beneficio della responsabilità limitata doveva essere necessariamente controbilanciato da un' assoluta inderogabilità del regime legale di competenze. La correlazione tra separazione patrimoniale e organizzazione corporativa aveva la funzione di evitare ogni eventuale abuso dello strumento giuridico.

<sup>28</sup> F. Galgano, nt. 27, 553 ss.

<sup>29</sup> Come efficacemente dimostrato da V. Calandra Buonauro, nt. 25.

<sup>30</sup> Sul punto G. Marasà, *Modifiche del contratto sociale e modifiche dell'atto costitutivo*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, VI, Torino, 1993 67 ss. nonché P. Abbadessa, *L'assemblea: competenza*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, III, Torino, 3 ss.

<sup>31</sup> Aspetto questo notato da R. Sacchi, *Autonomia statutaria, competizione tra ordinamenti e giurisprudenza comunitaria*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. Cian, Cedam, 2004, 157 ss.

Il rapporto tra autonomia statutaria e delega induce a riprendere il modello teorico che ha ispirato le scelte di politica legislativa della riforma del diritto azionario del 2003 ossia la *nexus of contract theory* e che ha avuto consacrazione nell'ordinamento statunitense grazie alla elaborazione dell'analisi economica del diritto.<sup>32</sup>

Il modello di partenza muove dalla considerazione per cui il contesto societario in realtà non è che la libera aggregazione di fasci di rapporti contrattuali in cui l'organizzazione imprenditoriale rimane fuori dal sistema per favorire la massima autonomia delle parti in un contesto di totale *deregulation* privo di norme inderogabili.

La virtù del modello sembra ispirarsi alla necessità di assicurare un contesto concorrenziale delle imprese in cui il mercato svolgerebbe una funzione purgatrice sanzionando le imprese inefficienti e valorizzando le imprese che adottano strutture di *governance* produttive.

Il modello teorico presuppone la piena informazione degli investitori, la trasparenza delle scelte di *governance* nonché la contendibilità del controllo. Quest'ultima favorita dalla dispersione dell'azionariato e dall'assenza di soci detentori di partecipazioni qualificate.

In questo contesto la cattiva gestione dell'impresa viene avvertita dal mercato che determina la svalutazione dei titoli esponendo la società stessa al rischio di *take over* ostili.

La scalata della società resa possibile dal deprezzamento del valore dei titoli condurrebbe alla sostituzione degli amministratori incapaci da parte dell'offerente il quale ripone un'aspettativa nella valorizzazione dell'impresa attraverso una gestione più efficiente.

Corollario di quanto detto dovrebbe essere la regola per cui il *management* non potrebbe ostacolare la scalata adottando misure difensive che si rivelerebbero funzionali esclusivamente al mantenimento dell'incarico e pregiudizievoli per gli investitori che si verrebbero privati della possibilità di ottenere un valore superiore rispetto al valore effettivo del titolo<sup>33</sup>.

Ciò presuppone logicamente che il mercato sia capace attraverso lo scambio di informazioni di rispecchiare il valore reale dell'impresa e che quindi conseguentemente non vi sia alcun tipo di asimmetria informativa tra i soci e il *management*<sup>34</sup>.

---

<sup>32</sup> Cfr. F. H. Eastbrook, D. R. Fischell, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University press, Cambridge Ma. – London, 1991 e trad. in lingua italiana in *L'economia della società per azioni, Un'analisi strutturale*, con presentazione di R. Weigmann, Giuffrè, Milano, 1996. Cui è seguita l'opera di C. Marchetti, *La nexus of contracts theory. Teorie e visioni del diritto societario*, Giuffrè, Milano, 2000.

<sup>33</sup> Coerentemente infatti gli AA. citati in nota 32 ritengono che l'organo amministrativo non possa ostacolare la scalata da parte dell'offerente pena il fallimento del modello teorico ipostatizzato. Cfr. infatti F. H. Eastbrook, D. R. Fischell, *The proper rule of target management in responding to a tender offer*, in *Harv. Law Review*, (94), 1981, 1161 ss.

<sup>34</sup> La teoria degli AA. precedentemente citati costituisce l'applicazione al contesto azionario della tesi di Coase sul rapporto tra principal e agent e sui costi di agenzia. Per un'analisi economica del teorema per tutti M. C. Jensen – W. H. Meckling, *The theory of the firm: Managerial Behavior, Agency costs and Ownership structure*, in *3 Journ. Fin. Ec.*, 1976, 305 ss.

La facoltà di disinvestimento degli investitori comportando un deprezzamento dei titoli dovrebbe indurre gli amministratori ad adottare politiche gestorie funzionali a tenere alto il valore di quotazione dei titoli stessi al fine di non rischiare la scalata ostile.

La tutela del socio in un modello di questo tipo è data dal disinvestimento più che dalla *voice* quale misura di contropotere idoneo a bilanciare la funzione amministrativa.<sup>35</sup>

E precisamente il diritto di *exit* connaturato allo strumento azionario diffuso è strumentale ad instaurare una dialettica tra soci e organo amministrativo idonea a correggere le politiche amministrative così come si potrebbe anche configurare come strumento di minaccia del socio di minoranza e di estrazione di benefici privati.<sup>36</sup>

Indipendentemente dalla valutazione sulle finalità sottese all'esercizio del diritto di disinvestimento del socio, è evidente come la bontà del modello teorico ipotizzato è riscontrabile nelle sole società aperte dove la possibilità di operare il disinvestimento è effettiva mentre viene a ridursi fino ad azzerarsi nelle società chiuse nell'ambito delle quali l'*exit* assurge a strumento di tutela in un numero di ipotesi più ampio che in passato ma comunque non certo parificabile al contesto di una società quotata. Inoltre la bontà del modello necessita di un mercato liquido idoneo a riflettere gli esiti della gestione proprio per favorire il disinvestimento ed è in quest'ottica che può individuarsi una sfera di materie sicuramente inderogabile dall'autonomia statutaria nell'ambito della spa aperta che è data dall'informazione al mercato e dall'informazione endosocietaria.

Ciononostante occorre ricordare che l'asimmetria informativa è un elemento ineliminabile anche in presenza di un assetto di norme inderogabili volte a favorire la tutela dell'informazione. Si veda per tutti l'art. 114 tuf che permette a certe condizioni alle società quotate di non dare comunicazione delle informazioni sociali al fine di evitare un pregiudizio derivante da fenomeni di insider trading.

Conseguenza di questo fenomeno è che il prezzo di mercato in certe occasioni potrebbe non riflettere perfettamente il valore reale dell'impresa ed è in quest'ottica che a mio avviso si dovrebbe giustificare la possibilità di *opt out* statutario rispetto alla regola della *passivity rule* di fronte all'adozione di difese da parte degli amministratori. È proprio la consapevolezza data dall'esistenza di inevitabili asimmetrie

---

<sup>35</sup> Concorda con il modello di autotutela fornito dall'*exit* in contrapposizione alla *voice* nel contesto italiano C. Angelici, *La riforma del diritto societario*, Cedam, 2006, 71 e ss. e più recentemente in C. Angelici, *La società per azioni. Principi e problemi*, in Trattato di diritto civile e commerciale a cura di A. Cicu e F. Messineo, continuato da L. Mengoni, 2012. In generale sulla funzione del disinvestimento nella realtà azionaria cfr. C. Frigeni, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Giuffrè, 2009, 111 ss. in termini generali sul rapporto tra *voice* ed *exit* cfr. Hirshman, *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to the Decline in Firms, States and Organizations*, Harvard, 1970. Sulla configurazione della partecipazione azionaria come atto di investimento cfr. G. Ferri jr., *Investimento e conferimento*, Milano, 2001. Nonché in considerazione della funzione dell'organo assembleare B. Libonati, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e le società quotate*, in *Riv. Soc.* 2002, 100 ss.

<sup>36</sup> Riconoscono il pericolo della minaccia e propongono di configurare dei doveri fiduciari non solo per gli amministratori ma anche per i soci I. Anabtawi, L. Stout, *Fiduciary duties for activist shareholders*, in *Stand L. Rev.*, 60, 2008.

informativa nonché dell'avallo giurisprudenziale di operazioni di difesa dalla scalate ostili che ha condotto ad un ridimensionamento della teoria contrattualistica che in ogni caso non può fare a meno di un nucleo minimo di disciplina inderogabile funzionale al contenimento dei costi di agenzia e di fallimento del mercato.

Di converso nelle spa chiuse l'ampliamento dei poteri della maggioranza e di riflesso dell'organo amministrativo che ne è diretta espressione ha infatti condotto il legislatore della riforma a restaurare lo strumento del recesso ampliandone le fattispecie in cui tale diritto deve essere assicurato inderogabilmente nonché a riformare i criteri di valutazione delle azioni del socio receduto.<sup>37</sup>

Ciononostante la discrasia tra la spa aperta e la spa chiusa non può portare a ritenere che i modelli di *governance* e di decentramento della funzione amministrativa possano essere identici rispetto ad entrambe le fattispecie in quanto mancano nella seconda strumenti di reazione parificabili alla prima.

Tale circostanza viene notata ma allo stesso tempo giustificata da chi, rilevando come l'assenza di un mercato di scambi impedisce al socio, sia pur con il disinvestimento, di influire, sia pur indirettamente, nella gestione, ritiene che le tutele dei soci di minoranza nell'ambito della spa chiusa siano demandate ai rapporti fiduciari tra questi e i soci di maggioranza nella negoziazione delle condizioni di accesso alla spa mediante appositi strumenti di autotutela di natura statutaria<sup>38</sup>.

Del resto le considerazioni che vengono fatte in ordine al rapporto tra autonomia statutaria e società per azioni pongono in posizione centrale la rilevanza della capacità del socio di negoziare le condizioni di ingresso quale criterio che giustifica una maggiore apertura delle spa chiuse all'autonomia negoziale<sup>39</sup>.

Capacità di negoziazione assente per definizione in un modello di spa aperto dove il socio aderisce ad un'offerta in maniera del tutto impersonale e invece più rilevanti in un modello chiuso in cui il socio ancorché di minoranza riesce a negoziare le condizioni di ingresso con una maggiore capacità di autotutela in forza di un maggior potere negoziale<sup>40</sup>.

Occorre però a tal fine distinguere il momento di adesione al contratto sociale all'atto della sottoscrizione, dal momento di modificazione dello statuto.

---

<sup>37</sup> Prima della riforma, fortemente discussa era la legittimità della normativa in tema di valutazione delle azioni del socio receduto, per tutti cfr. G. Ferri jr. nt. 35.

<sup>38</sup> R. Sacchi, nt. 31.

<sup>39</sup> Riconosce che l'apertura al mercato debba necessariamente portare ad un tributo di libertà rispetto alla tutela del risparmio diffuso P. Spada, *Autorità e libertà nel diritto della società per azioni*, in *Riv. Dir. Civ.* 1996, I, 703 ss.

<sup>40</sup> Sono le stesse considerazioni che hanno condotto la dottrina statunitense anche se di matrice contrattualista a rendersi conto dell'inidoneità della tesi della *nexus of contract* a regolare efficacemente il fenomeno societario e a richiedere un nucleo minimo di norme inderogabili. Sul punto cfr. L. A. Bebchuck, *Limiting contractual freedom in corporate law: the desirable constraints on charter amendments*, in 102 *Harvard L. Rev.* 1989, 1820 ss. cui è seguito dello stesso A. *The case for increasing shareholders power*, in *Harvard L. Rev.* 2005, 1 ss.

È in questo secondo momento, al fine di giustificare un ampliamento dell'autonomia statutaria anche nelle spa aperte, che dovrebbe assumere rilevanza la posizione degli investitori istituzionali<sup>41</sup> i quali dovrebbero valutare se la modificazioni statutarie siano o meno idonee a generare costi di agenzia e conseguentemente se comportino un ulteriore rischio di abuso da parte degli amministratori.

Se è vero che l'apatia razionale degli investitori non conduce necessariamente ad una dialettica rispetto alla gestione corrente dell'impresa, allo stesso tempo non è detto che i soggetti detentori di partecipazioni qualificate non possano valutare gli effetti potenziali della modifica del regolamento contrattuale proposta dall'organo amministrativo, orientando in questo modo le proprie scelte di rimanere in società o di dismettere la propria partecipazione.

È per questo motivo che la tendenza ad ipostatizzare il ruolo dell'autonomia statutaria in misura decrescente man mano che la spa si apra al mercato dei capitali e alla sollecitazione al risparmio diffuso deve essere opportunamente vagliata anche in ragione degli obiettivi avuti di mira dal legislatore e in ragione dei precisi ambiti in cui la si voglia riferire. E precisamente occorre verificare i settori nei quali l'autonomia statutaria possa o meno esplicarsi e in ragioni di quali esigenze concrete in rapporto agli interessi via via assunti quali rilevanti<sup>42</sup>.

Paradigmatico nel secondo senso è l'istituto del recesso quale tecnica di disinvestimento. Il legislatore come ricordato attribuisce un ruolo centrale all'istituto. Ciononostante il recesso viene equiparato e assimilato alla vendita della partecipazione e come tale viene trattato dal legislatore come strumento di tutela equipollente.

Si veda del resto il riconoscimento del diritto di recesso del socio in caso di delisting della società ai sensi dell'art. 2437 *quinquies* c.c. venendo a mancare il naturale potere di disinvestimento che caratterizza il titolo quotato così come la disciplina prevista dall'articolo 2497 quater c.c. in cui il recesso per inizio di attività di direzione e coordinamento non spetta ogni qual volta il socio possa comunque liquidare la sua partecipazione aderendo ad un'offerta pubblica d'acquisto o potendo dismettere il proprio investimento stante la quotazione della società che viene coinvolta nel fenomeno di gruppo.

E questa filosofia interpretativa sembra essere alla base del disconoscimento da parte del legislatore della possibilità di introdurre cause di recesso facoltative nella spa aperta così come del mancato riconoscimento in capo al socio del diritto di recesso *ad nutum* in caso di spa aperta contratta a tempo indeterminato.

L'alternatività della tutela data dal potere di disinvestimento sembra giustificare la restrizione dell'autonomia contrattuale nell'ambito della società aperta funzionale ad evitare un'incidenza diretta sul

---

<sup>41</sup> P. Sanfilippo, *Autonomia statutaria e funzione amministrativa*, Giappichelli, Torino, 2000, 60 – 61. Nonché G. Bisogni, *Autonomia ed eteronomia nella disciplina dei rapporti associativi della publicly held corporation*, in *Riv. Soc.* 1997, 649 ss.

<sup>42</sup> Sul punto occorre riferirsi necessariamente alle considerazioni di G. Ferri Jr., *Autonomia statutaria e mercato a confronto*, in *Riv. Dir. Comm.* 1999, I, 919 e soprattutto P. Marchetti, *L'autonomia statutaria nella società per azioni*, in *Riv. Soc.* 2000, 562 ss.

patrimonio sociale dal momento che viene in ogni caso garantita dal mercato l'esigenza di disinvestimento da parte del socio.

Inoltre occorre considerare sicuramente inderogabili, per le ragioni spiegate precedentemente, tutte le norme in tema di informazione sia prevista dalla legislazione ordinaria sia da quella secondaria mediante regolamenti Consob.

La tutela del risparmiatore viene conseguita principalmente dall'informazione continua e dall'informazione contabile che nell'ambito delle società aperte si articola attraverso non solo la predisposizione del normale bilancio d'esercizio ma anche attraverso le relazioni semestrali e trimestrali che garantiscono la possibilità di un monitoraggio sull'andamento della gestione funzionale ad attivare strumenti di autotutela sia societari che di mercato.

La tutela dei terzi è inoltre assicurata dal penetrante ruolo della Consob sia attraverso l'attività regolamentare sia attraverso l'attività di vigilanza informativa e ispettiva che talvolta travalica operando un implicito condizionamento, e direi discutibilmente, nelle scelte di gestione delle società quotate sottoposte alla sua vigilanza.

Inoltre rientrano nell'ambito di sicura indisponibilità da parte dell'autonomia statutaria tutte quelle disposizioni che prevedono percentuali minime di esercizio di diritti sociali funzionali ad un controllo sulla gestione come ad esempio il quoziente minimo per la denuncia al collegio sindacale, o al tribunale, nonché le percentuali minime volte a permettere l'esercizio di altri poteri di voce tra cui la richiesta di integrazione delle materie all'ordine del giorno ma anche ai diritti di *exit* prevedendo clausole che impediscano l'alienazione delle partecipazioni sociali.

Un altro aspetto che occorre tenere in considerazione è dato dal divieto di emissione valevole esclusivamente per le spa quotate delle azioni a voto plurimo. La ratio di questo divieto viene individuata nell'esigenza di evitare un'aperta dissociazione tra rischio e potere in un contesto a rilevanza quasi pubblicistica.

Ne consegue che è proprio la tutela del sistema e dei terzi in qualità di risparmiatori che giustifica la rigidità normativa.

Affermato quindi che nella spa aperta il tasso di inderogabilità è sicuramente maggiore rispetto alle spa chiuse occorre, come detto inizialmente, soffermarsi su tutti quegli aspetti in cui è proprio la spa aperta al mercato il modello tipologico in cui l'autonomia statutaria ha più ragione di esplicarsi e sono tutte le fattispecie legate al finanziamento dell'impresa.

Paradigmatico è il caso delle azioni di risparmio in cui l'art. 145 co. 8 tuf consente allo statuto di modellare il privilegio della categoria in senso funzionale alla reperibilità di risorse<sup>43</sup>.

---

<sup>43</sup> Sul punto nuovamente G. Ferri Jr. nt. 42. In senso parzialmente diverso M. Notari, *Sub. art. 145, Emissione delle azioni*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*. Commentario a cura di P. Marchetti e L. A. Bianchi, tomo II, artt. 136-212. Giuffrè, Milano, 1999, 1531 ss.

A seguito della riforma del 2003 ancor più evidente è il fenomeno della disciplina del diritto di opzione regolato quest'ultimo dall'art. 2441 co. 4 c.c. secondo periodo. Ed è su questo aspetto che si incentrerà il proseguito della trattazione e sul quale si tornerà successivamente.

In questa fase preliminare occorre semplicemente valutare la possibilità di distinguere i margini di operatività per l'autonomia statutaria a seconda del modello di spa e più precisamente a seconda che la spa sia o meno quotata.

Come si è rilevato precedentemente le istanze partecipative meritano di essere tutelate in misura maggiore nell'ambito di un contesto a proprietà concentrata dove l'interesse del socio per la gestione appare sicuramente preminente.

Ad una maggiore separazione tra proprietà e controllo, viceversa, dovrebbe corrispondere la legittimità di scelte contrattuali funzionali ad assolvere istanze efficientistiche volte ad evitare rallentamenti e disfunzioni incompatibili con un modello societario di grandi dimensioni.

È sulla base di questo metodo che occorrerebbe ridefinire la legittimità di soluzioni contrattuali funzionali ad imprimere una maggiore autonomia all'organo amministrativo pur in presenza di un assetto di norme imperative volto a tutelare il pubblico di risparmiatori nonché i soci, dalla cattiva gestione.

L'utilità della delega di funzioni all'organo amministrativo, pertanto, si manifesta pienamente nell'ambito delle società quotate sui mercati regolamentati.

La lentezza che tipicamente contraddistingue il procedimento assembleare dalla fase della convocazione a quella della deliberazione, suggerisce di enfatizzare proprio nella spa quotata l'autonomia contrattuale favorendo scelte che permettano di valorizzare le istanze efficientistiche rispetto a quelle partecipative specie ove l'azionariato sia tendenzialmente poco incline alla partecipazione assembleare.

Diversamente dai sistemi caratterizzati da una forte separazione tra proprietà e controllo non sembra efficiente la scelta normativa di concentrare le competenze in via esclusiva in capo all'organo amministrativo<sup>44</sup>.

Piuttosto la delega a favore del consiglio di amministrazione risolvendosi in uno spostamento di competenza di natura non privativa, temporanea e suscettibile di revoca,<sup>45</sup> costituisce un giusto compromesso tra il perseguimento di obiettivi di efficienza e di contenimento dei costi di agenzia.

Quanto detto però deve necessariamente tenere in considerazione che la delega in un contesto in cui la gestione è particolarmente vicina alla proprietà possa prestarsi a favorire l'oscurantismo delle decisioni sociali fuori dallo scenario assembleare<sup>46</sup>.

---

<sup>44</sup> S. Cerrato, *Le deleghe di competenze assembleari nelle società per azioni*, Milano, 2009, 76 ss.

<sup>45</sup> G. D. Mosco, *Le deleghe assembleari nella società per azioni*, Milano, 2000, 70 ss.

<sup>46</sup> S. Cerrato, nt. 44, 77;

È per questo motivo che l'equilibrio tra efficienza e contenimento dei costi di agenzia nei confronti soprattutto dei soci di minoranza è raggiungibile attraverso la tutela informativa<sup>47</sup> e la possibilità di impugnare le deliberazioni dell'organo amministrativo<sup>48</sup>.

Occorre tuttavia tenere conto del fatto che il tipo società per azioni può parimenti essere utilizzato anche rispetto ad attività imprenditoriali di piccole dimensioni. Infatti la spa è una struttura organizzativa che si presta non solo alla grande impresa ma anche allo svolgimento di attività da parte di un numero modesto di soci.

E' necessario ricordare che in passato, proprio sulla base di questo presupposto, parte della dottrina aveva sostenuto la necessità di interpretare il dato normativo in maniera tale da tenere in considerazione tutte le possibili declinazioni del fenomeno considerato, dalla grande società aperta al mercato del capitale alla piccola spa di famiglia<sup>49</sup>.

Ciò in contrapposizione a chi vedeva la società per azioni quale modello tipologico della sola grande impresa votata alla raccolta di capitale presso il pubblico di risparmiatori<sup>50</sup>.

Le due diverse prospettive conducono a soluzioni distoniche in tema di autonomia statutaria soprattutto nell'ambito della disciplina della ripartizione delle competenze tra organi<sup>51</sup>.

La prima visione contempla la possibilità di soluzioni statutarie volte ad enfatizzare le istanze partecipative a discapito di quelle efficientistiche<sup>52</sup>.

La seconda invece ritiene incompatibili con il modello tipologico scelte statutarie che invece privilegino la partecipazione, proponendo l'utilizzo a tal fine di tipi sociali diversi quale ad esempio la società a responsabilità limitata.

Certo è che a seguito della riforma la spa ha accentuato la sua connotazione di società di grandi dimensioni naturalmente votata alla raccolta dei capitali ma allo stesso tempo risulta contaminata da elementi tipologici volti a dare rilievo ad una configurazione personalistica dell'istituto (cfr. artt. 2340, 2341, 2345, 2351, 2355 bis c.c. ma vedi anche l'art. 2368 e 2369 c.c. dove si dà la possibilità di

---

<sup>47</sup> Sottolinea come l'evoluzione del nostro ordinamento abbia portato ad una svalutazione del ruolo assunto dall'assemblea e ad una maggiore importanza della componente informativa U. Belviso, *L'informazione dei soci nelle società con azioni quotate*, in *Riv. Soc.* 2000, 828 ss. e dello stesso A., *Delega per gli aumenti di capitale sociale e riforma organica delle società di capitali*, in *Riv. Soc.* 2004, 1328 -1329.

<sup>48</sup> S. Cerrato, nt. 44, 81.

<sup>49</sup> P. Abbadessa, nt. 18, 50 ss., così come V. Calandra Buonauro, nt. 25. In senso conforme G. B. Portale, *I conferimenti in natura atipici nella spa. Profili critici*. Giuffrè. Milano, 1974. Cfr. inoltre R. Sacchi, *Sulla delega agli amministratori di società a responsabilità limitata della facoltà prevista dall'art. 2443 c.c.*, in *Riv. Soc.* 1984, 852 ss. il quale rileva anch'egli l'esistenza all'interno della disciplina della spa di elementi a forte caratterizzazione personalistica.

<sup>50</sup> Sul punto G. Pellizzi, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. Dir. Civ.* 1967, I, 113 ss. seguito da D. Corapi, *Gli statuti delle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1971, 157 ss.

<sup>51</sup> In tema invece di autonomia statutaria e quorum assembleari oltre a G. Pellizzi nt. 50 cfr. altresì P. Benazzo, *Autonomia statutaria e quozienti assembleari nelle società di capitali*, Cedam, 1999, 423 ss.

<sup>52</sup> Cfr. G. Marasà, *Modifiche del contratto sociale e modifiche dell'atto costitutivo*, in Trattato delle società per azioni, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, vol. 6, *Modificazioni statutarie – Recesso – Riduzione del capitale*, Utet, Torino, 1993, 60 ss.

aumentare i quorum richiesti per le deliberazioni assembleari)<sup>53</sup>. Ne consegue pertanto l'impossibilità di identificare un modello unico di società per azioni<sup>54</sup>.

A fronte del disagio interpretativo relativamente alla compatibilità con il tipo spa di clausole statutarie volte ad accentuare un profilo o l'altro, vi è stato un altro orientamento basato sulla rilevanza dei modelli empirici di società per azioni<sup>55</sup>.

E precisamente la compatibilità col tipo andrebbe valutata non in base ad un modello astratto quanto piuttosto con il modello fattuale verificando la struttura organizzativa concretamente adottata.

Si tratta di un approccio ermeneutico che conduce sicuramente a scelte più appropriate ma allo stesso tempo determina una forte incertezza interpretativa<sup>56</sup>.

Ed è proprio l'esigenza di certezza<sup>57</sup> che ha condotto parte degli interpreti a rinunciare ad un modello variabile interpretando il dato normativo e conseguentemente delimitando l'autonomia statutaria assumendo quale parametro di riferimento l'intera area tipologica delle società per azioni<sup>58</sup>. Una soluzione che se da un lato si presta ad essere equilibrata dal punto di vista della certezza del diritto dall'altro invece non tiene conto dell'esigenza di non contraddizione con la fattispecie regolata<sup>59</sup>.

Del resto assumere un parametro unitario a fronte di una molteplicità di forme organizzative non tiene in considerazione le esigenze che volta per volta ricorrono all'interno di ciascuna organizzazione.

*Per far fronte al problema potrebbe assumersi quale paradigma interpretativo il fatto che la spa sia o meno quotata, quantomeno in ragione di specifici aspetti.*

In altre parole distinguere tra società per azioni e società per azioni e proporre interpretazioni differenziate per singoli tipi sociali, può essere giustificato assumendo quale approccio interpretativo un modello *empirico*, immaginando che la società per azioni quotata possa giustificare scelte ermeneutiche diverse rispetto a quelle che possono giustificarsi nell'ambito di una società chiusa, enfatizzando la componente discriminante data dal ricorso al mercato del capitale che nelle prime e non nelle seconde permette la possibilità per i soci di disinvestire e contemporaneamente reinvestire nell'acquisto delle partecipazioni azionarie<sup>60</sup>.

---

<sup>53</sup> Cfr. oggi G. B. Portale, *Tra diritto dell'impresa e metamorfosi della s.p.a.*, in *Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, vol. I, 115 ss.

<sup>54</sup> Così per tutti P. Spada, M. Sciuto, nt. 27, 1 ss.

<sup>55</sup> B. Libonati, *Clausola di gradimento e appello al risparmio diffuso*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1983, I, 225 ss.

<sup>56</sup> In questo senso cfr. P. Sanfilippo, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, Giappichelli, Torino, 2002, 67 – 68.

<sup>57</sup> Cfr. P. Abbadessa, *Le disposizioni generali sulle società*, in *Trattato di diritto privato a cura di P. Rescigno*, 16, Impresa e Lavoro, t. 2, Utet, Torino, 3 ss.

<sup>58</sup> Vedi nuovamente P. Sanfilippo, nt. 56, 68.

<sup>59</sup> Di nuovo P. Spada – M. Sciuto, nt. 27. Cfr. inoltre G. Zanarone, *Società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, Vol. VIII, Cedam, Padova, 1985, 159 ss.

<sup>60</sup> Cfr. già da ora A. Abu Awadd, *L'opzione nelle società quotate*, Milano, 2013.

La soluzione proposta, che costituirà la premessa di tutte le ulteriori considerazioni che verranno fatte, permette di superare l'obiezione che è stata mossa rispetto al criterio dei modelli empirici.

Infatti non si tratta di effettuare interpretazioni diverse a seconda della concreta struttura organizzativa dell'impresa<sup>61</sup>, quanto piuttosto di differenziare la disciplina applicabile e, conseguentemente i limiti dell'autonomia statutaria in relazione alla ripartizione delle competenze tra organo amministrativo e assemblea in tema di aumento di capitale sociale e di disciplina dell'opzione, proprio in funzione del ricorso da parte della società al mercato del capitale di rischio, assumendo quali modelli normativi la società chiusa e la società quotata caratterizzata da un mercato liquido.

Con ciò non s'intende dire che la società quotata rappresenti un tipo societario diverso dalla società chiusa, quanto piuttosto che la quotazione permetta di operare delle valutazioni diverse attenuando la rigidità della disciplina prevista per le società di diritto comune e favorendosi un'interpretazione c.d. *market oriented*.

Ed è proprio il contesto della quotazione e la presenza di un mercato regolamentato che sembrerebbe consentire una diversa interpretazione del dato normativo in tema di delega all'organo amministrativo relativamente alla disciplina dell'aumento di capitale sociale e di esclusione del diritto di opzione dei soci.

Nonostante vi siano i presupposti per un'interpretazione differenziata del dato normativo in tema di delega ed esclusione del diritto di opzione, è evidente come non possa obliterarsi il paradigma societario che sta alla base di ogni struttura organizzativa secondo cui la ripartizione di competenze tra organi deve necessariamente prevedere meccanismi di controllo reciproco assistiti da idonei strumenti di reazione da parte delle minoranze eventualmente pregiudicate.

Controllo reso possibile dalla tutela informativa assicurata non solo dalla disciplina ordinaria presente nel codice civile ma anche dalla disciplina speciale del testo unico della finanza e della disciplina secondaria del regolamento emittenti *consob*.

---

<sup>61</sup> Tesi quest'ultima ritenuta preferibile dagli AA. della nota 59.

### 3). *Delega all'aumento del capitale sociale*

Passando al tema oggetto della presente trattazione, la delega al consiglio di amministrazione per l'aumento del capitale sociale, è stata oggetto di un vero e proprio *restyling* dapprima a seguito del recepimento della seconda direttiva societaria nel 1986, oggi invece a seguito della riforma del diritto societario del 2003.

Lo spostamento di competenze in favore dell'organo amministrativo coinvolge, pertanto, anche l'aspetto legato alla struttura finanziaria dell'impresa azionaria.

Ed è proprio nel 2003 che il legislatore ha previsto modificando l'art. 2443 c.c. la possibilità da parte dell'assemblea di delegare all'organo amministrativo la possibilità di deliberare non solo l'aumento del capitale sociale ma anche l'esclusione del diritto di opzione dei soci.

*Lo spostamento di competenza a favore dell'organo amministrativo e la disciplina del diritto di opzione vanno inquadrati unitariamente dal momento che si tratta di fenomeni che muovono da uno stesso presupposto e precisamente ad una maggiore espansione dell'azionariato corrisponde come visto sia la necessità di un decentramento di funzioni, ma allo stesso tempo, come si vedrà, una riduzione del grado di imperatività della disciplina del diritto di opzione.*

L'aumento del capitale sociale è da sempre considerata operazione di natura ibrida<sup>62</sup>: da un lato avente natura organizzativa in quanto l'emissione delle azioni incide sulla posizione individuale dei soci all'interno del fenomeno sociale, dall'altro natura gestoria in quanto l'aumento del capitale sociale si pone quale il principale strumento di eterofinanziamento dell'impresa alternativo all'indebitamento.

In un contesto come quello europeo e italiano in particolare, la disciplina dell'aumento di capitale sociale ha tradizionalmente visto quale organo competente l'assemblea dei soci proprio in relazione alla natura organizzativa dell'operazione e al fatto che la stessa comportasse una modificazione dello statuto sociale<sup>63</sup>.

Diversamente l'ordinamento statunitense ha, sia a livello generale che a livello federale, attribuito la competenza in via originaria all'organo amministrativo e ha ormai da tempo abbandonato la disciplina del diritto di opzione.

Occorre in ogni caso ripercorrere i passaggi che hanno caratterizzato l'istituto nell'ordinamento statunitense proprio in relazione al rapporto che sussiste tra competenza originaria dell'organo amministrativo e tutela della posizione economico – amministrativa del socio.

---

<sup>62</sup> Considerazione diffusa in dottrina cfr. P. Abbadessa, nt.18, nonché E. Ginevra, *Sottoscrizione e aumento del capitale sociale nelle s.p.a.*, Milano, 2001, 12 – 13.

<sup>63</sup> Considerazione ripresa anche da U. Belviso, nt. 47, 1318 – 1319. Nonché da P. Abbadessa, *E' delegabile la fissazione del termine per l'esecuzione dell'aumento di capitale?* In *Giur. comm.*, 1989, II, 925 ss.

4) *L'aumento di capitale sociale nell'ordinamento statunitense dai pre-emptive rights alla disciplina attuale.*

Storicamente nell'ordinamento statunitense l'aumento di capitale sociale e quindi l'emissione di azioni è di competenza originaria dell'organo amministrativo<sup>64</sup>.

Quest'ultimo può aumentare il capitale sociale nei limiti del c.d. capitale autorizzato ossia nella misura massima prevista negli *articles*<sup>65</sup> dell'*incorporation*.

Il tema dell'aumento di capitale sociale e del rapporto tra soci e amministratori non è particolarmente affrontato dalla dottrina né dalla giurisprudenza recente stante l'attuale conformazione dell'azionariato delle *public corporation* che rende il tema dell'opzione non particolarmente problematico<sup>66</sup>. Tuttavia ai nostri fini appare utile ricostruire il percorso dottrinale e giurisprudenziale che è stato svolto nel secolo scorso quando ancora la *corporation* non aveva raggiunto la dispersione azionaria che la caratterizza attualmente.

Il problema principale legato ai poteri del consiglio di amministrazione in caso di emissione delle nuove azioni atteneva alla necessità o meno da parte di quest'ultimo di offrire le azioni ai soci preesistenti.

Il *leading case* in materia è dato dalla sentenza *Grey's vs Portland Bank* resa nel 1807 nello Stato del Massachusetts<sup>67</sup>.

In assenza di una regola legale, il giudice in quell'occasione ritenne che la mancata offerta delle azioni di nuova emissione in favore dei soci in proporzione alle azioni originariamente detenute, costituisca in ogni caso una violazione del principio di buona fede da parte degli amministratori<sup>68</sup>.

Nella sentenza citata la Corte non espresse chiaramente quale fosse l'interesse rilevante la cui lesione costituiva violazione dell'obbligo fiduciario da parte degli amministratori.

Infatti quel caso, se da un lato permise di affermare quantomeno temporaneamente la regola dell'opzione, dall'altro non si preoccupò di stabilire se l'opzione fosse finalizzata a tutelare un interesse patrimoniale del socio o piuttosto un interesse partecipativo legato al mantenimento della posizione

---

<sup>64</sup> Emblematica è l'attuale disciplina dell'emissione di azioni nello stato del Delaware le sezioni 151-169 DGCL dedicate all'emissione di azioni sono lette in corrispondenza con quanto stabilito nella sezione 141 per cui: *business affairs of every corporation ... shall be managed by or under the direction of the board of directors*. Cfr. C. S. Bigler – Seth Barret Tillman, *Void or Voidable? Curing defects in stock issuances under Delaware law*, in *Business Lawyer* vol. 63, 2008, 1112.

<sup>65</sup> Per tutti M. Ventoruzzo, *Issuing new shares and pre-emptive rights: A comparative analysis*, in *Richmond Journ. of global law and business*, vol. 12, 2013, 517 ss.

<sup>66</sup> La posizione dei soci verso il consiglio di amministrazione in caso di aumento di capitale sociale merita tutela non dal punto di vista amministrativo quanto piuttosto sotto il punto di vista patrimoniale. Al socio deve essere assicurato il mantenimento del valore della partecipazione e l'emissione deve necessariamente avvenire in linea con il prezzo di mercato.

<sup>67</sup> Citato nella monografia di R. Nobili, *Contributo allo studio del diritto di opzione*, Milano, 1957, 6 ss.

<sup>68</sup> Sulla sentenza citata cfr. H. Drinker, *The preemptive right of shareholders to subscribe to new shares*, in *Harv. L. Rev.* 1929, 586 ss.

originaria<sup>69</sup>. E più precisamente non si specificò se l'offerta delle azioni a soggetti terzi fosse vietata in quanto avrebbe comportato una diluizione del potere di voto e degli utili da parte del socio, o solo in occasione di una diluizione del valore della partecipazione. In ogni caso la sentenza condannò l'organo amministrativo al risarcimento del danno stimato avendo riguardo unicamente alla differenza tra prezzo di sottoscrizione e il valore patrimoniale della società.

Inoltre dalla sentenza citata si ritenne di poter operare una distinzione a seconda che l'aumento di capitale fosse previsto statutariamente (e quindi di naturale competenza dell'organo amministrativo) o se invece fosse deliberato dall'assemblea dei soci. Solo nel primo caso le azioni avrebbero dovuto essere offerte ai soci in misura proporzionale, diversamente nel secondo caso, essendo i soci stessi a votare per l'aumento del capitale sociale, la regola dell'opzione avrebbe potuto non essere applicata.

L'altro *leading case* in materia di *pre emptive rights* fu la sentenza *Stokes vs. Continental Trust Co.* del 1906 la quale ebbe modo di chiarire che la violazione del dovere fiduciario degli amministratori nei confronti dei soci riguardava esclusivamente la lesione dell'interesse patrimoniale a non subire un trasferimento indebito di valori a favore di soggetti terzi sottoscrittori.

La sentenza infatti sancì il principio per cui la tutela del socio offerta dal diritto di opzione non si appunterebbe rispetto al mantenimento della *medesima proporzione partecipativa* quanto piuttosto nell'esigenza di tutelare *il valore economico* della partecipazione sociale.<sup>70</sup>

Nel caso di specie l'organo amministrativo emise in favore di un soggetto terzo un certo numero di azioni ad un prezzo che si rivelò inferiore al valore di mercato al momento della sottoscrizione essendo quest'ultimo aumentato tra il momento della deliberazione e il momento dell'esecuzione con l'emissione delle azioni.

L'organo amministrativo fu condannato al pagamento anche questa volta della differenza tra il valore di mercato e il prezzo di sottoscrizione.

La dottrina americana ebbe modo pertanto di sostenere che il diritto di opzione non potesse costituire una regola fissa ma un principio suscettibile di numerose deroghe.

E più precisamente si ritenne che l'opzione sulle azioni di nuova emissione non spettasse ogni qual volta l'emissione fosse stata giustificata a fronte del conferimento di beni in natura o di servizi<sup>71</sup>.

---

<sup>69</sup> Di nuovo l'A. citato nella nota precedente: *"the case involved neither the question of voting control nor of the issue of shares authorized subsequent to incorporation, but merely the right of shareholder to recover actual loss of his interest in earned surplus by being denied his proportion of balance of the shares originally authorized"*:

<sup>70</sup> Sul punto nuovamente H. Drinker, nt. 68, 597 – 598: *"if, however, the shareholders in fact had a fundamental and inherent right to preserve their exact proportionate interest in the assets and future earnings of the company they could not be compelled to permit a part of such interest to be transferred by directors to outsiders at what the directors or a court and jury consider fair value"*

<sup>71</sup> Occorre ricordare che il diritto statunitense non conosce limiti alle entità conferibili a titolo di conferimento. Diversamente da quanto invece previsto dalla Seconda Direttiva comunitaria che vieta il conferimento d'opera o servizi. Direttiva recepita nel nostro ordinamento all'art. 2342 c.c.

Inoltre si ritenne che il riconoscimento indifferenziato del diritto di opzione da parte dell'organo amministrativo avrebbe comportato numerosi problemi ove la struttura finanziaria della società fosse articolata in una pluralità di categorie azionarie. In questo caso l'emissione non omogenea avrebbe comunque portato ad un pregiudizio del diritto da parte dei soci di categoria i quali avrebbero condiviso il privilegio con gli altri soci detentori di diverse categorie di azioni<sup>72</sup>.

E fu proprio in considerazione di questo fenomeno che si ritenne che il diritto di sottoscrizione preferenziale dovesse spettare ai titolari di azioni partecipanti (c.d. *participating shares*), unici soggetti interessati al mantenimento della posizione originaria, mentre invece non avrebbe dovuto essere riconosciuto ai soggetti titolari di azioni prive del diritto di voto o prive di un privilegio di natura patrimoniale.<sup>73</sup>

Analogo approccio fu assunto rispetto alla vendita di azioni proprie. In questo caso si tendeva a negare che le azioni detenute dalla società dovessero essere alienate a favore dei soci preesistenti in proporzione alle rispettive partecipazioni<sup>74</sup>. Il diritto di opzione avrebbe dovuto trovare applicazione solo nei limiti dell'emissione di nuove azioni e non in caso di rivendita di azioni proprie detenute dalla *corporation*.

L'atteggiamento di maggiore apertura della giurisprudenza statunitense sembrò giustificarsi in ragione del progressivo ampliamento della compagine sociale e del successivo cambiamento della funzione dell'azione che da strumento di compartecipazione trasfigura in strumento di investimento. Ad una maggiore dispersione dell'azionariato corrisponde, come rilevato nella parte iniziale, progressivamente il disinteresse dei soci per la gestione e corrispondentemente per il mantenimento delle posizioni organizzative pregresse.

---

<sup>72</sup> Sul punto si tornerà successivamente. Occorre ricordare che il diritto al rango nell'ordinamento statunitense è previsto solo dalla disciplina generale del M.B.C.A. mentre nelle singole legislazioni federali come ad esempio nello stato del Delaware il diritto al rango non trova riconoscimento.

<sup>73</sup> Cfr. H. Drinker, nt. 68, 613 – 614. Secondo il quale il diritto di opzione non era compatibile con società caratterizzate da una complessa struttura finanziaria ma solamente con società caratterizzate da una struttura finanziaria semplice costituita da una sola categoria di azioni. Sul punto cfr. altresì A.A. Berle Jr., *Corporate devices for diluting stock participations*, in 8 *Col. L. Rev.* 1931, 1258 – 1259. Nonché V. Morawetz, *Preemptive right of shareholders*, in *Harv. L. Rev.* 1929, 186 ss.

<sup>74</sup> Sul punto cfr. il caso *Schwartz v. Marien* 1975 deciso dalla Corte d'appello dello Stato di New York. La controversia ebbe ad oggetto il caso di vendita di azioni proprie da parte degli amministratori ad uno solo dei soci in misura tale da comportare l'incremento della percentuale partecipativa e conseguentemente facendogli acquisire il controllo. Nel caso di specie la Corte ebbe modo di ribadire che il diritto di opzione vale solo esclusivamente rispetto all'aumento di capitale sociale e non rispetto all'ipotesi di vendita di azioni proprie, che i soci di società chiuse non hanno diritto al mantenimento della proporzione iniziale, ma che in ogni caso gli amministratori non possono alterare le percentuali partecipative se non ove ricorra un effettivo interesse della società e precisamente : when there is another means of accomplishing the objective that would not disturb proportionate ownership. Il maggior rigore nella valutazione dei doveri fiduciari degli amministratori venne giustificato in ragione nella mancata possibilità da parte dei soci di ricorrere a strumenti di autotutela quale ad esempio l'acquisto sul mercato, stante il fatto che si trattava di una *close corporation*. Cfr. Stephen D. Bickel – Carrol Cleo Haston, *Treasury shares and preemptive rights: Schwartz v. Marien*, in *Buffalo Law Rev.* 1977, 149 ss.

Il riconoscimento del diritto di opzione, inoltre, avrebbe comportato una serie di inconvenienti legati ai tempi di collocamento delle azioni di futura emissione incompatibili con le esigenze di celerità che caratterizzano la raccolta di capitali oltre a non rispondere ad un'effettiva esigenza di tutela dei soci.

Anche la disciplina del capitale sociale viene abbandonata e con essa la funzione organizzativa che gli si è soliti attribuire.

Tutto ciò però, se da un lato ha contribuito ad affievolire la regola pretoria dell'opzione, non ha condotto a ritenere che la discrezionalità del consiglio di amministrazione in materia di aumento di capitale sociale e di emissione di azioni sia totale.

Come rilevato inizialmente una prima serie di limiti deriva dalle previsioni degli *articles* e in primis dall'ammontare del capitale autorizzato. Gli *articles* o i *bylaws* possono prevedere altresì ulteriori limitazioni sia in relazione alle categorie di azioni emettibili, sia prevedendo limitazioni relativamente al prezzo.

In alcuni ordinamenti tra cui quello del Delaware è espressamente previsto che ove gli *articles* lo consentano gli amministratori possono emettere qualsiasi categoria di azioni anche non in circolazione (c.d. *blank share stock*) in modo tale da venire incontro alla richiesta del mercato senza procedere preventivamente ad una modificazione dello statuto sociale.<sup>75</sup>

Ma ove tale clausola non sussista l'organo amministrativo trova un impedimento rispetto alla scelta delle categorie azionarie emettibili e in certe occasioni la giurisprudenza del Delaware ha considerato la delibera dell'organo amministrativo con la quale venivano emesse categorie non preesistenti, nulla (e non semplicemente annullabile) in quanto assunta in difetto di legittimazione<sup>76</sup>.

Tornando al tema del diritto di opzione a seguito della giurisprudenza sopra menzionata la dottrina statunitense ha rilevato come il diritto di preferenza non conduca sempre e comunque ad una piena tutela dei soci. Questi ultimi potrebbero non avere la possibilità di sottoscrivere le azioni né la volontà di alienare il proprio diritto di opzione a terzi, e di fatto la tutela si rivelerebbe inidonea<sup>77</sup>. Inoltre in certe circostanze la necessità di procedere ad una rapida ricapitalizzazione mal si concilia con la

---

<sup>75</sup> Sul punto cfr. V. Morawetz, nt. 73, 197. In termini critici sulla possibilità di ricorrere ad una clausola statutaria che attribuisca agli amministratori un così ampio margine di discrezionalità sulla scelta delle categorie di azioni da emettere cfr. G. Stott, *Blank Stock techniques in North Carolina*, in *Duke Bar Journ.*, 1947, 183 ss.

<sup>76</sup> Cfr. le sentenze *Triplex Shoe co. v. Rice and Hutchins, inc.* del 1929 e *Waggoner v. Laster and Staar* 1989 nelle quali la suprema Corte del Delaware ha ritenuto nulla l'emissione di azioni aventi caratteristiche diverse da quelle previste negli *articles* della corporation. Ma più che parlare di nullità avrebbe avuto più senso definire l'emissione semplicemente inefficace per difetto di legittimazione. Anche se successivamente la giurisprudenza ha considerato l'emissione di azioni di categoria non in circolazione, in assenza di un espresso divieto in tal senso da parte dello statuto, semplicemente annullabile. Sul punto cfr. la successiva giurisprudenza del Delaware *Supervire. Com, inc. v. Hampton*, 2002 e *MBKS Co. v. Reddy* 2008.

In ogni caso si trae dall'ordinamento del Delaware il principio per cui l'organo amministrativo trova un limite nell'emissione di nuove azioni, non solo nell'ammontare massimo indicato nello statuto, ma anche nel difetto di legittimazione relativamente alla scelta della categoria da emettere. Cfr. C. S. Bigler – Seth Barret Tillman, nt. 64, 1128 ss.

<sup>77</sup> Cfr. J. Cline, *Pre-emptive rights: Importance of drafting in protecting shareholder against dilution of interest and compulsory reinvestment*, in *Cal. L. Rev.*, 1952, 132 ss, 139.

necessità di assicurare il diritto di sottoscrizione preferenziale che finirebbe per risultare controproducente ai soci stessi.<sup>78</sup>

Infatti la possibile riduzione del valore delle azioni nel tempo necessario per assicurare il collocamento preferenziale nei confronti dei soci determinerebbe l'insuccesso dell'operazione in quanto per i soci stessi sarebbe più conveniente acquistare le azioni sufficienti a mantenere la medesima proporzione partecipativa sul mercato rispetto a doverle sottoscrivere ad un prezzo maggiore<sup>79</sup>.

Ed è questa diversa circostanza che ha condotto l'ordinamento statunitense dapprima a ritenere possibile l'esclusione statutaria del diritto d'opzione (*opt out* statutario) e successivamente ad abbandonare definitivamente la regola del diritto di opzione prevedendosi semplicemente la possibilità di stabilirlo statutariamente (*opt in*)<sup>80</sup>.

Ove pertanto la società addivenga alla scelta di inserire il diritto di opzione nelle previsioni contrattuali, la tutela dei soci assume una conformazione diversa a seconda che la clausola che assicuri il diritto di opzione sia contenuta negli *articles* o nei c.d. *bylaws*.

Nel primo caso, l'eliminazione della clausola presuppone necessariamente una deliberazione assembleare in quanto si tratta di una modifica statutaria. Nel secondo caso, invece, l'eliminazione può avvenire anche da parte degli amministratori senza che i soci debbano essere chiamati ad approvare tale modificazione.

Ne consegue che ove la clausola sia contenuta negli *articles* della società, i soci riceverebbero una maggiore protezione<sup>81</sup>.

Nulla vieta in ogni caso che anche ove la disposizione sia inserita nei *bylaws* i soci potrebbero prevedere espressamente l'obbligo da parte del consiglio di amministrazione, al fine di apportare qualsiasi modifica o eliminazione, di ottenere una deliberazione favorevole da parte dell'assemblea<sup>82</sup>, in tal modo parificando la tutela indipendentemente dal documento nel quale la clausola è contenuta<sup>83</sup>.

Di regola solo le società chiuse ricorrono a tale previsione statutaria mentre nelle società aperte gli amministratori non soggiacciono ad alcuna limitazione nella decisione in ordine al collocamento delle

---

<sup>78</sup> Cfr. H. Ballantine, *On Corporation*, 1946, 491 – 492.

<sup>79</sup> Occorre ricordare come la delibera di aumento di capitale sociale generalmente determina una riduzione di valore di mercato delle azioni dal momento che l'asimmetria informativa sussistente tra il management e i soci porta a ritenere questi ultimi che la richiesta di capitale di rischio si giustifichi non al fine di incrementare la redditività dell'impresa ma per far fronte ad una situazione di crisi data dall'impossibilità di far ricorso al credito. Sul punto sin d'ora M. Bigelli, *Gli aumenti di capitale delle società quotate*, Giappichelli, 1991.

<sup>80</sup> Ne consegue che il diritto di opzione non costituisce più una regola di default e anche ove gli statuti prevedano l'obbligo per gli amministratori di offrire in opzione le azioni di nuova emissione ai soci, vi sono delle fattispecie (quelle ricordate nel testo), in cui quest'obbligo può essere derogato. Cfr. sul punto M. B. C. A. par. 6. 30, 2002, nonché DGCL 102 b. 3, 2012. La possibilità di regolare l'istituto attraverso l'autonomia contrattuale lascia presupporre che gli interessi tutelati dall'opzione possano essere conseguiti anche diversamente. Ove però la società preveda il diritto di preferenza come scelta contrattuale significa che la stessa attribuisce un maggiore rilievo alle istanze partecipative dei soci rispetto alle istanze finanziarie legate alla raccolta di capitale.

<sup>81</sup> Cfr. M. Ventoruzzo, nt. 65, 521.

<sup>82</sup> Cfr. M.B.C.A. par. 10.20.

<sup>83</sup> E. Merrick Dodd Jr., *Statutory developments in Business corporation law*, in *Harv. L. Rev.* 27, 37, 1936.

azioni potendosi procedere tanto a offerte pubbliche di sottoscrizione quanto ad offerte destinate a singoli soggetti fermo restando il rispetto dei vincoli fiduciari di cui infra.

L'unico limite è dato dalla necessità di procedere all'emissione ad un prezzo corrispondente al valore di mercato per evitare un annacquamento del valore delle azioni degli altri soci.<sup>84</sup>

Tuttavia occorre rilevare che anche quando la società abbia introdotto nello statuto la previsione relativamente al diritto di opzione, in certe circostanze, l'organo amministrativo può derogare alla previsione statutaria in occasione di conferimenti in natura.

La deroga viene giustificata in ragione della maggior convenienza ad avvalersi dello strumento del conferimento rispetto alla conclusione di un semplice negozio di vendita quando il terzo sottoscrittore sarebbe disposto ad accettare condizioni più favorevoli pur di entrare a far parte della compagine sociale.

In ogni caso ogni qual volta ricorra un giustificato motivo conforme all'interesse della società, sebbene lo statuto preveda la necessità di offrire la azioni in opzione ai soci, gli amministratori possono procedere diversamente.

Oltre alla possibilità di prevedere statutariamente la disciplina del diritto di opzione, nell'ordinamento statunitense è discussa la possibilità per i singoli soci di addivenire pattiziamente alla stipulazione di un contratto con la società, con il quale venga loro assicurato il diritto di sottoscrizione preferenziale.

In questo modo sarebbe consentito in forza di una pattuizione *a latere* non contenuta negli articles di assicurare il diritto di sottoscrizione in maniera differenziata ai singoli soci.

Trattandosi di un diritto nascente da un contratto e non da una previsione statutaria il mancato rispetto dello stesso determinerebbe esclusivamente una tutela risarcitoria e non reale non potendo lo stesso essere opposto ai terzi sottoscrittori.

La perplessità relativa alla legittimità di una simile convenzione deriva dall'ambiguità della disposizione contenuta nel par. 102 b 3 del DGLC in cui si afferma che: *“no stockholder shall have any preemptive right to subscribe to an additional issue of stock or to any security convertible into such stock unless, and except to the extent that, such right is expressly granted to him in the certificate of incorporation.”*

La disposizione è stata interpretata dalla giurisprudenza americana nel senso che, in assenza di una previsione statutaria che riconosca in maniera indifferenziata il diritto di opzione, nulla vieterebbe di

---

<sup>84</sup> Si vedrà successivamente che il criterio del prezzo corrispondente al prezzo di mercato non svolge precipuamente la funzione di evitare l'annacquamento patrimoniale del valore delle partecipazioni degli altri soci. Infatti l'emissione ad un prezzo corrispondente al valore di mercato è funzionale ad evitare forme di discriminazione tra soci e terzi in relazione alla possibilità di sottoscrivere le azioni di futura emissione. Solo ove il prezzo fosse determinato unicamente facendo riferimento al patrimonio netto della società si assicurerebbe la tutela della posizione patrimoniale potendo perfettamente verificarsi che il valore di mercato non corrisponda al valore patrimoniale del titolo e sia anche inferiore.

In questo caso si vedrà infatti che il collocamento ad un prezzo superiore al valore di mercato impedirebbe il collocamento comportando successivamente il fallimento dell'operazione.

procedere in forza di un contratto stipulato con la società, ad un collocamento preferenziale in favore anche di uno solo dei soci<sup>85</sup>.

In ogni caso la tutela dei soci, in assenza del diritto di opzione, è demandata al rispetto da parte degli amministratori dei doveri fiduciari e dalla necessità di esercitare i poteri loro conferiti in tema di emissione di azioni in ottemperanza al principio di buona fede nell'esecuzione del contratto sociale.

---

<sup>85</sup> Garza v. T.V. Answer, Inc., Civ. A. No.12784, 1993 WL 77186 (Del. Ch., March 15, 1993). “*The text of 8 Del. C. §102(b)(3) may be ambiguous. It could mean that there cannot be any right (or option) for a stockholder to subscribe to additional issues of stock unless the right is expressly granted in the Certificate of Incorporation. The statute, however, may have a more limited meaning. The intent of the General Assembly may have been merely to repeal the common law rule that shareholders are always entitled to subscribe to new shares in preference to others. 8 Del. C. §102(b)(3) therefore might not prohibit all contractual agreements by the stockholders or even by the corporation itself as to the offering of future shares to existing share-holders.*”

5) *Di alcuni limiti al potere degli amministratori nell'emissione di nuove azioni.*

Preso atto del forte ridimensionamento sia giurisprudenziale che normativo della disciplina dell'opzione, per le ragioni sopra spiegate, occorre tuttavia tenere in considerazione l'esistenza di forme di tutela diverse da parte dei soci rispetto all'operato del consiglio di amministrazione.

Infatti l'attuale disciplina generale<sup>86</sup> prevede una serie di regole che, in ogni caso, impongono di sottoporre la deliberazione dell'organo amministrativo all'approvazione successiva da parte dell'assemblea dei soci fermo restando che la competenza in materia di aumento di capitale sociale rimane esclusivamente in capo al *management*.

Più precisamente si tratta dell'ipotesi in cui l'emissione azionaria avviene per oltre il 20% del capitale preesistente, nel caso in cui la liberazione delle azioni avviene attraverso un conferimento diverso dal denaro e infine nel caso in cui si riveli idonea a determinare un trasferimento del controllo<sup>87</sup>.

La rilevanza sistematica di queste disposizioni non può essere trascurata dal momento che l'ordinamento statunitense si è preoccupato di disciplinare espressamente un obbligo da parte degli amministratori di sottoporre all'approvazione assembleare la delibera dell'aumento di capitale sociale ogni qual volta possa condurre ad un'alterazione degli equilibri partecipativi nonché del grado di rischio dell'investimento, anche relativamente ad una società aperta.

Con ciò riconoscendo la possibilità che anche nell'ambito di una *public company* sia possibile assistere ad un fenomeno di concentrazione proprietaria tale da determinare un affidamento da parte dei soci

---

<sup>86</sup> Cfr. par. 6, 21 MBCA, regole poi recepite dal NYSE, NASD, e *American Stock exchange*.

La medesima disposizione non è invece stata recepita a livello federale. Ad esempio la legge dello stato del Delaware continua a prevedere l'esclusiva competenza dell'organo amministrativo in materia di aumento di capitale sociale. Al contempo è opportuno osservare come il DGCL è stato recentemente modificato prevedendo una maggiore flessibilità di disciplina. La riforma in tema di emissione di azioni del Delaware oggi prevede che sia possibile delegare ad un amministratore o a un comitato esecutivo ma anche ad un soggetto esterno non legato alla società, l'emissione delle azioni stabilendo il numero e le tempistiche nonché il modo in cui questi siano determinati purché la delibera del consiglio di amministrazione preveda:

- il numero massimo di azioni;
- il periodo di tempo in cui queste possano essere emesse;
- il criterio di determinazione del prezzo delle azioni. Criterio che impone la fissazione di un prezzo minimo.

<sup>87</sup> Sul punto cfr. M. Ventoruzzo, nt. 65, 520 nonché M. Ganor, *The power to issue stock*, in *Wake Forest L. Rev.* 701, 709, 2011. L'A. lamenta il mancato recepimento della disciplina generale nello stato del Delaware, descrivendo le principali ipotesi di abusivo esercizio del potere di emettere azioni da parte degli amministratori. In particolare la fattispecie nota come *top-up option* finalizzata a permettere operazioni di short – merger senza la preventiva deliberazione assembleare con il mero riconoscimento di un diritto di *appraisal* per i soci contrari all'operazione di integrazione. Ciò peraltro si manifesta ogni qual volta l'organo amministrativo vuole incentivare il passaggio del controllo in capo ad un soggetto terzo. Più precisamente l'operazione si sostanzia in un'emissione destinata al soggetto che a seguito di un'offerta d'acquisto consegua una consistente partecipazione azionaria comunque insufficiente al fine di conseguire il 90% delle azioni in maniera tale da approvare la fusione senza la necessità di convocazione dell'assemblea delle società sia oggetto di acquisizione. Infatti il collocamento preferenziale, permette al socio di controllo di acquistare azioni ad un corrispettivo giudicato incongruo dai soci che non hanno aderito all'offerta (l'emissione avverrà al prezzo di acquisto delle azioni a seguito dell'opa) tanto da permettere il conseguimento della percentuale partecipativa sufficiente alla fusione semplificata. In quest'ipotesi ai soci minoritari non spetterà altro che il diritto di exit alle medesime condizioni di cui all'offerta obliterandosi il passaggio assembleare.

titolari di un consistente numero di azioni, a non vedersi privati dell'influenza partecipativa originariamente detenuta ove la stessa assuma una particolare rilevanza quantitativa.

In altre parole l'ordinamento statunitense ha, quantomeno a livello generale, identificato espressamente un dovere fiduciario degli amministratori consistente nell'obbligo di non incidere sulla posizione organizzativa dei soci ogni qual volta l'operazione determini una modificazione rilevante degli assetti proprietari, demandando loro la decisione nell'ambito del contesto assembleare.

E ciò anche laddove l'ammontare del capitale autorizzato possa condurre a ritenere che i soci, avessero implicitamente accettato la possibilità di subire tale pregiudizio.

In questo caso l'esigenza di celerità e di tutela dell'istanza efficientistica cede il passo alla necessità di tutelare l'affidamento dei soci detentori di partecipazioni qualificate a non subire un'alterazione della misura della partecipazione per effetto di un aumento di capitale sociale, presumendosi che un collocamento di una misura considerevole, specie se rivolto a singoli soggetti, non permetterebbe a questi ultimi, in assenza di un flottante sufficiente, di autotutelarsi attraverso l'acquisto diretto di azioni sul mercato azionario.

Accanto ai limiti legali sono stati concepiti dalla giurisprudenza limiti derivanti dal dovere di buona fede nonché dall'obbligo di non agire in conflitto d'interesse con la società.

Quanto a quest'ultimo aspetto il conflitto d'interesse può verificarsi ogni qual volta la società patisce un danno dal compimento dell'operazione.

Il danno potrebbe essere tanto alla redditività della partecipazione sociale quanto rispetto al valore patrimoniale della stessa<sup>88</sup>.

La giurisprudenza statunitense ha esaminato unicamente questa seconda vicenda che si è verificata in occasione di un aumento di capitale sociale con emissioni di azioni a favore degli stessi amministratori o al socio di maggioranza, ad un prezzo inferiore al valore reale del patrimonio sociale.

L'assunzione di una deliberazione con un soggetto *correlato* necessiterebbe della manifestazione di un parere favorevole da parte della maggioranza degli amministratori indipendenti secondo un meccanismo assimilabile alla disciplina delle operazioni con parti correlate e comunque conduce in caso di danno alla società all'invalidità della deliberazione e alla conseguente responsabilità dell'organo amministrativo.

Maggiori problematiche ha posto la fattispecie in cui invece il consiglio di amministrazione ha deliberato l'emissione di azioni a favore degli stessi amministratori ad un prezzo congruo in maniera tale da determinare il trasferimento del controllo della società.

---

<sup>88</sup> Sul punto si tornerà successivamente. Cfr. già da ora L. Enriques, *Il conflitto d'interesse nella società per azioni*, Giuffrè, 2000, 141 ss.

In questo caso non è rinvenibile un danno patrimoniale e ove non dovesse sussistere un danno alla redditività della partecipazione azionaria, non si potrebbe riscontrare alcun conflitto d'interesse con la società.

Il rispetto dei doveri fiduciari da parte degli amministratori, non si risolverebbe pertanto nell'offerta delle azioni di nuova emissione in favore dei soci ma nel *non avvalersi dello strumento del capitale autorizzato per acquisire direttamente o indirettamente il controllo della società* annacquando la partecipazione dei soci di minoranza<sup>89</sup>.

Il principio venne espresso da una nota sentenza della Corte di New York nel caso *Dunlay v. Avenue M Garage and Repair co., inc.* 1930, e precisamente: *“directors must always be free from fraud in their relations with shareholders. Fair dealing is required. Directors may not authorize the issue of unissued stock to themselves for the primary purpose of converting them from minority to majority stockholders”*.

Alla luce di queste considerazioni occorre notare come i doveri fiduciari degli amministratori nei confronti dei soci, in tema di aumento di capitale sociale, si intensificano nell'ambito delle *close corporation* mentre invece si riducono (o quantomeno si declinano diversamente) all'interno delle *c.d. public corporation*.

La diffusione del capitale e la possibilità di disinvestire e reinvestire acquistando titoli sul mercato legittima una maggiore flessibilità da parte del consiglio di amministrazione nel procedere all'emissione di azioni. Diversamente in assenza di un mercato dove negoziare i titoli, l'organo amministrativo dovrà necessariamente tenere in maggior considerazione le posizioni preesistenti della compagine sociale al fine di evitare ingiustificate alterazioni della misura partecipativa iniziale dei soci, i quali non avrebbero strumenti diversi di autotutela.<sup>90</sup>

Nell'ambito di una *close corporation* l'aumento di capitale in favore del socio di maggioranza o degli stessi amministratori dovrebbe comunque trovare una giustificazione razionale che permetta, sulla base di una comparazione tra interessi, di legittimare un collocamento preferenziale delle azioni di nuova emissione.

---

<sup>89</sup> Cfr. H. Ballantyne, N. Lattin, W. Jennings, *Cases and materials on corporation*, Chicago, 1953, 922 -923. Nota come il diritto di opzione viene ormai previsto statutariamente solo nelle *close corporation* R. Clark, *Corporate Law*, 1987, 719. Sui doveri fiduciari degli amministratori in assenza di clausole statutarie che impongano il rispetto del diritto di opzione cfr. J. Cline, nt. 77, 132 ss. e le ss. pronunce *Snelling v. Richard*, 166 Fed. 635, 1909, *Rowland v. The times Publishing Co.*, 160 Fla. 465, 1948, *Agricultural Society v. Eicholtz*, Kan. 164 1891, *Ross Transport v. Crothers*, 1946, *L. E. Fosgate Co. v. Boston Market*, 1931.

<sup>90</sup> Cfr. R. Clark, nt. 89, 720.

6) *La disciplina del diritto di opzione nel contesto europeo e lo spostamento di competenza in capo all'organo amministrativo*

Come noto, la struttura azionaria delle società dell'Europa continentale, al di là di alcune eccezioni (cfr. Regno Unito), è caratterizzata da una rilevante tendenza alla concentrazione azionaria specie nelle società non facenti ricorso alla quotazione.

Ciò ha da sempre giustificato un accentramento di competenza in capo all'organo assembleare specie nell'ambito di tutte quelle decisioni relative alle modifiche statutarie aventi implicazioni di natura organizzativa.

L'aumento del capitale sociale e la disciplina del diritto di opzione sono stati regolati per la prima volta a livello comunitario con la II Direttiva Cee recepita in molti stati membri secondo una stratificazione legislativa avvenuta a più riprese.

La Direttiva comunitaria risalente al 1977 prevede per gli Stati Membri una disciplina piuttosto rigida in tema di opzione e di tutela della posizione organizzativa del socio in occasione di delibere inerenti l'aumento del capitale sociale<sup>91</sup>.

Più precisamente viene affermata la centralità del diritto di opzione, viene stabilito il divieto di escludere o limitare statutariamente il diritto, viene data semplicemente la possibilità di escludere il diritto di opzione in concreto volta per volta senza predeterminare le cause che giustificano tale esclusione a fronte di una tutela informativa dei soci volta a giustificare le ragioni che conducono alla deliberazione, lascia agli stati membri la possibilità di prevedere la delega all'esclusione del diritto di opzione da parte degli amministratori (o dell'organo competente).

Viene comunque assicurata ai soci la parità di trattamento ma allo stesso tempo viene data la possibilità per gli stati membri di prevedere l'esclusione del diritto di opzione in relazione a determinate categorie di azioni non aventi diritto di voto o aventi diritti diversi in relazione agli utili o alla quota di liquidazione.

In occasione della modifica alla seconda direttiva intervenuta nel 2006 avente ad oggetto la disciplina delle azioni proprie, dell'assistenza finanziaria e della disciplina dei conferimenti in natura, si avanzò la proposta di modificare la disciplina comunitaria in tema di aumento delegato di capitale sociale ed esclusione del diritto di opzione. Più precisamente il par. 5 bis dell'art. 29<sup>92</sup> avrebbe dovuto prevedere che ove le azioni di futura emissione fossero state emesse ad un prezzo pari al valore di mercato

---

<sup>91</sup> G. Labanca, *Il diritto di opzione nella disciplina comunitaria*, in AA. VV., *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro e A. Patroni Griffi, Milano, 1984 619 ss.

<sup>92</sup> Cfr. *Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio di modifica della II direttiva* (Bruxelles 29.10.2004 Com. (2004) def.) Sul punto cfr. M. Speranzin, *Art 2443 in Commentario romano al nuovo diritto societario*, a cura di F. D'Alessandro, vol. II, tomo II, Piccin, Padova, 2011, 888 nt. 40.

L'organo delegato non avrebbe dovuto predisporre una relazione giustificativa dell'esclusione del diritto *in occasione del momento assembleare attributivo della delega all'emissione*.

Il testo proposto non è mai entrato in vigore avendo in questo modo il legislatore comunitario rinunciato all'occasione di giustificare, quantomeno a livello generale, una semplificazione della disciplina tanto da un punto di vista procedimentale quanto da un punto di vista sostanziale. È rimasto fermo quanto previsto originariamente in tema di delega all'organo amministrativo.

Tuttavia occorre ricordare che, quanto previsto dalla direttiva, costituisce lo *standard* minimo di tutela che gli Stati Membri devono assicurare e non è privo di rilievo la considerazione per cui molto spesso gli ordinamenti comunitari hanno recepito la direttiva adottando scelte legislative per certi versi più rigorose di quanto non stabilito dal legislatore comunitario.

Prima di esaminare la storia della delega all'aumento del capitale nell'ambito dell'ordinamento italiano, occorre sia pur riassuntivamente fare riferimento alle principali esperienze europee.

La disciplina spagnola, analogamente a tutte le discipline dei Paesi Europei, prevede il diritto di opzione dei soci sulle azioni di nuova emissione. Prima della riforma del 1951, non esisteva alcuna norma che permettesse l'esclusione del diritto di opzione ed era opinione quasi unanime in dottrina che questo costituisse un diritto individuale del socio disponibile unicamente con il suo consenso<sup>93</sup>.

Oggi l'art. 159 LSA prevede espressamente la possibilità di escludere o limitare il diritto di opzione dei soci utilizzando la stessa formulazione dell'art. 2441 co. 5 c.c. e, dunque, quando l'interesse sociale lo esige<sup>94</sup>.

L'ordinamento spagnolo ha stabilito una diversa disciplina a seconda che la società sia o meno quotata sul mercato regolamentato<sup>95</sup>.

Per le società chiuse è ammissibile esclusivamente una delega a favore dell'organo amministrativo ad aumentare il capitale sociale nel rispetto del diritto di opzione dei soci<sup>96</sup>.

---

<sup>93</sup> M. J. Castellano Ramirez, *La operacion de aumento del capital social*, in *Armonie e disarmonie del diritto comunitario delle società di capitali*, a cura di Gianfranco Campobasso, I, 833 ss.

<sup>94</sup> Così come nell'ambito della dottrina e giurisprudenza italiana, anche in quella spagnola si discute sull'interpretazione della clausola utilizzata nell'ambito dell'art. 159 LSA. Alcuni autori la interpretano in ogni caso in senso restrittivo, senza alcuna distinzione, cfr. per tutti C. Alonso Ledesma, *Algunas consideraciones sobre el juego de la clausola del interes social en la supresion o limitacion del derecho de suscripcion preferente*, in *A.A. V.V., Derecho Mercantil de la Comunidad Economica Europea, Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid, 1993, 282 ss. Altri AA. invece ritengono di dover distinguere a seconda che la società sia chiusa o aperta, interpretando la clausola dell'art. 159 LSA in senso meno rigoroso nella seconda ipotesi, J. Alfaro Aguila – Real, *Interes social y derecho de suscripcion preferente. Una aproximacion economica*, Madrid, 1995, 85 ss.

<sup>95</sup> Per un'analisi del diritto di opzione nell'ordinamento spagnolo e del rapporto tra assemblea e organo amministrativo cfr. S. Cerrato, *Le deleghe di competenze assembleari nella società per azioni*, Giuffrè, 2009, 59 ss. A. Abu Awadd, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, 40 ss.

K. Grechening, *Discriminating shareholders trough exclusion of pre emptive rights? The European infringement proceeding against Spain, C – 338/2006*, in ECFR 4/2007.

<sup>96</sup> L'ordinamento spagnolo ha giudicato che solo con riferimento alle società quotate si giustifica una spoliazione sia pur non definitiva di competenza dell'organo assembleare in base al presupposto per cui, con riguardo alle società chiuse, non sussistono le medesime esigenze di celerità che invece, caratterizzano le società aperte. Inoltre

Per le società quotate invece è espressamente prevista dall'art. 153 LSA la possibilità di delegare l'organo amministrativo non solo la possibilità di aumentare il capitale sociale ma anche di escludere il diritto di opzione dei soci al ricorrere di un interesse sociale idoneo a giustificare tale decisione.

In questo caso il consiglio di amministrazione trova una restrizione non solo qualitativa (la necessità di giustificare la deliberazione in base al ricorrere di un interesse collettivo che non sembra identificarsi con la semplice necessità di massimizzare il valore delle azioni), ma anche quantitativa e temporale. Infatti il termine massimo di durata della delega è di 5 anni (lo stesso termine previsto dall'art. 2443 c.c.) e la stessa non può essere conferita per una misura superiore alla metà del capitale sociale sottoscritto al momento di esecuzione del potere delegato (è lo stesso limite previsto dall'ordinamento tedesco).

Infine la delega ad escludere il diritto di opzione è limitata solo ai conferimenti in denaro non essendo consentita la delega ad aumentare il capitale sociale con esclusione del diritto di opzione rispetto ai conferimenti in natura<sup>97</sup>.

Con riferimento alle categorie di azioni, la previgente disciplina, analogamente al testo dell'art. 2443 c.c. del codice italiano del 1942, prevedeva la possibilità di emettere unicamente azioni ordinarie.

La normativa vigente, nell'attuale art. 153 LSA, ha eliminato tale previsione e oggi è quindi possibile delegare l'organo amministrativo ad emettere anche azioni di categoria speciale favorendo in questo modo l'esigenza di facilitare e rendere appetibile la sottoscrizione delle azioni di nuova emissione.

Occorre ricordare che la disciplina spagnola, all'art. 148 LSA, diversamente dalla disciplina italiana ma analogamente alla disciplina tedesca, prevede che in caso di pregiudizio diretto ma anche indiretto ai diritti di categoria, è necessario convocare e ottenere una deliberazione favorevole da parte dell'assemblea speciale degli azionisti pregiudicati.<sup>98</sup>

---

occorre comunque evidenziare che la disciplina spagnola, diversamente dalla disciplina francese, tedesca, e italiana, non prevede ancora una semplificazione del procedimento di esclusione del diritto di opzione imponendosi in ogni caso una giustificazione per la delibera di esclusione tale da dover essere contenuta in una relazione dell'organo amministrativo. relazione che diversamente da quanto si avrà modo di rilevare per quanto attiene alla disciplina di cui all'art. 2441 co.4 secondo periodo può di per sé costituire il fondamento per il sindacato giurisdizionale della delibera di esclusione ove difetti una motivazione sufficiente in termini di bilanciamento di interessi e proporzionalità della scelta di esclusione del diritto.

<sup>97</sup> Con ciò il legislatore spagnolo ha ritenuto che la funzione del capitale autorizzato sia esclusivamente quella di agevolare con rapidità il reperimento di risorse monetarie sul mercato. Esigenza questa che i tempi per la convocazione dell'assemblea degli azionisti non avrebbero permesso. Sul punto cfr. M. J. Castellano Ramirez, nt. 93, 782 ss.

<sup>98</sup> In dottrina si ritiene che la delega può prevedere le categorie di azioni che l'organo amministrativo può emettere. In questo caso la delibera degli azionisti di categoria eventualmente pregiudicati dovrà intervenire al momento dell'attribuzione della delega. Diversamente si ritiene che ove la delega non specifichi il contenuto delle azioni di futura emissione, l'organo delegato potrà in concreto decidere le caratteristiche del privilegio. In questo caso è evidente come la delibera dell'assemblea speciale potrà intervenire solo al momento dell'emissione. Infine si ritiene, sia pur non condivisibilmente che, nel caso in cui la delega nulla preveda, l'organo amministrativo potrà emettere le categorie azionarie che riterrà necessarie al fine di soddisfare l'interesse collettivo dei soci, richiedendosi in ogni caso la delibera degli azionisti delle categorie in concreto pregiudicate. Cfr. per tutti M. J. Castellano Ramirez, nt. 93, 782 ss.: *“A pesar del carácter dudoso de la solución, creemos que aun en estos casos los administradores podrá emitir acciones privilegiadas si el interés social así lo aconseja e siempre y cuando el acuerdo de aumento se complementa con el consentimiento de cada categoría de acciones antiguas afectadas en los términos del mencionado art. 148 LSA”*.

Meritano di essere ricordate le disposizioni inerenti il prezzo di emissione per il caso di esclusione del diritto di opzione.

Infatti l'art. 308 LSC prevede analogamente a quanto disposto dall'art. 2441 co. 4 c.c. che il prezzo di emissione debba avvenire al c.d. *valor razonable* che dovrebbe corrispondere al valore di mercato delle azioni. Tuttavia è pur sempre consentito all'assemblea o mediante delega al consiglio di amministrazione di stabilire un prezzo di emissione inferiore al valore di mercato purchè tale da non essere inferiore al patrimonio netto sociale. In ogni caso la delibera di aumento del capitale con esclusione del diritto di opzione deve essere corredata da una relazione dell'organo amministrativo che giustifichi la prevalenza dell'interesse sociale su quello individuale al mantenimento della proporzione partecipativa nonché da una relazione della società di revisione che attesti la congruità del prezzo di emissione anche in relazione all'intensità dell'interesse sociale che giustifica l'operazione.

La ratio della disposizione è quella di permettere collocamenti tali da rendere conveniente la sottoscrizione rispetto all'acquisto diretto delle azioni sul mercato regolamentato. Lo sconto dunque sembra giustificarsi in un'ottica di incentivo all'utilizzo dello strumento della ricapitalizzazione.

Ciononostante l'ordinamento spagnolo è stato sottoposto da parte della Commissione europea ad una procedura di infrazione della Seconda Direttiva in quanto si è ritenuto che l'emissione ad un prezzo inferiore al valore di mercato determinasse un'ingiustificata disparità di trattamento tra i terzi sottoscrittori e i soci attuali della società sostenendosi che in tal modo un collocamento ad un prezzo inferiore al valore di mercato sia in ogni caso idoneo a determinare un trasferimento di ricchezza dai vecchi soci ai nuovi sottoscrittori.

Ad avviso della Commissione i terzi beneficiari dell'aumento di capitale godrebbero di un trattamento preferenziale rispetto ai soci violandosi in questo modo l'art. 42 della seconda direttiva. La Corte di Giustizia ha ritenuto però che non ricorresse alcuna violazione della disciplina comunitaria non potendosi ravvisare in capo ai soci e ai terzi destinatari dell'aumento di capitale le medesime condizioni (per le ragioni illustrate in nota).<sup>99</sup>

---

Nello stesso senso cfr. J. M. De La Cuesta, *El aumento y la reduccion del capital social, en La reforma de la Ley Sociedades Anonimas*, (dir. A. Rojo), Madrid, 1987, 173.

<sup>99</sup> K. Grechening, nt. 95, 1 ss. La Corte di Giustizia nella causa C 338/2006 sulla base di numerose argomentazioni ha rigettato la presunta incompatibilità con la direttiva comunitaria. Infatti la disciplina spagnola diversamente da quella tedesca e italiana non contempla la possibilità di procedere ad un'esclusione semplificata del diritto di opzione sia pur nei limiti del 10% del capitale preesistente. La mancanza di una simile disposizione conduce inevitabilmente a considerare la disciplina dell'opzione e della sua esclusione in termini tradizionali. Ossia nonostante la società quotata sia generalmente caratterizzata dalla dispersione dell'azionariato e da una diversa considerazione da parte degli azionisti dello strumento azionario inteso quale strumento di investimento, la possibilità di ancorare il prezzo al valore patrimoniale dell'ente impone quale conseguenza quella di considerare l'azione non tanto un mezzo di scambio quanto piuttosto un bene suscettibile di essere valutato per il valore intrinseco collegato alle facoltà che dallo stesso promanano. Sulla base dell'emancipazione dell'azione da un parametro valutativo improntato allo scambio, viene meno ogni necessità di riferire necessariamente il prezzo di emissione al prezzo di mercato dal momento che la posizione dei soci viene ad essere tutelata non tanto in ragione della possibilità che questi ultimi procedano ad un successivo acquisto, quanto piuttosto dal punto di

Relativamente all'ordinamento francese giova ricordare che recependo quanto previsto dalla II direttiva è consentito all'assemblea delegare al consiglio di amministrazione non solo la facoltà di aumentare il capitale sociale ma anche quella di escludere il diritto di opzione.

Con riferimento alle sole società quotate, l'art. L. 225 – 136, co. 1 , al. 2., c.com. permette all'assemblea sia pur nel rispetto del limite del 10% del capitale sociale preesistente, di delegare al consiglio di amministrazione la possibilità di aumentare il capitale sociale escludendo il diritto di sottoscrizione dei soci, purchè l'emissione sia rivolta al mercato e non a terzi determinati. Inoltre la delega all'esclusione semplificata non può essere esercitata più di una volta l'anno per una durata complessiva non eccedente i 26 mesi e comunque nel rispetto di un termine massimo per l'esecuzione pari a 5 anni.

*Ove la delega contempli invece la possibilità di procedere all'esclusione dell'opzione in favore di terzi, la durata complessiva non potrà eccedere i 18 mesi e l'assemblea dovrà necessariamente predeterminare i criteri, le caratteristiche dei beneficiari, il numero di titoli emettibili a favore di ciascuno di essi nonché il prezzo di emissione.*

Alla luce di questo breve *excursus* della disciplina spagnola e francese emerge come in questi due paesi gli ordinamenti nazionali non hanno assunto posizioni particolarmente liberali sui temi oggetto della presente indagine.

In particolare la Spagna non ha introdotto all'interno del proprio ordinamento una disciplina semplificata di esclusione mentre la Francia ha limitato l'ambito applicativo della disciplina semplificata ai soli aumenti di capitale mediante offerta pubblica di sottoscrizione sulla base del convincimento per cui il collocamento privato può essere idoneo di per sé a determinare un pregiudizio alle posizioni amministrative pregresse dei soci essendo questi ultimi sforniti di tecniche di tutela equipollenti.

---

vista passivo ossia tenuto conto del fatto che i medesimi non si attivino al fine di procedere ad un acquisto tale da fargli mantenere la medesima proporzione partecipativa originaria. In questi termini assicurare una tutela meramente patrimoniale guardando alla posizione statica del socio all'interno del mercato significa guardare al fenomeno azionario in termini strettamente societari e non in termini finanziari con ciò assumendo una prospettiva forse ormai un po' anacronistica. In ogni caso ove il socio venga visto non come risparmiatore ma come azionista nessun problema di parità di trattamento potrebbe scorgersi. Infatti il socio e il terzo assumono prospettive del tutto diverse e come tali non assumono quell'identità di posizioni che assumerebbe rilevanza ai fini dell'applicazione dell'art. 42 della direttiva. In altre parole la parità di trattamento potrebbe assumere rilevanza ove il socio e il terzo assumessero entrambi, con riferimento allo strumento azionario, la prospettiva dell'investimento. Ove per espressa scelta legislativa l'ordinamento abbia rinunciato a vedere nel socio un mero investitore, il criterio del patrimonio netto assicura in ogni caso una tutela minima allo stesso prescindendosi dalla possibilità che in concreto quest'ultimo si ponga quale acquirente delle azioni sul mercato regolamentato. Inoltre l'esistenza e la necessità che ricorra un interesse collettivo al fine di escludere il diritto di opzione, documentata dalla relazione giustificativa dell'organo amministrativo, potrebbe in ogni caso giustificare la scelta di procedere ad uno sconto in funzione del perseguimento dello scopo comune volto alla massimizzazione del valore azionario. La necessità di collocare le azioni ad un valore inferiore a quello di mercato potrebbe ricorrere ogni qual volta la società si trovi in uno stato di crisi tanto da richiedere una ricapitalizzazione a condizioni vantaggiose per i terzi ma anche per la società. Seguire quest'impostazione comporta inevitabilmente la necessità di prescindere dall'adozione di regole fisse e adottare standard e interpretazioni fondate sulla preminenza delle clausole generali.

Con riferimento all'istituto della delega, entrambi gli ordinamenti come visto hanno limitato fortemente l'ambito dei poteri delegabili all'organo amministrativo anche e soprattutto con riferimento all'esclusione del diritto di opzione.

Diverso è stato il percorso seguito prima dall'ordinamento tedesco e poi da quello italiano a partire dal 2003.

In Germania l'istituto della delega al consiglio di amministrazione per l'aumento del capitale sociale trova un espresso riconoscimento normativo nei par. 202 e ss. dell'Aktg.

La fattispecie nota come capitale autorizzato richiede, diversamente da quanto previsto nell'ordinamento francese e spagnolo<sup>100</sup>, la previsione del potere delegato nell'atto costitutivo o nello statuto attraverso una modifica dello stesso *durante societate* assunta con la maggioranza qualificata dei tre quarti del capitale sociale.

L'organo amministrativo può essere investito da parte dell'assemblea del potere di aumentare il capitale sociale fino al 50% del capitale preesistente al momento di efficacia della delega.

Il limite del 50% deve essere calcolato al momento della modifica statutaria e non al momento di esercizio del potere delegato da parte dell'organo amministrativo.

Ne consegue l'illegittimità di deleghe che fissino il limite quantitativo *per relationem* rispetto al capitale sussistente al momento dell'esecuzione dell'aumento delegato.

In caso di conferimento di più deleghe il limite quantitativo rileva non per le singole deliberazioni assembleari ma per l'insieme delle stesse. Ciò al fine di evitare una facile elusione della disposizione.

Il riferimento al limite del 50% del capitale sociale è giustificato in ragione dell'esigenza di contenimento del potere dell'organo amministrativo funzionale ad evitare facili alterazione degli assetti proprietari.

La durata della delega non può eccedere il limite di 5 anni e può essere conferito altresì il potere di escludere l'opzione nei limiti della percentuale sopra indicata.

L'operazione vede il coinvolgimento non solo del consiglio di amministrazione ma anche dell'organo di sorveglianza il quale deve essere chiamato ad autorizzare la deliberazione consiliare<sup>101</sup>.

---

<sup>100</sup> Ordinamenti nei quali la delega al consiglio di amministrazione per l'aumento del capitale non richiede una modifica statutaria quanto piuttosto una delibera dell'organo assembleare assunta con le maggioranze qualificate previste per le modifiche dello statuto.

<sup>101</sup> Il coinvolgimento del consiglio di sorveglianza nell'aumento delegato del capitale sociale costituisce un ennesimo riconoscimento normativo della funzione non solamente di controllo riconosciuta al suddetto organo. Infatti il consiglio di sorveglianza nell'ordinamento tedesco è chiamato a cooperare con il consiglio di amministrazione nell'assunzione di decisioni aventi rilevanza strategica senza che sia necessaria un'espressa previsione statutaria. Nell'ordinamento italiano, ove la società decida di assumere il modello di amministrazione dualistico, il coinvolgimento del consiglio di sorveglianza nell'assunzione di operazione afferenti l'alta amministrazione deve essere previsto statutariamente ai sensi dell'art. 2409 terdecies lett. f bis). Con ciò differenziandosi dal modello di matrice tedesca dove la competenza paragestoria è, come visto, riconosciuta per legge. Sulla possibilità di delegare il consiglio di sorveglianza della possibilità di procedere all'aumento di capitale sociale ove la società adotti il sistema dualistico sulla base di una delega atipica cfr. S. Cerrato, nt. 44, 193 -194.

L'organo amministrativo, inoltre, ove investito del potere di escludere il diritto di opzione per conferimenti in natura, ove la delega nulla specifichi, è libero nella scelta del bene oggetto di conferimento e nell'individuazione del beneficiario nel rispetto dei limiti inerenti le entità conferibili e la formazione del capitale sociale essendo all'uopo necessaria un'apposita perizia di stima<sup>102</sup>.

Inoltre nel silenzio della delega il par. 202 prevede la possibilità per il consiglio di amministrazioni di scegliere le categorie di azioni emettibili anche in assenza di un'espressa previsione statutaria ad eccezione dell'ipotesi in cui la società abbia in circolazione azioni senza diritti di voto. In questo caso l'emissione di azioni di categorie diverse, tali da recare un pregiudizio alle azioni preesistenti, deve essere espressamente prevista dalla delega assembleare ed autorizzata dall'assemblea speciale di categoria pregiudicata<sup>103</sup>.

La possibilità di delegare il consiglio di amministrazione della facoltà di aumentare il capitale sociale escludendo l'opzione dei soci è stata oggetto di numerosi dibattiti dottrinali e giurisprudenziali. L'ordinamento tedesco infatti ha sfruttato già da molti anni la possibilità data dalla seconda direttiva comunitaria di delegare all'organo gestorio l'aumento con esclusione dell'opzione.

Ciononostante l'operazione è stata per molto tempo circondata da numerose cautele.

Prima del 1997, la giurisprudenza tedesca ha subordinato l'esclusione del diritto di opzione ad una serie di presupposti non scritti che implementavano la disciplina legale.

Infatti il par. 186 dell'Akgt stabilisce esclusivamente che per la delibera di esclusione del diritto di opzione occorre una maggioranza rafforzata dei tre quarti del capitale sociale oltre al dovere da parte dell'organo amministrativo di predisporre una relazione che giustifichi le ragioni sottostanti alla decisione.

Oltre a questi obblighi la giurisprudenza del BGH in varie pronunce ha stabilito la necessità da parte dell'organo amministrativo di giustificare l'operazione dal punto di vista della proporzionalità della decisione in un'ottica di bilanciamento tra l'interesse collettivo e quello individuale.

L'istituto della delega ha per molto tempo risentito della rigidità del formante giurisprudenziale in tema di esclusione del diritto di opzione. Infatti la giurisprudenza tedesca ha per molti anni ritenuto che le

---

<sup>102</sup> Il par. 205 dell'Akgt infatti prevede che la delega deve necessariamente prevedere la possibilità di escludere l'opzione da parte del consiglio di gestione a fronte di conferimenti in natura. Ne consegue in questo caso e come rilevato nel testo l'impossibilità da parte dell'organo amministrativo di fornire una relazione sulle ragioni di esclusione del diritto di opzione, già nella fase di attribuzione della delega a meno di non interpretare la norma in senso abrogante rispetto all'espressa formulazione. Sul punto in senso conforme H. Hirte, *Issuing new shares and pre-emptive rights, recent issues in european corporate statutes*, in *La società per azioni oggi, Atti del convegno internazionale di studi di Venezia* 10 – 11 novembre 2006, a cura di P. Balzarini, A. Carcano, M. Ventoruzzo, Giuffrè 2007, 733 ss. nell'ordinamento italiano M. Speranzin, *Appunti sull'art. 2440 bis*, in *Riv. Soc.* 2010, 542 ss. nonché nt. 92.

<sup>103</sup> Sul punto si tornerà successivamente anche in relazione a quanto ritenuto legittimo nell'ambito dell'ordinamento italiano.

ragioni giustificative dell'esclusione del diritto concreto di opzione dovessero ricorrere al momento di attribuzione del potere delegato e non al momento del suo esercizio<sup>104</sup>.

Ciò significa che la relazione dell'organo amministrativo prevista tanto dalla Seconda direttiva quanto dal par. 186 Aktg avrebbe dovuto essere predisposta al momento della modifica statutaria attributiva della delega limitandosi in questo modo la discrezionalità dell'organo delegato nella selezione degli interessi rilevanti.

Se questo era lo stato dell'arte fino al 1994 occorre ricordare che proprio in quell'anno il legislatore tedesco ha modificato la disciplina sull'esclusione del diritto di opzione prevedendo al par. 186 dell'Aktg la possibilità per la società per azioni quotata di escludere o limitare il diritto di opzione nei limiti del 10% del capitale preesistente senza la necessità di rispettare il procedimento ordinario previsto dalla stessa disposizione con riferimento alle spa chiuse. La tutela dei soci privati del diritto di opzione è di natura esclusivamente patrimoniale stabilendosi che il prezzo di collocamento non possa discostarsi notevolmente dal valore di mercato delle azioni al momento dell'emissione. Giova ricordare che il par. 186 dell'Aktg che permette l'esclusione semplificata del diritto di opzione presuppone che i conferimenti da parte dei soggetti terzi abbiano ad oggetto esclusivamente denaro e, diversamente da quanto previsto nell'ordinamento francese dove l'esclusione semplificata riguarda esclusivamente i collocamenti mediante offerta pubblica di sottoscrizione, la disposizione non distingue a seconda che l'emissione nei limiti del 10% possa avvenire a favore di un singolo individuo o debba essere necessariamente rivolta al pubblico. Inoltre non viene indicato un termine minimo entro cui non si possa procedere ad un successivo aumento avvalendosi del procedimento semplificato.

La riforma del par. 186 è stata foriera di numerosi dubbi interpretativi.

Ad avviso di parte della dottrina la disposizione dovrebbe essere interpretata alla luce della disciplina ordinaria dell'esclusione del diritto di opzione<sup>105</sup>. Il nuovo par. 186 Aktg non costituirebbe un'eccezione

---

<sup>104</sup> BGH, 13 marzo 1978, Kali und Salz, in BGHZ, 71, 40 ss.; LG Frankfurt, 21 gennaio 1981, Holzmann, in AG, 1981, 235 ss.; BGH, 19 aprile 1982 Holzmann, BGHZ, 83, 319 ss., OLG Munchen, 28 dicembre 1990, NAK, in WM, 1991, 1763 ss.; BGH, 7 marzo 1994, Deutsche Bank, in BGHZ, 125, 239 ss. come riportate da S. Cerrato, nt. 3, 168, nt 146.

Sul punto cfr. anche la sente della Corte di Giustizia C. 42/95 sul caso Siemens Nold a seguito della questione pregiudiziale sollevata dal BGH tedesco in ragione della compatibilità in astratto tra diritto di opzione e conferimento in natura. Sentenza in cui il giudice europeo ricorda come in Germania la giurisprudenza esiga al momento di attribuzione della delega la relazione dell'organo amministrativo volta a giustificare in maniera dettagliata e secondo i presupposti delineati nel caso Kali und Salz, le ragioni di esclusione del diritto di opzione. Nel caso di specie però la questione ricorse in via incidentale dal momento che il quesito rivolto alla corte di giustizia riguardava l'astratta compatibilità tra diritto di opzione e conferimento in natura alla luce dell'art. 29 della II direttiva comunitaria che invece prevede l'esistenza del diritto di opzione solo rispetto al conferimento in denaro. La corte di giustizia in via di principio non esclude la compatibilità tra opzione e conferimento in natura e demanda la scelta sull'esclusione o sulla non spettanza del diritto di opzione per ipotesi di conferimento in natura ai singoli stati membri.

<sup>105</sup> M. Lutter, *Das neue "Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts"*, AG, 1994, 429 ss. nonché H. Wiedemann, in *Großkomm Aktg*, par. 186, 4 ed., Berlin, 1995, 265 ss. citati da A. Abu Awadd, nt.95, 46, nt. 188. Ad avviso del primo autore, infatti, la relazione dell'organo amministrativo dovrebbe oltre a

alla disciplina generale ma dovrebbe essere letto conformemente all'interpretazione consolidata in tema di esclusione del diritto di opzione.

Il legislatore non avrebbe pertanto operato una sorta di *presunzione relativa* di conformità all'interesse sociale dell'emissione nei limiti del 10% e da ciò conseguirebbe la necessità da parte dell'organo amministrativo di giustificare l'operazione analogamente a quanto previsto dalla prima parte del par. 186 Aktg.

L'interpretazione restrittiva della disposizione muove dalla preoccupazione per cui l'emissione di azioni nei limiti del 10% del capitale preesistente potrebbe costituire uno strumento idoneo a determinare un'alterazione delle partecipazioni originarie dei soci di minoranza e risolversi in un mezzo di concentrazione di potere da parte del socio di maggioranza.

Questa considerazione trae giustificazione dall'esame della struttura azionaria delle società tedesche che analogamente alle società quotate di origine europea presentano un azionariato scarsamente disperso e conseguentemente una forte concentrazione proprietaria.

In un contesto di questo tipo l'esclusione semplificata, data l'assenza di un mercato liquido in cui procedere all'investimento da parte dei soci, comporterebbe la diluizione delle percentuali partecipative della minoranza in assenza di strumenti idonei di autotutela.

La dottrina maggioritaria<sup>106</sup> invece sostiene che la norma attua una presunzione assoluta di conformità all'interesse sociale in quanto l'esclusione del diritto nei limiti indicati sarebbe insuscettibile di produrre delle conseguenze rilevanti in termini di diluizione partecipativa.

La norma sarebbe espressione dell'interesse meramente patrimoniale del socio di una società quotata al mantenimento del solo valore economico della partecipazione assicurato dal criterio di determinazione del prezzo di emissione.

Ne conseguirebbe la possibilità di avvalersi del procedimento di esclusione semplificata senza la necessità di predisporre una relazione che giustifichi le ragioni dell'esclusione in deroga a quanto previsto dalla disciplina ordinaria<sup>107</sup>.

Secondo una dottrina minoritaria<sup>108</sup> la disposizione dovrebbe, invece, trovare applicazione unicamente rispetto a quelle società quotate caratterizzate dall'assenza di soci titolari di partecipazioni rilevanti.

La tesi però si presta a numerose obiezioni. Infatti manca ogni indice legislativo che consenta di verificare e determinare la soglia partecipativa rilevante. Inoltre, la disposizione si presterebbe ad essere

---

giustificare le ragioni dell'esclusione anche attestare che in quel preciso momento i soci avrebbero la possibilità di autotutelarsi attraverso l'acquisto diretto delle azioni necessarie al mantenimento della proporzione originaria.

<sup>106</sup> Tra cui T. Stamatopoulos, *Die Pflichtenstellung des Vorstands der AG und der Schutz der Aktionäre beim bezugsrechtfreien genehmigten Kapital*, Bohn, 2007 citato da M. Speranzin, nt. 92, 880 ss

<sup>107</sup> Sul punto cfr. Marsch – Barner par. 203 Aktg, in *Aktiengesetz Burgers / Korber*, 2010, 1224 – 1225. Per un commento in lingua italiana rispetto alla sentenza del Tribunale di Francoforte sul Meno, del 13 ottobre 2003, cfr. V. Sangiovanni, *Aumento di capitale ed esclusione del diritto di opzione nella società per azioni tedesca*, in *Giur. comm.* 2003, II, 692 ss.

<sup>108</sup> Drinkuth, 1998, citato da A. Abu Awadd, nt. 95, 48, nt. 197.

utilizzata una sola volta dal momento che, anche ove venisse data soluzione al primo problema, la sottoscrizione da parte di un determinato soggetto nel limite indicato dalla norma, impedirebbe il successivo utilizzo della stessa raggiungendosi il presupposto ostativo all'applicazione della stessa.

La conclusione cui giunge l'orientamento dominante muove da un lato, dalla consapevolezza dell'impossibilità per le minoranze, dato il contesto concentrato di riferimento, di procurarsi un quantitativo di azioni sufficiente al mantenimento del peso originario, dall'altro però viene giustificata in relazione alla considerazione per cui anche i soggetti titolari di partecipazioni di minoranza qualificate dovrebbero essere indifferenti rispetto ad una riduzione dell'ammontare della partecipazione detenuta.

In altre parole la possibilità di acquistare direttamente sul mercato le partecipazioni azionarie costituirebbe necessariamente una tutela appannaggio di alcuni soci e non di tutti. Con ciò confermandosi quanto detto precedentemente sulla forte spinta del legislatore a favorire la partecipazione azionaria dei soli soggetti titolari di partecipazioni qualificate in un'ottica di gestione accentrata del risparmio e di disincentivo dei piccoli azionisti titolari di esigue percentuali partecipative. È stato sostenuto in particolare che la relazione dell'organo amministrativo se da un lato non deve necessariamente giustificare l'operazione dimostrando la necessità di procedere all'esclusione del diritto, dall'altro dovrebbe attestare se vi sia concretamente la possibilità di reperire sul mercato un quantitativo di azioni sufficiente a mantenere inalterato il proprio peso partecipativo introducendo comunque un controllo di merito relativamente alla deliberazione di esclusione dell'opzione.

In ogni caso occorre rilevare come, secondo l'orientamento prevalente, il par. 186 diversamente dall'analoga disposizione nell'ordinamento italiano, prevede che l'aumento di capitale con esclusione semplificata debba necessariamente prevedere una contestuale emissione in opzione ai soci sicché la percentuale del 10% deve necessariamente riferirsi non al capitale preesistente ma al capitale deliberato<sup>109</sup>. Ciò non è indifferente dal punto di vista dell'effetto diluitivo della deliberazione dal momento che in ogni caso ai soci vengono offerte in opzione una parte delle azioni di nuova emissione. In questo contesto normativo, la *ratio* del limite del 10% dovrebbe essere quella di garantire la compagine sociale da possibili modificazioni rilevanti delle proporzioni partecipative.

In ogni caso la modifica legislativa sull'esclusione semplificata del diritto di opzione ha avuto un risvolto indiretto sia pur particolarmente rilevante sul tema dell'aumento delegato di capitale sociale,

---

<sup>109</sup> Nota la differenza A. Abu Awad, nt. 95. Ciò significa che la delibera di aumento deve necessariamente scomporsi in due parti: la prima in opzione ai soci la seconda con esclusione a favore o del mercato o di terzi. L'art. 2441 co. 4 c.c. invece prevede che l'emissione con esclusione del diritto di opzione prescindendo da una contestuale offerta in opzione ai soci. esemplificando l'emissione disciplinata dal par. 186 co. 3 Aktg impone che a fronte di aumento di 100.000, 90.000 siano offerti in opzione ai soci mentre 10.000 possano essere liberamente collocati o sul mercato o a terzi individuati preventivamente. In questo modo è evidente come l'effetto diluitivo connesso alla deliberazione è sicuramente più contenuto di quello che si verifica in caso di emissione a terzi o al mercato senza il preventivo riconoscimento del diritto di opzione, specie ove l'emissione sia reiterata a distanza di breve tempo dalla precedente.

alleggerendo dal punto di vista contenutistico il contenuto degli obblighi documentali previsti in caso di attribuzione e di successivo esercizio della delega<sup>110</sup>.

Dal coordinamento del par. 202 Aktg e del par. 186 co. 3 Aktg deriverebbe l'impossibilità per l'organo amministrativo già al momento di attribuzione della delega di giustificare in relazione alla procedura di esclusione semplificata, l'interesse sociale sotteso all'operazione. Più precisamente, la valutazione operata dal legislatore sulla conformità dell'emissione all'interesse collettivo, renderebbe inutile la predisposizione già al momento di attribuzione della delega della relazione dell'organo amministrativo sulle ragioni della futura operazione<sup>111</sup>.

Con riguardo al tema dell'aumento delegato con esclusione semplificata del diritto di opzione la giurisprudenza tedesca ha avuto modo di pronunciarsi con riguardo al problema del computo del limite del 10% previsto dal par. 186 Aktg in relazione alla delega all'aumento di capitale in favore dell'organo amministrativo.

Operando un'assimilazione tra la delibera assembleare e l'attribuzione della delega, il Tribunale di Monaco<sup>112</sup> ha statuito che il consiglio di amministrazione non possa avvalersi della facoltà di esclusione semplificata per ogni anno di durata della delega quanto piuttosto una sola volta anche ove l'ammontare massimo del capitale autorizzato consenta più emissioni nel rispetto del procedimento semplificato fermo restando il limite del 50% stabilito dal par. 202 Aktg. In altre parole il consiglio di gestione dovrebbe essere vincolato al rispetto del limite del 10% con riferimento al capitale sociale esistente al momento di attribuzione del potere delegato e non assumendosi quale base di calcolo il capitale sociale via via crescente per effetto dell'esercizio della delega.

La soluzione peraltro, tiene in considerazione l'esigenza di evitare che l'organo amministrativo possa procedere, attraverso più emissioni destinate a soggetti specifici, ad alterare la struttura proprietaria della società senza che ciò trovi una giustificazione in ragione di uno specifico interesse sociale.

Avremo modo successivamente di criticare questa presa di posizione del giudice tedesco che ha determinato una parte della dottrina italiana a ritenere che, anche con riferimento alla delega all'aumento di capitale, il limite previsto oggi dall'art. 2441 co. 4 vada riferito esclusivamente alla data dell'attribuzione del potere delegato.

---

<sup>110</sup> S. Cerrato, nt. 44.

<sup>111</sup> Sul punto si avrà modo di tornare successivamente per quanto attiene all'art. 2441 co. 4 in relazione all'art. 2443 c.c.

<sup>112</sup> LG Munchen I, 27 novembre 1995, (10 HKO 11200/95) in WM, 1996, 305 confermata in secondo grado OLG, Munchen, 24 luglio 1996 (7 U 6319/95), in WM, 1996, 1910 ss.) Caso giurisprudenziale menzionato da H. Hirte, U. Pfeifer, *L'evoluzione del diritto delle imprese e delle società in Germania negli anni 1996 e 1997*, in Riv. Soc. 2002, 667 ss. conformemente alla posizione sostenuta dallo stesso H. Hirte, in, *Anmerkungen und Anregungen zur geplanten gesetzlichen Neuregelung des Bezugsrechts*, in ZIP, 1994, 356, 362; Id. (nt. 32), sub § 207 AktG, Rnr. 35 (con riferimento all'aumento gratuito del capitale); Lutter, in KK (nt. 49), integrationalcommentosub§186AktG,1995,Rnr.9.(503) LG München I, in ZIP, 1996, 76; in EwiR, sub § 186 AktG, n. 1/96, 199 (con nota di Kowalski); in merito alle numerose lacune della nuova regolamentazione dell'esclusione semplificata dell'opzione si v. Hirte, in ZIP, 1994, 356, 362.

Tornando alla disciplina generale dell'aumento delegato occorre sottolineare come la giurisprudenza del BGH abbia assunto una diversa prospettiva in tema di informativa preassembleare.

Come rilevato precedentemente, il giudice tedesco ha ritenuto che l'informazione sulle ragioni giustificative dell'esclusione del diritto di opzione dovesse essere messa a disposizione dei soci al momento di conferimento della delega.

In questo modo si voleva assicurare all'assemblea e quindi a tutti i soci la consapevolezza sul perché si sarebbe escluso o limitato il diritto e conseguentemente sulle ragioni poste alla base della decisione. L'interpretazione data dalla giurisprudenza tedesca fino agli anni '90 vedeva nella deliberazione assembleare un imprescindibile momento di informazione non surrogabile da un'informazione successiva non facilmente conoscibile dai soci.

Considerando la durata massima della delega, e tenuto conto del limite quantitativo imposto dal par. 202 Aktg, la soluzione proposta, però, appariva eccessivamente restrittiva e presupponeva la conoscenza già al momento dell'attribuzione della delega delle ragioni economiche che avrebbero in futuro giustificato la deliberazione consiliare.

Ne conseguiva pertanto che l'istituto del capitale autorizzato avrebbe potuto essere utilizzato esclusivamente rispetto al compimento di operazioni già note agli amministratori o comunque in divenire in un momento anteriore alla modificazione dello statuto.

Come anticipato, la giurisprudenza tedesca a partire del noto caso Siemens Nold del 1997, ha mutato orientamento.

La causa ha peraltro visto la partecipazione della corte di giustizia europea e aveva ad oggetto la compatibilità tra l'esercizio del diritto di opzione e il conferimento in natura.

La questione pregiudiziale venne sollevata dal BGH con riferimento alla censura mossa dall'attore della soppressione del diritto di opzione a fronte di una delega all'aumento del capitale sociale rispetto ad un conferimento in natura.

Nel caso di specie l'attore lamentava l'assenza, al tempo del conferimento della delega, di ogni informazione sulle ragioni giustificative dell'esclusione del diritto e il giudice europeo venne chiamato a pronunciarsi non tanto sulla necessità della documentazione informativa al momento dell'attribuzione del potere delegato, quanto piuttosto sulla necessità che a fronte del conferimento in natura dovesse essere necessariamente predisposta una documentazione idonea a giustificare le ragioni dell'esclusione del diritto alla luce dei principi elaborati dalla corte tedesca e sopra riferiti.

La Corte di Giustizia in quell'occasione ebbe modo di verificare l'astratta compatibilità del conferimento in natura con il diritto di opzione e la conseguente necessità di giustificare l'esclusione del diritto di opzione avuto riguardo all'interesse sociale.

La Corte Europea ricordando la prassi giurisprudenziale tedesca di motivare le ragioni dell'esclusione al momento di conferimento della delega non ha preso però posizione sul momento rilevante ai fini dell'informazione.

Il BGH a seguito della sentenza della Corte di Giustizia, sia pur con un *obiter dictum*, accogliendo la tesi di H. Hirte, a suo tempo minoritaria, ha stabilito che, se da un lato il conferimento in natura non è sottratto alla disciplina ordinaria in tema di esclusione dell'opzione e conseguentemente richiede un'informazione analoga alle altre ipotesi che astrattamente giustificerebbero l'esclusione dell'opzione, dall'altro ha ritenuto che la relazione dell'organo amministrativo non avrebbe potuto essere fornita in una fase in cui la società non aveva ancora avviato alcuna trattativa col terzo conferente non essendosi ancora individuato il bene oggetto di conferimento.

Argomentare diversamente avrebbe significato svuotare di significato il par. 202 Aktg restringendone notevolmente l'ambito applicativo. Inoltre occorre rilevare che l'interpretazione giurisprudenziale dominante fino alla sentenza Siemens/Nold, secondo cui le ragioni dell'esclusione dell'opzione avrebbero dovuto essere presentate in assemblea al momento del conferimento della delega, non sarebbe stata compatibile con quanto previsto dal par. 203 dell'Aktg secondo cui nel silenzio della delega l'organo amministrativo è libero di scegliere i beni oggetto del conferimento in natura.

L'inadeguatezza della suddetta opzione interpretativa si manifesta con tutta evidenza proprio in ragione della possibilità, prevista a monte dal legislatore, che l'organo amministrativo possa anche in un secondo momento, individuare il bene oggetto di conferimento.

Consequentemente è stata ritenuta pienamente condivisibile, quantomeno rispetto all'ipotesi di esclusione ordinaria del diritto di opzione, la tesi per cui l'organo amministrativo avrebbe dovuto presentare la relazione informativa (il cui contenuto avrebbe dovuto essere parametrato agli standard giurisprudenziali precedenti), al momento di esercizio del potere delegato, mettendo a disposizione dei soci una relazione dettagliata prima della deliberazione consiliare al fine di consentire agli stessi il sindacato *ex post* ove la relazione fosse carente o contraddittoria.

In particolare il consiglio di gestione dovrebbe depositare presso la sede sociale la documentazione in modo tale da permettere una valutazione delle conseguenze dell'operazione sulla posizione economico-partecipativa dei soci.

Se questo era lo stato dell'arte fino ai primi anni 2000, la Corte Tedesca ha avuto modo successivamente di mutare orientamento spostandosi su una posizione ancor più liberale<sup>113</sup>.

---

<sup>113</sup> Sul punto si rinvia alle considerazioni di H. Hirte, *Issuing new shares and pre-emptive rights, recent issues in European corporate statutes*, in *La società per azioni oggi, Atti del convegno internazionale di studi di Venezia* 10 – 11 novembre 2006, a cura di P. Balzarini, A. Carcano, M. Ventoruzzo, Giuffrè 2007, 733 ss. Rinvia alla medesima sentenza anche M. Speranzin, *Appunti sull'art. 2440 bis*, in *Riv. Soc.* 2010, 542 ss. nonché in *op. cit.* nt. 92.

Nel 2006 il BGH nelle due sentenze *Mangusta/Commerzbank I e II*, infatti ha stabilito che, in caso di delega all'aumento del capitale sociale con esclusione del diritto di opzione dei soci, il consiglio di amministrazione deve presentare in assemblea, al momento dell'attribuzione della delega, semplicemente un relazione sintetica e approssimativa sulle ragioni della futura esclusione del diritto e successivamente, alla prima assemblea utile dopo l'esercizio della delega, rendicontare ai soci sulla deliberazione consiliare avente ad oggetto l'esclusione del diritto di opzione.

Il percorso argomentativo seguito dal giudice tedesco muove da due presupposti di fondo: da un lato l'esigenza di rendere quanto più flessibile lo strumento del capitale autorizzato, dall'altro il vuoto normativo in tema di informazione dei soci ricavabile tanto dalla Seconda Direttiva Comunitaria quanto dalla disciplina della legge azionaria tedesca. Il BGH ha ritenuto che non sussistessero i presupposti per la remissione della questione alla Corte di Giustizia fondando il rigetto della questione pregiudiziale sollevata dall'attore sull'interpretazione dell'art. 29 della seconda direttiva. Secondo il giudice tedesco infatti l'art. 29 nel rinviare alla disciplina ordinaria in tema di esclusione del diritto di opzione da parte dell'organo assembleare si riferirebbe esclusivamente alla disciplina dei quorum assembleari e della pubblicità della deliberazione senza prevedere un espresso rinvio alla relazione informativa prevista invece in caso di esclusione del diritto di opzione da parte dell'assemblea.

La posizione assunta dalla corte nel caso esaminato è stata oggetto di critiche da parte di alcuni autori tedeschi<sup>114</sup> ad avviso dei quali il vuoto di tutela cui andrebbero incontro i soci di minoranza non troverebbe peraltro giustificazione sia per quanto attiene al fatto che in questo modo sarebbero sprovvisti della tutela reale per il semplice spostamento della competenza in capo all'organo amministrativo sia alla luce del quadro comparatistico vigente in altri paesi tra cui ad esempio la Francia (cfr. art. 155 – 2 del *decret* 23 marzo 1967 n. 67-236 inserito dal *decret* 7 febbraio 1991, n. 91 – 153) la cui legislazione prevede espressamente l'obbligo di informazione dei soci oltre che al momento di attribuzione della delega all'organo amministrativo anche nel momento dell'esecuzione della deliberazione consiliare.

Alla luce del quadro delineato, risulta evidente come la disciplina sull'esclusione del diritto di opzione e sulla delega all'aumento di capitale sociale è stata recepita diversamente dai principali paesi europei e la tutela dei soci di minoranza di fronte alle deliberazioni dell'organo delegato è suscettibile di variare a seconda del contesto normativo di riferimento.

La situazione descritta, lungi dall'aver raggiunto gli obiettivi di armonizzazione comunitari, appare ancor più incerta se paragonata con il contesto normativo italiano che, pur avendo recepito numerosi spunti da parte dell'ordinamento tedesco, presenta alcuni elementi di discontinuità e al contempo ancora risente del *deficit* interpretativo derivante dall'assenza di statuizioni giurisprudenziali in merito.

---

<sup>114</sup> Di nuovo H. Hirte, nt. 113, 737.

## CAPITOLO II

### AUMENTO DELEGATO, DISCIPLINA DEL DIRITTO DI OPZIONE E POTERI DELL'ORGANO AMMINISTRATIVO

*Sommario: 1) Analisi del fenomeno nel vigore del codice del commercio, funzione della delega e tutela dei soci: dal recesso al sovrapprezzo; 2) Aumento di capitale delegato all'organo amministrativo dal codice del 1942 alla miniriforma del 1986; 3) Aumento delegato e diritto di opzione; 4) Aumento delegato e sovrapprezzo di emissione in costanza del diritto di opzione, poteri dell'organo amministrativo nella fase della prelazione e del collocamento dell'inoptato; 5) Esclusione del diritto di prelazione e delega all'organo amministrativo. 6) Delega all'aumento in opzione nelle società quotate: criticità applicative e tecnica del prezzo aperto*

1) *Analisi del fenomeno nel vigore del codice di commercio, funzione della delega e tutela del socio: dal recesso al sovrapprezzo.*

Ai fini di una migliore comprensione del fenomeno dell'aumento di capitale sociale delegato al consiglio di amministrazione, del rapporto tra soci e amministratori, delle competenze delegabili, e dei poteri impliciti dell'organo amministrativo, appare utile guardare alla disciplina prevista dal codice di commercio del 1882.

Il fenomeno dell'organizzazione societaria vedeva il rapporto tra assemblea e organo amministrativo attratto sotto lo schema civilistico del mandato.<sup>115</sup>

L'organo amministrativo si era soliti ritenere che derivasse il proprio potere gestorio non dalla legge ma direttamente dall'assemblea dei soci.

L'istituto della delega era sconosciuto dal punto di vista normativo. Nessuna disposizione consentiva quantomeno espressamente la possibilità per l'assemblea di delegare nessuna funzione al consiglio di amministrazione.

La ragione di questa quantomeno tendenziale separazione di competenze era giustificata dalla necessità di rispettare una disciplina organizzativa fondata sul crisma dell'inderogabilità in funzione della protezione dei terzi che venivano a contatto con la società. Il tema della ripartizione delle competenze veniva esaminato non al fine di giustificare un ampliamento della competenza dell'organo gestorio ma di permettere modificazioni statutarie idonee ad incrementare il potere gestionale dell'organo assembleare<sup>116</sup>.

---

<sup>115</sup> P. Abbadessa, *La gestione dell'impresa nella società per azioni*, Milano, 1975.

<sup>116</sup> V. Calandra Buonauro, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, 1985.

E la teoria corporativa, di matrice germanistica, impediva una traslazione di competenze gestionali in capo all'organo assembleare in ragione della tutela dei creditori sociali stante il beneficio della responsabilità limitata dei soci.

L'esautorazione dell'organo gestorio dal potere decisionale avrebbe comportato il rischio di un abuso dello strumento della persona giuridica e, contemporaneamente, un vuoto di tutela per i terzi.

Il fenomeno opposto ossia lo spostamento di funzioni in capo all'organo amministrativo aveva ricevuto minore attenzione da parte degli interpreti in quanto la naturale chiusura della compagine azionaria, la limitata dimensione organizzativa delle società per azioni, non conduceva all'esigenza di incrementare le funzioni del consiglio di amministrazione.

Ciononostante la delega di funzioni, soprattutto nelle società caratterizzate da un'ampia compagine sociale, costituiva una prassi invalsa negli statuti sociali con particolare riferimento alla delega all'aumento del capitale sociale<sup>117</sup>.

L'istituto della delega, pertanto, nasce quale manifestazione dell'autonomia statutaria per far fronte ad esigenze di rapido finanziamento dell'impresa azionaria che la convocazione assembleare non avrebbe potuto garantire.

Infatti l'art. 158 del precedente codice di commercio stabiliva che fosse l'assemblea dei soci a deliberare, con le maggioranze previste per la modifica dell'atto costitutivo, l'aumento del capitale sociale e, allo stesso tempo, prevedeva che lo statuto potesse disporre diversamente.

Ed è proprio sulla base di questo inciso della disposizione che la dottrina e la giurisprudenza maggioritaria ritenevano legittima l'introduzione di una clausola con la quale delegare l'organo amministrativo il potere di decidere l'aumento del capitale<sup>118</sup>.

È opportuno rilevare che, sebbene si ritenesse che la clausola statutaria attribuisse all'organo amministrativo un potere di natura esecutiva, si trattava di un errore terminologico dal momento che il potere esecutivo già gli sarebbe spettato per legge mentre invece si sarebbe trattato di un vero e proprio potere deliberativo e decisorio<sup>119</sup>.

---

<sup>117</sup> Come ricordato da A. Scialoja, *Il recesso del socio per l'aumento e la reintegrazione del capitale* (art. 158 cod. comm.), in *Studi di diritto privato*, Roma, 1906, 244. Nonché A. Gambardella, *Formazione e variazioni di capitale nelle società anonime*, Milano, 1910, n. 81 bis. Sempre A. Scialoja, Nota App. Genova, 26 marzo 1906, in *Foro it.* 1906, I, 695 ss il quale testualmente: "La tesi della validità della delegazione va guadagnando terreno ... e risponde ad un'esigenza pratica importante, in quanto giova a compiere gli aumenti di capitale nelle migliori condizioni a vantaggio delle società. È facile capire come in operazioni finanziarie delicate meglio riesca l'opera di poche persone avvedute anziché quella di un numeroso corpo deliberante".

<sup>118</sup> Cfr. A. Scialoja, Nota a App. Genova, 19 febbraio 1904, in *Foro it.* 1904, I, 432 ss.; e dello stesso AA. Nota a Cass. Torino, 31 maggio 1904, in *Foro it.*, 1905, I, 435 ss.; Nota a Trib. Genova, 19 luglio 1905, in *Foro it.* 1905, I, 1536 ss.; Nota App. Genova, 26 marzo 1906, in *Foro it.* 1906, I, 695 ss. , Nota a Cass. Torino, 5 luglio 1911, in *Foro it.*, 1912, I, 176 ss.

<sup>119</sup> Più precisamente la giurisprudenza per legittimare l'operazione sosteneva che la delibera dell'organo amministrativo avrebbe invero dato attuazione allo statuto e, quindi, ad una decisione preventivamente assunta dall'assemblea dei soci. Cfr. in via esemplificativa App. Catania, 1 aprile 1891, in *Foro it.* 1891, I, 766 ss. ; App. Roma, 20 dicembre 1894, in *Foro it.* 1895, I, 176 ss. sulla base di questa argomentazione la giurisprudenza negava

La disciplina previgente, come noto, non contemplava il diritto di opzione dei soci sulle azioni di futura emissione<sup>120</sup>.

La tutela del socio di fronte ad una delibera di aumento del capitale sociale anche da parte del consiglio di amministrazione si radicava nel diritto di recesso come previsto dall'art. 158 cod. comm. e quindi si riduceva ad una tutela di natura meramente patrimoniale<sup>121</sup>.

Era opinione pacifica che l'azionista non avesse un diritto individuale al mantenimento della proporzione partecipativa originaria né un diritto soggettivo sulle riserve accumulate dalla società<sup>122</sup>. Ed è sulla base di questo presupposto che mancava una disciplina che imponeva all'organo deliberante la fissazione di un sovrapprezzo proporzionato al valore patrimoniale della società<sup>123</sup>.

Il diritto di opzione, tuttavia, veniva solitamente riconosciuto o dalla stessa delibera di aumento del capitale sociale o da una previsione statutaria.

In quel caso, invece, l'opinione prevalente era nel senso che per effetto della clausola attributiva del diritto di preferenza, il socio acquistasse un vero e proprio diritto soggettivo ineliminabile se non attraverso il suo consenso individuale.

Dunque l'aumento del capitale, per poter essere offerto a terzi, necessitava del consenso unanime di tutti i soci e ove fosse delegato all'organo amministrativo, quest'ultimo non avrebbe potuto eseguire la delibera se non offrendo le azioni in opzione ai soci originari.

Oltre alla previsione statutaria, il diritto di opzione poteva essere riconosciuto come diritto particolare<sup>124</sup>, irrelato dalla posizione del socio e solitamente attribuito ai promotori o ai fondatori.

Diritto che quindi prescindeva dalla titolarità della partecipazione azionaria e che avrebbe dovuto essere garantito al titolare anche ove avesse alienato o mai posseduto azioni della società.

Secondo l'orientamento che, a quanto consta, risultava essere prevalente, ove lo statuto o la delibera di aumento avessero riconosciuto il diritto di opzione, il socio anche se dissenziente rispetto alla delibera

---

quantomeno inizialmente il riconoscimento del diritto di recesso del socio al momento della delibera dell'organo amministrativo.

<sup>120</sup> Per una limpida esposizione del problema del diritto di opzione nel vigore della precedente disciplina cfr. R. Montessori, *Il diritto di opzione nella emissione di azioni*, *Riv. Dir. Comm.* 1921, I, 466 – 497.

<sup>121</sup> Nonostante la posizione maggioritaria della giurisprudenza e della dottrina dell'epoca non mancavano posizioni contrarie alla delega cfr. App. Genova, 20 luglio 1916 commentata da G. Appiani, *L'aumento di capitale di una società anonima delegato al consiglio di amministrazione*, in *Riv. Dir. Comm.* 1917, 34 ss.

<sup>122</sup> A. Scialoja, nt. 117, 210 ss.; nonché R. Montessori, nt. 120, 475 ss.

<sup>123</sup> Di nuovo R. Montessori, nt. 120, 478 ss. la società avrebbe dovuto essere considerata libera di determinare la misura del sovrapprezzo che avrebbe ritenuto opportuno in vista del progetto di espansione che l'ingresso nella compagine sociale di soggetti terzi avrebbe garantito. Dunque diversamente da quanto oggi previsto dall'art. 2441 co. 5 c.c. il sovrapprezzo non costituiva la principale tutela patrimoniale del socio privato della possibilità di garantirsi la medesima percentuale partecipativa. Il recesso avrebbe attribuito da un lato una tutela patrimoniale piena dall'altro la possibilità di negoziare con gli amministratori l'ingresso di soggetti terzi. Affiora già dall'analisi della disciplina previgente, la funzione del diritto di exit quale principale strumento di autotutela patrimoniale e allo stesso tempo quale strumento di *voce* delle minoranze azionarie.

<sup>124</sup> Cfr. C. Vivante, *Il diritto di opzione ai promotori delle società per azioni*, in *Riv. Dir. Comm.* 1909, II, 470 ss.

di delega o di aumento decisa dall'organo assembleare non avrebbe potuto esercitare il diritto di recesso astrattamente riconosciuto dall'art. 158.<sup>125</sup>

Ed era quindi legittimo pensare che tanto il recesso quanto il diritto di opzione, configurandosi come tutele alternative, avrebbero potuto assolvere alla medesima funzione consistente nella tutela della posizione patrimoniale del socio.

La mancata previsione normativa del diritto di opzione induceva a ritenere che la disciplina dell'aumento di capitale anche ove delegata all'organo amministrativo non assolvesse la funzione di tutelare la posizione amministrativa del socio<sup>126</sup>.

Ove pertanto né lo statuto né la delibera dell'organo amministrativo avessero riconosciuto il diritto del socio a sottoscrivere un numero di azioni proporzionale alla sua partecipazione originaria, si poneva il problema relativo al riconoscimento o meno del diritto di recesso e in caso di risposta affermativa, del momento in cui tale diritto potesse essere esercitato.

Infatti, se da un lato una parte della dottrina ebbe modo di ritenere che la clausola di delega dovesse necessariamente essere introdotta all'unanimità, con ciò riconoscendo una tutela reale in capo al socio di minoranza ed escludendosi il diritto di recesso<sup>127</sup>, l'orientamento prevalente sia della dottrina che della giurisprudenza dell'epoca era quello per cui la delega di competenza potesse essere inserita nello statuto con una normale delibera a maggioranza qualificata<sup>128</sup>.

A questo punto si poneva un problema analogo a quanto oggi discusso in tema di srl, ossia del momento in cui il socio può esercitare tale diritto.

Ed era opinione prevalente che il diritto di recesso dovesse poter essere esercitato non al momento della deliberazione di delega, quanto piuttosto al momento della delibera dell'organo delegato<sup>129</sup>.

Era solo da quel momento che il socio avrebbe potuto ponderare la scelta in ordine alle conseguenze sia patrimoniali che amministrative derivanti dall'operazione, e pertanto, il recesso avrebbe dovuto ricollegarsi al momento successivo della deliberazione di aumento.

In esito a quanto detto, nel vigore della precedente disciplina, il socio rispetto alla delibera dell'organo amministrativo avrebbe goduto della tutela alternativa tra l'opzione, il recesso e il sovrapprezzo. E nel caso in cui lo statuto o la delega non avessero riconosciuto il diritto di opzione, il sovrapprezzo o il recesso avrebbero tutelato quel soggetto unicamente avuto riguardo alla consistenza patrimoniale della partecipazione.

---

<sup>125</sup> G. Frè, *Opzione*, in *Nuovo Dig. It.*, a cura di M. D'Amelio, XVII, Torino, 1939 171 -177.

<sup>126</sup> R. Montessori, nt. 120, 479.

<sup>127</sup> Cfr. sul punto G. Appiani, nt. 121, 34 ss. la preoccupazione derivava dalla necessità di tutelare adeguatamente la posizione dei soci rispetto all'organo amministrativo diretta espressione della maggioranza degli azionisti. Conseguentemente ad avviso dell'AA. non avrebbe potuto riconoscersi il diritto di recesso ai soci non solo al momento dell'introduzione della clausola ma nemmeno al tempo dell'esercizio del potere delegato.

<sup>128</sup> A. Scialoja, nt. 117.

<sup>129</sup> A. Scialoja, nt. 117, 434- 435.

Gli unici limiti che il consiglio di amministrazione avrebbe trovato erano rinvenibili nell'obbligo di agire in buona fede nei confronti delle minoranze azionarie e nei limiti imposti dalla clausola statutaria.

Infatti la giurisprudenza prevalente riteneva che la clausola avrebbe dovuto necessariamente restringere i poteri dell'organo delegato sia dal punto di vista quantitativo che temporale. Diversamente si sarebbe riconosciuto al consiglio di amministrazione un potere eccessivamente discrezionale tanto da svuotare la competenza dell'organo assembleare che, comunque avrebbe continuato ad avere un potere principale in materia potendo in qualsiasi momento revocare o la delibera di aumento del capitale o la clausola statutaria privando della corrispondente competenza gli amministratori.

In ogni caso dalla rapida rassegna di dottrina e giurisprudenza si evince come, anche in un contesto storico diverso, l'esigenza di un rapido finanziamento dell'impresa veniva considerata prevalente rispetto all'esigenza di una ponderazione della decisione nel consesso assembleare e rispetto alla necessità di tutelare la posizione organizzativa dei soci., assumendo rilevanza preminente la tutela dell'investimento dal punto di vista patrimoniale.

## 2) *Aumento di capitale delegato all'organo amministrativo dal codice del 1942 alla miniriforma del 1986*

La scelta di unificazione dei codici avvenuta nel 1942 ha portato, relativamente alla disciplina della delega e dell'aumento di capitale alcune novità significative che tuttavia si pongono in chiave distonica rispetto all'evoluzione giurisprudenziale nella vigenza del vecchio codice di commercio.

Sotto un primo punto di vista fu introdotta nell'art. 2441 c.c. la disciplina del diritto di opzione eliminandosi il diritto di recesso per i soci dissenzienti, inoltre, fu espressamente prevista dalla prima formulazione dell'art. 2443 c.c. la possibilità per l'atto costitutivo di prevedere una delega all'organo amministrativo di aumentare il capitale sociale, nel rispetto del diritto di opzione dei soci, per la durata massima di anno, e con emissione di sole azioni ordinarie.

È subito evidente la posizione di maggiore chiusura assunta dal legislatore del 1942 rispetto ai risultati applicativi avallati dalla dottrina e dalla giurisprudenza precedenti<sup>130</sup>.

Il riconoscimento del diritto di opzione credo possa spiegarsi alla luce della prassi generalizzata nella vigenza del vecchio codice di inserire nell'atto costitutivo della s.p.a. tale previsione in occasione delle delibere di aumento del capitale sociale.

Diversamente, per quanto attiene alla delega occorre notare che se da un lato il legislatore del '42 ha avuto modo di chiarire espressamente la liceità della prassi precedentemente diffusa nella pratica commerciale, dall'altro l'imposizione di un limite di durata massimo di anno e la possibilità di emettere esclusivamente azioni ordinarie, è spiegabile alla luce dell'esigenza di tutela dei soci di minoranza anche e soprattutto alla luce dell'assenza di una previsione normativa che legittimasse l'impugnazione delle deliberazioni consiliari. L'organo amministrativo avrebbe goduto tutt'al più di margini decisionali attinenti solo alla sfera meramente esecutiva, consistenti ad esempio nella scelta dell'importo (pur sempre nell'ambito del plafond determinato dall'assemblea) del tempo, della scindibilità o nella possibilità di suddividere l'aumento di capitale in più *tranches*<sup>131</sup> pur nel necessario rispetto del diritto di opzione riconosciuto ai soci preesistenti.

Certo è che l'imposizione di questi limiti avrebbe condotto ad un utilizzo marginalizzato dello strumento.

È interessante notare come all'interno del codice del '42 vi fosse una correlazione tra l'art. 2441 e l'art. 2443 c.c. rispetto alle categorie azionarie che potevano essere emesse in occasione degli aumenti di capitale.

---

<sup>130</sup> Sulla delega all'aumento del capitale rispetto all'originaria formulazione dell'art. 2443 c.c. cfr. An. Giuliani, "Delega" per l'aumento di capitale nelle s.p.a., in *Riv. Not.* 1962, 789 ss.; id. *Aumento di capitale mediante delega al consiglio di amministrazione*, in *Riv. Dir. Comm.* 1964, II, 90 ss.; R. Astolfi, *Considerazioni sull'art. 2443*, in *Riv. Soc.* 1963, 534 ss.; G. Roveda, *In tema di delega agli amministratori per deliberare l'aumento del capitale sociale (art. 2443 codice civile)*, in *Rolandino*, ottobre 1962.

<sup>131</sup> Quanto alla fattispecie dell'aumento per *tranches* occorre tenere in considerazione la possibile idoneità dell'operazione a condurre ad un'esclusione del diritto di opzione dei soci. Sul tema di tornerà successivamente.

Entrambe le disposizioni infatti limitavano l'autonomia della s.p.a., in caso di aumento di capitale in opzione ai soci, all'emissione di sole azioni ordinarie<sup>132</sup>.

Da ciò era facilmente immaginabile che, ove l'azionariato fosse costituito da una pluralità di categorie azionarie, l'obbligo di procedere all'emissione di sole azioni ordinarie avrebbe condotto alla necessità di richiedere la convocazione dell'assemblea speciale dei soci ai sensi dell'art. 2376 c.c. stante l'inevitabile alterazione degli equilibri azionari precedenti.

E dunque la disposizione, specie ove vi fossero state esigenze di celerità nella raccolta di capitale di rischio che avrebbero giustificato l'attribuzione della delega all'organo amministrativo, avrebbe condotto ad un rischio di paralisi dell'operazione determinato dal voto contrario degli azionisti di categoria pregiudicati dall'emissione di sole azioni ordinarie.

Sul problema del rapporto tra aumento di capitale sociale delegato al consiglio di amministrazione e, assemblea speciale si avrà modo di tornare nel prosieguo della trattazione, giova per adesso evidenziare come la scelta del legislatore del 1942, tanto nel riconoscere la delega unicamente per aumenti in opzione quanto nel limitare l'emissione alle sole azioni ordinarie, pur ponendosi in una prospettiva di tutela dei soci di minoranza, marginalizza inevitabilmente l'utilizzo dello strumento per una veloce ed efficiente raccolta di capitali.

Una vera e propria svolta nella disciplina della delega all'aumento del capitale sociale è avvenuta nell'ordinamento italiano, a seguito della modifica legislativa avvenuta nel 1986.<sup>133</sup>

L'art. 2443 c.c. è stato modificato sia aumentando il periodo di tempo di efficacia della delega da 1 anno a 5 anni, sia eliminando ogni riferimento all'emissione di sole azioni ordinarie.

La disciplina è stata oggetto di numerosi contributi dottrinali dell'epoca ed è stata vista con favore da parte dei principali commentatori. Occorre rilevare però che, diversamente da quanto concesso dall'art. 29 della II direttiva comunitaria, il legislatore italiano a differenza di altri ordinamenti tra cui quello tedesco, ha ritenuto di non concedere la possibilità per l'organo amministrativo di procedere all'aumento di capitale sociale mediante l'esclusione del diritto di opzione.

---

<sup>132</sup> Sul punto cfr. R. Nobili, *Contributo allo studio del diritto di opzione nelle società per azioni*, Milano, 1958, 51 ss.; rispetto al tema delle categorie di azioni nell'ambito dell'aumento delegato rispetto alla prima formulazione dell'art. 2443 c.c. cfr. A. Mignoli, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960.

<sup>133</sup> Sul punto cfr. F. La Malfa, *Aumento di capitale e delega al consiglio di amministrazione*, in AA. VV. *La seconda direttiva Cee in materia societaria*, a cura di L. Buttarò e A. Patroni Griffi, Milano, 1984, 499 ss.; P. Marchetti, *Problemi in tema di aumento di capitale*, in AA. VV., *Aumenti e riduzioni di capitale*, a cura del Comitato Regionale Notarile Lombardo, Milano, 1984, 55 ss.; *id. sub. art. 23 commento* in AA. VV., *Modificazioni alla disciplina delle società per azioni, in accomandita per azioni, a responsabilità limitata e cooperative, in attuazione della direttiva del consiglio delle comunità europee n. 77/ febbraio 1986, n. 30*). Commentario a cura di P. Marchetti, in *Nuove leggi civ. comm.* 1988, 123 ss.; B. Libonati, *Direttive comunitarie e legislazione italiana in campo societario: la situazione attuale*, in AA. VV., *L'adeguamento della disciplina delle società per azioni alle direttive comunitarie nel d.p.r. 30/1986*, a cura di A. Predieri, Firenze, 1987, 195 ss.; A. Ruggiero, *Operatività delle nuove norme in materia di aumento di capitale*, in AA. VV., *L'adeguamento della disciplina delle società per azioni alle direttive comunitarie nel d.p.r. 30/1986*, a cura di A. Predieri, Firenze, 1987, 323 ss. A. Mignoli, *Il rapporto tra società ed azionisti dopo il D.P.R. n. 30/1986 e le nuove posizioni della Consob*, in AA. VV. *L'istituzione e la legge penale*, a cura di G. M. Flick, Milano, 1987, 177 ss.; S. Patriarca, *Brevi considerazioni sull'aumento delegato del capitale sociale*, *Riv. Dir. Priv.* 1997, 493 ss.

Cresceva dunque progressivamente lo spazio di manovra dell'organo amministrativo nell'ambito della disciplina della struttura finanziaria della società per azioni.

L'ampliamento della durata temporale della delega, pertanto, comportava inevitabilmente una marginalizzazione del ruolo assunto dall'assemblea dei soci rispetto alla disciplina dell'aumento, al fine di permettere all'organo amministrativo di cogliere i *tempi più propizi* per la raccolta di capitali.<sup>134</sup>

Il limite dato dalla necessità di rispettare il diritto di opzione, però, rendeva ancora una volta lo strumento della delega poco fruibile ai fini di un efficiente reperimento delle risorse monetarie da parte dell'organo amministrativo, dal momento che, le garanzie procedimentali assicurate dall'art. 2441 c.c. manifestavano e continuano a manifestare tutt'oggi, la loro incompatibilità con l'esigenza di una raccolta rapida e tempestiva.

Infatti, specialmente ove le azioni fossero quotate su un mercato regolamentato, le oscillazioni che tipicamente contraddistinguono gli andamenti azionari avrebbero rischiato di svuotare l'utilità dello strumento della delega a causa della possibile divergenza tra prezzo di emissione e prezzo di mercato. In altre parole il rispetto del procedimento legale, in assenza di idonei correttivi, condurrebbe al possibile insuccesso dell'operazione dal momento che determinerebbe il rischio di un'obsolescenza del prezzo.

A seguito della riforma del 2003, finalmente l'ordinamento italiano, recependo la possibilità data dall'art. 29 della II direttiva, ha permesso la possibilità di delegare anche la decisione sull'esclusione del diritto di opzione.

Preliminarmente tuttavia, è necessario evidenziare le ragioni e le criticità sottese alla disciplina dell'aumento delegato nel rispetto del diritto di opzione dei soci, che hanno giustificato la scelta del legislatore del 2003.

---

<sup>134</sup> Cfr. A. Mignoli, *La società per azioni oggi. Problemi e conflitti*, in *Riv. Dir. Soc.* 1990, 1 ss. dove testualmente, con riferimento al D.P.R. 30/1986, afferma che; *“la grande impresa azionaria si allontana velocemente dai suoi azionisti: dagli azionisti le cui truppe, con le azioni di risparmio, sono ormai dimezzate; le cui proteste, di sottopartecipanti, non possono più essere fatte valere che da quelli che tra loro contano o dalla stessa CONSOB.”* Sul punto anche B. Libonati, nt. 133, 195 ss.

### 3) *Aumento delegato e diritto di opzione*

Prima di soffermarsi sui rapporti tra soci e amministratori nella fattispecie dell'aumento delegato in opzione occorre dar conto di quali siano le ragioni sostanziali per cui la società attribuisce una delega semplice all'organo amministrativo, sul presupposto che il potere delegato avvenga nel rispetto del diritto di opzione dei soci preesistenti.

Come accennato precedentemente, la tecnica dell'opzione viene comunque ancor oggi utilizzata al fine di permettere ai soci il mantenimento della posizione partecipativa originaria<sup>135</sup>. Per tale motivo nell'ipotesi in cui l'emissione di capitale sia di importo tale da alterare gli equilibri partecipativi iniziali, la delega all'aumento di capitale generalmente viene limitata al rispetto del diritto di opzione dei soci.<sup>136</sup>

La scelta di avvalersi quale modalità esecutiva dell'aumento delegato, dell'offerta in opzione, si ricollega generalmente alla società per azioni chiusa o comunque alle società caratterizzate da una forte concentrazione azionaria.

Dunque il ricorso alla delega con offerta in opzione, se da un lato si giustifica in ragione dell'esigenza di accelerare la raccolta del capitale evitando il procedimento assembleare, dall'altro però si pone in un'ottica di preservazione degli equilibri originari.

La disciplina del diritto di opzione tuttavia, sebbene si presti all'esigenza di favorire istanze di conservazione della partecipazione originaria, manifesta tutte le sue criticità, in termini di efficienza della raccolta del capitale, specie nelle società quotate. Ciò si evince in considerazione della necessità del rispetto del procedimento di cui all'art. 2441 c.c., con i conseguenti aggravamenti in termini di tempo di fronte al disinteresse della maggior parte dei soci, nell'ambito di una compagine sociale frammentata, alla conservazione della percentuale partecipativa originaria. La partecipazione azionaria in un contesto aperto, assume la funzione di un investimento funzionale alla successiva dismissione e del tutto privo di ogni connotato gestionale tanto da ritenere ultronea la garanzia apprestata dal diritto di opzione.

Più precisamente in un contesto azionario caratterizzato dalla frammentazione degli interessi in cui l'interesse conservativo appartiene ad una parte esigua dei soci originari, una tecnica di protezione qual è l'offerta in opzione, che presuppone una situazione di uguaglianza e di omogeneità della funzione

---

<sup>135</sup> In chiave economica cfr. M. Bigelli, *Gli aumenti di capitale sociale nelle società quotate*, Torino, 1990.

<sup>136</sup> Ove la clausola di delega nulla disponga, la discrezionalità dell'organo amministrativo sarà limitata non potendosi ricomprendere implicitamente nella delega la possibilità di procedere all'esclusione del diritto di opzione. Sul punto si avrà modo di tornare successivamente. Quanto detto però costituisce, in linea di principio, una considerazione valevole in generale, ad eccezione di quanto si dirà successivamente rispetto alle spa quotate che abbiano introdotto la clausola di apertura prevista dall'art. 2441 co. 4 c.c. Ove invece l'esclusione del diritto di opzione costituisca una deliberazione autonoma rispetto alla deliberazione di aumento del capitale, sia pur necessariamente collegata, il mancato riferimento nella clausola statutaria di delega, implica automaticamente come poc'anzi rilevato, che il consiglio di amministrazione sarà tenuto ad offrire le azioni in opzione ai soci secondo quanto disposto dalla prima parte dell'art. 2441 c.c.

della partecipazione, manifesta tutta la sua incompatibilità e forse anche inutilità accrescendo, per le ragioni che verranno di seguito meglio esposte, il costo del reperimento del capitale.

Sono queste le considerazioni che nell'ordinamento statunitense, come ricordato, hanno giustificato il venir meno sia a livello normativo che statutario della tutela dell'opzione e che hanno condotto ad una forte riconsiderazione dell'istituto anche negli ordinamenti europei che ancora la prevedono quale regola di *default* in forza della vigenza della Seconda Direttiva.

4) *Aumento delegato e sovrapprezzo di emissione in costanza del diritto di opzione.*

Prima di esaminare le criticità dell'aumento delegato in opzione nell'ambito di società quotate in mercati regolamentati è opportuno soffermarsi su quale debba essere il contenuto minimo della clausola statutaria con cui l'organo assembleare delega la decisione sull'aumento di capitale a favore dell'organo amministrativo.

Preso atto che, in assenza di un'espressa previsione, l'aumento delegato dovrà essere deliberato con offerta delle azioni in opzione a favore dei soci, occorre tuttavia esaminare il rapporto tra l'organo assembleare e l'organo amministrativo in relazione al profilo esecutivo dell'operazione e più precisamente in relazione all'esistenza o meno di eventuali limiti impliciti ai poteri dell'organo delegato e conseguentemente in relazione alla necessaria presenza di elementi minimi ulteriori a quelli previsti dalla legge, nella clausola attributiva della delega.

Uno dei problemi più evidenti è quello consistente nell'ipotesi in cui la clausola statutaria di delega, limitandosi all'enunciazione dell'importo massimo e del periodo di tempo entro cui l'operazione possa essere effettuata, non preveda espressamente la possibilità per l'organo amministrativo di fissare il sovrapprezzo sulle azioni di futura emissione<sup>137</sup>.

Il tema presuppone risolto il problema inerente la compatibilità tra diritto di opzione e sovrapprezzo. Tema quest'ultimo che è stato oggetto di una vivace controversia a seguito dell'entrata in vigore del codice del 1942 e che è stato risolto in senso positivo dalla dottrina maggioritaria<sup>138</sup>.

Riassumendo brevemente i tratti essenziali della controversia i sostenitori della tesi negativa ritenevano che l'imposizione del sovrapprezzo sulle azioni di nuova emissione si sarebbe risolto in un indebito sacrificio che il socio avrebbe dovuto affrontare per riappropriarsi di una quota patrimoniale già di sua spettanza<sup>139</sup>.

La posizione muoveva dal presupposto per cui il socio avesse una sorta di diritto soggettivo sulle riserve accumulate dalla società e, conseguentemente, l'imposizione di un sovrapprezzo si sarebbe

---

<sup>137</sup> È il noto caso oggetto della sentenza della Corte di Appello di Milano 23 luglio 1988, rispetto alla delega all'aumento del capitale sociale conferita dall'assemblea dei soci della Falck S.p.A. al consiglio di amministrazione. Sulla sentenza cfr. i commenti di G. Tantini, *Sulla delega ex art. 2443 c.c., come modificazione dell'atto costitutivo, e sulla delegabilità agli amministratori (anche) del potere di determinare il sovrapprezzo in sede di aumento di capitale: riflessioni a margine dell'aumento di capitale Falck*, in *Giur. Comm.* 1990, II, 276 ss. nonché C. Verde, *"Delega" dell'assemblea agli amministratori per l'aumento di capitale; fissazione di un sovrapprezzo per le nuove azioni e diritto di opzione*, in *Riv. Dir. Comm.* 1989, II, 392 ss.

<sup>138</sup> Tra i vari contributi cfr. T. Ascarelli, *Diritto d'opzione nell'aumento di capitale e emissione delle nuove azioni con aggio*, in *Foro pad.*, 1954, III, 49 ss. e in *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1955, 429 ss.; A. Graziani, *Sovraprezzo delle azioni e diritto di opzione*, in *Riv. Soc.* 1961, 51 ss.; A. Graziani, *Diritto di opzione e azioni con sovrapprezzo*, in *Banca, borsa e tit. cred.* 1961, 51 ss.; G. Visentini, *Compatibilità del sovrapprezzo con il diritto di opzione*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1961, I, 26 ss. M. Rotondi, *E' compatibile col diritto di opzione la emissione di azioni con sovrapprezzo?* In *Riv. Dir. Comm.*, 1960, I, 81 ss. C. Pasteris, *L'emissione di azioni con sovrapprezzo*, in *Riv. Soc.* 1962, 27 – 33.

<sup>139</sup> F. Messineo, *Sul sovrapprezzo nell'emissione di azioni di società secondo il diritto italiano*, in *Riv. Soc.* 1961, I, 197 -217.

risolta in un corrispettivo ulteriore per un qualcosa che il socio avrebbe avuto diritto di avere per il semplice fatto che veniva deliberato l'aumento del capitale<sup>140</sup>.

La tesi si prestava all'obiezione per cui il socio nutre rispetto alle riserve sociali una mera aspettativa e non già un diritto soggettivo perfetto. Aspettativa che potrà poi essere soddisfatta al momento della liquidazione del patrimonio sociale.

Se dunque il socio non può vantare un diritto sul patrimonio netto della società, l'imposizione del sovrapprezzo non può risolversi in un indebito peso imposto al socio quanto piuttosto, per apprezzarne la legittimità ne è stata esaltata la funzione compensativa rispetto alla tutela patrimoniale.<sup>141</sup>

E in ogni caso rispetto al tema della compatibilità tra sovrapprezzo e opzione merita di essere ricordata l'opinione dell'Ascarelli<sup>142</sup> secondo cui il socio nel momento in cui procede alla sottoscrizione dell'aumento non si pone nei confronti della società quale azionista e quindi proprietario delle riserve accumulate dalla stessa, ma in qualità di mero sottoscrittore. Egli avrebbe unicamente diritto a sottoscrivere l'aumento in via preferenziale rispetto a terzi ma non certo a stabilire le condizioni alle quali l'aumento di capitale possa e debba essere deliberato.

Guardando alla fattispecie *ex latere societatis* il fenomeno del sovrapprezzo dunque risulterebbe compatibile con il riconoscimento del diritto di opzione alla luce della posizione di estraneità del socio rispetto alla consistenza patrimoniale della società di cui egli fa parte.

Guardandola *ex latere socii* l'imposizione di un sovrapprezzo in sede di esercizio del diritto di opzione, invece, potrebbe addirittura costituire un vantaggio per quest'ultimo. È evidente infatti come non tutti i soci, specie nell'ambito di società con un'ampia base azionaria, potranno e vorranno esercitare il diritto di opzione. Ove pertanto l'emissione avvenisse al nominale, il socio non sottoscrittore verrebbe pregiudicato non solo sotto il profilo amministrativo ma anche e ciò che più conta, sotto il profilo patrimoniale, vedendosi ridurre proporzionalmente il valore della partecipazione<sup>143</sup>.

Allo stesso tempo l'imposizione di un sovrapprezzo però può impedire o quantomeno rendere più difficile la circolazione del diritto di opzione e la liquidabilità dello stesso.

---

<sup>140</sup> Seguendo quest'impostazione, si veniva a riconoscere al diritto di opzione una duplice funzione. Sia quella di tutelare il socio contro la riduzione della posizione organizzativa, sia contro la diluizione patrimoniale, presupponendo che il socio fosse sempre e comunque interessato all'esercizio del diritto riconosciuto dalla legge. In questo quadro opzione e sovrapprezzo, sarebbero di fatto incompatibili sia per le ragioni sostenute da F. Messineo, nt. 139, 203 ss. sia perché si tratterebbe di strumenti che assolverebbero, sulla base del presupposto implicito accettato dalla dottrina dell'epoca, alla medesima funzione ossia quella di tutelare il socio contro l'annacquamento patrimoniale. Funzione ricompresa nel riconoscimento del diritto di opzione.

<sup>141</sup> Cfr. G. Visentini, nt. 138, 31.

<sup>142</sup> T. Ascarelli, nt. 138.

<sup>143</sup> Si avrà modo successivamente di negare la funzione meramente compensativa del sovrapprezzo nell'ambito dell'aumento di capitale in opzione. Quanto finora detto serve a giustificare la compatibilità quantomeno in astratto tra i due istituti.

Si potrebbe ritenere pertanto, che in questo caso l'imposizione del sovrapprezzo da un lato avvantaggi il socio passivo, mentre dall'altro costituisca allo stesso tempo un ostacolo per il socio attivo che pur non esercitando l'opzione abbia intenzione di alienarla.

La previsione del sovrapprezzo riduce il valore del diritto di opzione dal momento che, com'è evidente, diminuisce la possibilità per il terzo di sfruttare la differenza economica tra il prezzo pagato e il prezzo delle azioni di nuova emissione. In ogni caso, sulla base dei risultati ai quali è giunta la dottrina e la giurisprudenza prevalenti, non si discute sull'astratta possibilità di stabilire un sovrapprezzo ma sulla misura dello stesso al fine di evitare ciò che viene definita, dalla dottrina tedesca, l'esclusione di fatto del diritto di opzione<sup>144</sup>.

Se dunque si può dire superato il problema della compatibilità tra sovrapprezzo e diritto di opzione, prima di discorrere sul tema del *quantum*, occorre risolvere preventivamente il problema dei poteri impliciti dell'organo amministrativo in ordine alla fissazione del sovrapprezzo.

Occorre rilevare innanzitutto che il sovrapprezzo non costituisce una modificazione statutaria e come tale non è indissolubilmente legato alla competenza dell'organo delegante. Non risolvendosi in una variazione all'assetto organizzativo della società non può dirsi di naturale e necessaria competenza dell'assemblea dei soci. La fissazione dello stesso afferisce ad una determinazione di natura gestoria e finanziaria che invero è di naturale competenza dell'organo amministrativo. Ciononostante è evidente come la previsione di un sovrapprezzo possa incidere sulla posizione organizzativa del socio il quale potrebbe incorrere in maggiori difficoltà rispetto all'esigenza di mantenere la proporzionalità della partecipazione all'interno della spa.

Infatti i maggiori sostenitori della tesi organizzativa dell'aumento di capitale, in base alla considerazione per cui il sovrapprezzo possa generare difficoltà di sottoscrizione, ritenevano che in assenza di una statuizione da parte dell'assemblea, l'organo amministrativo fosse privato della possibilità di incidere anche indirettamente sulla posizione organizzativa del socio<sup>145</sup>.

---

<sup>144</sup> Cfr. H. Hirte, *Bezugsrechtsausschluss und Konzernbildung*, Köln – Berlin – Bonn – München, 1986, 88 ss. nonché Wiedemann, *Aktiengesetz, Grosskommentar*, Berlin – New York, 1995, par. 182, Rdn. 46. Citati da E. Ginevra, *Sottoscrizione e aumento di capitale nella S.p.A.*, Milano, 2001, 152, nt. 45, 167, n. 67.

<sup>145</sup> E. Ginevra, nt. 144, 166- 167 e 172 ss. e precisamente: “*Sembra infatti che il silenzio dell'assemblea sul prezzo di sottoscrizione non possa che essere interpretato come decisione sulla adozione di un certo preciso importo complessivo della parte discrezionale del patrimonio netto: una decisione di sicuro valore organizzativo formale pare senz'altro inattaccabile da una eventuale disposizione dell'organo di gestione. In aggiunta a ciò, deve osservarsi che l'interesse individuale al mantenimento della proporzionale partecipazione formale ai vantaggi sociali appare, per quanto detto, normativamente privilegiato in confronto con quello alla permanenza al valore patrimoniale reale dell'azione... fatto contro cui gli amministratori non potrebbero opporre una diversa valutazione senza commettere una illegittima intromissione nella competenza altrui*”. Per una posizione analoga cfr. A. Carlo, *Sovrapprezzo, diritto di opzione ed azioni offerte ai terzi*, in *Riv. Trim. dir. Proc. Civ.*, 1965, 1005- 1026. L'A. dunque partiva dal presupposto per cui, sebbene rispetto ad una deliberazione assembleare di aumento del capitale, la mancata previsione del sovrapprezzo incidendo necessariamente sulla funzione organizzativa della sottoscrizione si sarebbe risolta in una violazione del riparto delle competenze. Ebbene il presupposto per cui la fissazione del sovrapprezzo sia attratta nella sfera di competenza dell'assemblea non può giustificarsi in ragione del fatto che non costituendo una modifica dello statuto ed essendo giustificata da ragioni finanziarie dell'impresa, non può che risolversi come rilevato nel testo in un pregiudizio di mero fatto del sottoscrittore. Inoltre l'asserita

Da questa considerazione dovrebbe evincersi che, ove l'assemblea non si pronunci espressamente sull'imposizione di un sovrapprezzo, implicitamente starebbe negando un potere corrispondente in capo all'organo amministrativo limitando l'esborso complessivo massimo al nominale indicato nella delega.

Questa presa di posizione però non è esente da critiche. Infatti il sovrapprezzo, pur potendo astrattamente pregiudicare l'interesse del socio al mantenimento della posizione originaria, può al contempo risolversi sia in un vantaggio per altri soci, sia in un vantaggio per la società nel suo complesso<sup>146</sup>. Nell'ambito del bilanciamento tra l'interesse collettivo al procacciamento di ulteriori risorse, l'interesse individuale al mantenimento del valore dell'azione da un lato e dall'altro, l'interesse individuale al mantenimento della proporzionalità originaria, dovrebbero ritenersi prevalenti i primi in considerazione anche della funzione produttiva ricollegabile all'aumento di capitale. Del resto l'ordinamento a seguito della riforma del 2003, ha attenuato fortemente la rilevanza dell'interesse al mantenimento alla proporzionalità in ragione del perseguimento di interessi produttivi<sup>147</sup>.

E ove si dia rilievo, e ciò è difficilmente negabile, alla natura gestoria della previsione del sovrapprezzo, la semplice mancanza di una statuizione *ad hoc* da parte dell'organo assembleare non sarebbe sufficiente a negare all'organo amministrativo la possibilità di prevederlo in sede di collocamento delle azioni. E ciò senza aderire alle tesi di chi invece ritiene addirittura necessaria l'imposizione del sovrapprezzo in sede di aumento di capitale dalla quale si dovrebbe dedurre l'imposizione non già di una semplice facoltà quanto piuttosto di un obbligo in capo agli amministratori di imporre un sovrapprezzo in sede

---

prevalenza della funzione organizzativa della sottoscrizione è stata ormai decisamente superata dall'evoluzione dell'ordinamento, come risulta emblematicamente dalla disciplina speciale sull'esclusione del diritto di opzione nelle società quotate. L'ordinamento in sede di aumento di capitale, ma anche rispetto alle altre operazioni straordinarie, cfr. art. 2506 bis c.c. in tema di scissione non proporzionale, guarda più alla tutela della posizione economica del socio piuttosto che alla tutela del mantenimento delle prerogative partecipative. Le ragioni addotte dall'A. per il mancato riconoscimento dell'autonomia dell'organo amministrativo di decidere il sovrapprezzo non tanto dall'esigenza di rimuovere gli abusi ma in ragione di un'asserita competenza assembleare rispetto al profilo della formazione della riserva da sovrapprezzo. Ciò comunque non conduce l'A. a ritenere che l'assemblea possa delegare l'organo amministrativo espressamente purchè la delega contempra dei criteri restrittivi idonei ad assicurare al socio piena consapevolezza sulla decisione. La soluzione prospettata risulta analoga a quella prevista per la fissazione del prezzo di emissione nell'ipotesi di un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione deciso dall'assemblea senza tenere in considerazione la diversità delle due fattispecie. Infatti nel secondo caso, è la legge che impone all'art. 2441 co. 5 e 6 c.c. che sia l'assemblea a deliberare sul prezzo di emissione stante la maggiore criticità della vicenda sulla posizione organizzativa del socio. Adattando i ragionamenti svolti in tema di delega dell'assemblea a seguito dell'aumento di capitale al tema di aumento delegato, come sembra fare lo stesso A., non sembra pertinente l'assimilazione tra le due vicende dato che in ogni caso il socio gode del diritto di preferenza nel primo caso e non nel secondo.

<sup>146</sup> Cfr. G. Mucciarelli, *Il sovrapprezzo delle azioni*, Milano, 1997, 306 – 307. L'interesse sociale alla previsione di un sovrapprezzo facoltativo non si sostanzia unicamente nell'incremento del netto contabile ma anche nella diminuzione del costo di raccolta del capitale. Infatti nell'ambito di spa quotate in mercati regolamentati, la mancata previsione del sovrapprezzo comporta la dismissione non solo dell'opzione ma anche dei titoli azionari ove il socio non sia disposto a sottoscrivere, con ciò riducendo il valore delle azioni e, conseguentemente, aumentando il costo del capitale. Come rilevato precedentemente, occorrerebbe emettere un maggior numero di azioni per uno stesso importo a titolo di conferimento.

<sup>147</sup> Sul punto si avrà modo di tornare successivamente.

di collocamento<sup>148</sup>. Del resto non può non riconoscersi in capo alla società e ai suoi amministratori la possibilità di dosare liberamente la quota nominale e la quota sovrapprezzo delle azioni ogni qual volta si proceda ad un aumento di capitale in opzione ai soci. Questi ultimi sarebbero già di per sé tutelati dal diritto di sottoscrizione preferenziale e sarebbe irragionevole dover necessariamente tutelare la loro posizione di inerzia a tutti i costi imponendo alla società di modificare in difetto la misura della quota capitale dell'aumento per incrementare la quota di riserva a vantaggio dei non sottoscrittori<sup>149</sup>.

Escludendo l'esistenza di un obbligo degli amministratori di fissare un sovrapprezzo in caso di aumento in opzione<sup>150</sup>, ed escludendo il necessario riflesso organizzativo dell'imposizione dello stesso, occorre tuttavia rilevare come il riconoscimento della semplice facoltà di stabilire il sovrapprezzo, anche in assenza di un'espressa previsione in tal senso da parte della deliberazione assembleare, potrebbe condurre ad una serie di ulteriori osservazioni.

In primo luogo, si potrebbe sostenere che i soci avrebbero comunque diritto ed interesse di conoscere ed essere preventivamente informati in sede assembleare delle modalità esecutive del successivo aumento di capitale da parte degli amministratori. La maggiore trasparenza derivante dal dibattito assembleare assicurerebbe una tutela preventiva del socio rispetto a possibili forme di abuso da parte dell'organo amministrativo.

Sotto un primo punto di vista, il socio potrebbe, da un lato, richiedere di votare consapevolmente sul fatto che l'organo amministrativo possa procedere ad un aumento con sovrapprezzo, ma dall'altro la semplice consapevolezza della possibilità di sopportare un peso non sembra possa costituire un argomento sufficiente per attrarre alla competenza assembleare la decisione sul punto<sup>151</sup>.

---

<sup>148</sup> Cfr. D. Preite, *L' "Abuso" della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, 1992, 266: " *La deliberazione è invece abusiva ( e cioè indipendentemente dall'organo deliberante che nel caso contemplato dall'A. è l'assemblea dei soci), qualora l'assenza di sovrapprezzo non svolga tale funzione. In questo caso l'assenza non soddisfa la regola della massimizzazione del valore globale delle azioni, mentre costringe il socio a sottoscrivere solo per evitare una lesione del proprio interesse alla proporzionalità del valore delle quote dei soci al loro conferimento di capitale.*" L'A. cita a sostegno della sua posizione alcune pronunce della giurisprudenza statunitense: Katzowitz Sidler, 24 N2d 512, (1969) e altri casi citati da F. O'Neal, *Close corporations*, Chicago, 1981, par. 8. 10, 111.

<sup>149</sup> Cfr. E. Ginevra, *Prezzo e sovrapprezzo negli aumenti di capitale*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie*, a cura di M. Notari, Milano, 2008, 103 – 104. Occorre rilevare che la tutela del socio è data dall'esistenza del diritto di opzione e dalla possibilità di impugnare la deliberazione consiliare ove la stessa sia stata assunta al solo scopo di annacquare il socio di minoranza, analogamente a quanto avviene in relazione alla delibera di aumento di capitale deliberato dall'assemblea.

<sup>150</sup> Specie nell'ambito delle società chiuse. Contra Trib. Monza, 20 febbraio 1998, in *Società*, 1998, 1314.

<sup>151</sup> Cfr. F. Fenghi, *Questioni in tema di aumento di capitale*, in *Riv. Soc.* 1983, 966, il quale testualmente: " ... secondo cui sarebbe inammissibile delegare agli amministratori la determinazione dell'entità del sovrapprezzo, si intravede, ancora una volta l'idea, assolutamente e sempre più anacronistica, che l'azionista venga tutelato (anzi si autotuteli) solo nel momento assembleare; che la tutela dell'azionista è tanto più efficace quanto più ampio è l'oggetto del dibattito assembleare (e anche quando questo oggetto riguardi tipicamente la gestione dell'impresa, le valutazioni di mercato); che l'organo amministrativo, anziché esercitare, come dovrebbe essere in astratto e come è qualora si abbia una visione fisiologica dei rapporti sociali, l'oggetto sociale per trarne il massimo profitto per tutti, esprima invece sempre una volontà diretta a soffocare i più elementari diritti delle minoranze azionarie".

Da un altro lato, occorre rilevare come anche da un punto di vista sistematico il ruolo svolto dall'assemblea è ormai ridimensionato anche nell'ambito di materie che attengono al profilo strettamente organizzativo.

Il forte assenteismo degli azionisti minimi specie nelle spa quotate, accompagnato alla forte probabilità che questi ultimi si disinteressino anche del mantenimento della quota di capitale originaria, potrebbe condurre a ritenere che l'esigenza di informazione in ordine al sovrapprezzo ove non soddisfatta nel dibattito assembleare al momento di attribuzione della delega e non risolvendosi in un'espressa previsione statutaria, se si traducesse in un impedimento dell'organo amministrativo di procedere al collocamento con il sovrapprezzo, finirebbe per rivelarsi un danno nei loro confronti<sup>152</sup>.

E dunque le esigenze protezionistiche finirebbero per essere controproducenti anche rispetto ai soggetti che dalle stesse dovrebbero essere tutelati.

Ciononostante, occorre tenere in considerazione l'eventualità che la fissazione del sovrapprezzo da parte dell'organo amministrativo, ove fosse pienamente discrezionale e sganciata dalla necessità di un'espressa previsione nella clausola di delega, si presterebbe ad abusi a danno delle minoranze<sup>153</sup>.

L'esistenza del rischio di un abuso però non può condurre ad un'interpretazione aprioristica che impedisca in ogni caso la libera manifestazione di un potere che, come dimostrato, afferisce all'area della gestione e non dell'organizzazione.

Le posizioni più scettiche in ordine al riconoscimento di un potere implicito dell'organo amministrativo nella fissazione del sovrapprezzo, infatti, si giustificavano in un ordinamento che non contemplava, quantomeno espressamente, l'impugnazione delle deliberazioni consiliari sebbene la giurisprudenza avesse già da tempo riconosciuto tale possibilità<sup>154</sup>.

Il problema oggi è ampiamente superato dato il riconoscimento dell'art. 2388 co. 4 c.c. che permette ai soci di impugnare le deliberazioni consiliari lesive dei loro diritti.

L'esistenza di un rimedio, sebbene non sia ragione sufficiente per il riconoscimento di un potere, costituisce un ulteriore argomento a favore non solo dell'espressa delegabilità ma anche della possibilità di riconoscerlo quale potere implicito afferente alla componente gestoria. Tuttavia occorre capire al ricorrere di quali presupposti il socio possa invocare la tutela offerta dall'art. 2388 co. 4 c.c. rispetto alla deliberazione consiliare che stabilisca in pendenza dell'opzione anche il sovrapprezzo.

---

<sup>152</sup> Cfr. P. Marchetti, *L'Aumento Pirelli: senza sovrapprezzo paga di più*, *Il Sole 24 ore*, 10 dicembre 1991. Del resto la mancata previsione del sovrapprezzo conduce alla vendita delle partecipazioni, al ribasso della quotazione, e alla necessità da parte della società di emettere un maggior numero di azioni aumentando il costo del capitale.

<sup>153</sup> Sul punto nuovamente G. Mucciarelli, nt. 146, 304 ss.

<sup>154</sup> Per un'ampia panoramica del fenomeno dell'impugnazione delle deliberazioni consiliari prima della riforma del 2003 cfr. M. Irrera, *Le delibere del consiglio di amministrazione*, Milano, 2000. Sul punto, con riferimento al tema della delega del sovrapprezzo nell'ambito della delibera di aumento con esclusione dell'opzione, sfavorevole alla delegabilità del sovrapprezzo in capo agli amministratori cfr. altresì G. B. Portale, *Opzione e sovrapprezzo nella novella azionaria*, in *Giur. Comm.* 1975, I, 207 ss.

Si sono infatti visti i benefici sia nei confronti dei soci disinteressati, sia della società nella previsione del sovrapprezzo facoltativo. Superato il problema della delegabilità espressa, occorre capire se dunque vi sia la necessità da parte della delibera attributiva della delega, di stabilire dei criteri entro cui l'organo amministrativo debba attenersi nella previsione di un sovrapprezzo facoltativo.

Criteri che limitandone la discrezionalità, possano stemperare il problema dell'abuso<sup>155</sup>.

E dunque occorre valutare se in assenza di criteri idonei, sia comunque illegittima la previsione di un sovrapprezzo in sede di deliberazione consiliare.

Il tema è molto vicino a quello di cui si tratterà successivamente rispetto all'esclusione delegata del diritto di opzione.

In ogni caso, sebbene la criticità sottesa alla fattispecie *de qua* sia minore<sup>156</sup>, stante il riconoscimento del diritto di opzione, la soluzione al quesito dovrebbe muovere in parte dalle stesse considerazioni.

La durata massima della delega, pari a 5 anni, impedirebbe di prestabilire con esattezza dei criteri ex ante entro cui l'organo amministrativo sia tenuto ad attenersi nel momento di esercizio del potere delegato.

La previsione di criteri è maggiormente compatibile con l'ipotesi in cui la delega alla fissazione del sovrapprezzo volontario si abbia rispetto ad una deliberazione assembleare di aumento del capitale<sup>157</sup>, allo stesso modo però non si potrebbe ragionare ove il lasso temporale sia di gran lunga più ampio fino al limite di 5 anni dalla data della deliberazione.

---

<sup>155</sup> Sulla necessaria previsione di criteri entro cui l'organo amministrativo deve attenersi nella fissazione del sovrapprezzo volontario in sede di esercizio della delega cfr. F. Platania, *Società per azioni. Obbligazioni, bilancio, recesso, operazioni sul capitale (art. 2410 – 2447)* in, *La riforma del diritto societario, sub. 2443*, 515 ss. AA. VV. a cura di Lo Cascio, Milano, 2003. D. Pastore, *L'Aumento del capitale sociale delegato al cda*, in *Riv. Dir. Comm.* 2000, 573 richiamando la posizione di R. Rosapepe, *L'esclusione del diritto di opzione degli azionisti*, Milano, 1988, A. quest'ultimo che diversamente dal primo si pronuncia rispetto alla diversa vicenda dei criteri di fissazione del sovrapprezzo in materia di esclusione dell'opzione deliberata dall'assemblea. Rispetto alla diversa fattispecie della delega alla fissazione del sovrapprezzo nell'ambito dell'aumento deliberato dall'organo assembleare cfr. E. Ginevra, nt. 144, 168 assumendo una posizione analoga alla tesi di A. Mignoli, *Determinazione dell'entità del sovrapprezzo*, in *Riv. Soc.* 1982, 525 – 528. L'A. da ultimo citato sostiene la necessità di dettare dei criteri per la fissazione del sovrapprezzo con riferimento però all'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione deliberato dall'organo assembleare. L'assimilazione delle due fattispecie costituisce probabilmente un errore interpretativo dal momento che la funzione del sovrapprezzo è diversa a seconda che l'aumento venga deliberato in opzione o con esclusione dell'opzione. La necessità di stabilire dei criteri nel secondo caso si giustifica in ragione del fatto che è proprio l'art. 2441 co. 6 c.c. a stabilire che sia l'assemblea dei soci a deliberare sul prezzo. Norma che non trova un analogo corrispondente nell'ambito della disciplina dell'aumento in opzione. Con ciò gli AA. manifestano una certa confusione tra le fattispecie che presentano elementi di distonia sia in relazione al profilo temporale quanto in relazione al profilo strutturale.

<sup>156</sup> Per il semplice fatto che l'aumento con esclusione dell'opzione determina una diluizione partecipativa del socio, mentre nel caso esaminato l'opzione permette al socio di mantenere sia il valore patrimoniale che il peso organizzativo.

<sup>157</sup> Nonostante la soluzione della necessità dei criteri sia discutibile anche in quell'ambito stante la diversa funzione assoluta dal sovrapprezzo in costanza del diritto di opzione.

E ciò a maggior ragione, stante la possibilità da parte dell'organo amministrativo di deliberare l'aumento del capitale in opzione ai soci, in qualunque momento nell'arco temporale predetto<sup>158</sup>. E precisamente anche in un momento in cui il criterio dettato dall'assemblea possa, invero, rivelarsi inappropriato. Inoltre, non costituiscono argomentazioni idonee a sostegno della necessaria previsione di criteri per la determinazione del sovrapprezzo facoltativo in sede di delega, nemmeno quelle facenti riferimento alla necessità di fissazione di criteri cui gli amministratori debbano attenersi in caso di deliberazione assembleare di esclusione dell'opzione, in relazione al sovrapprezzo obbligatorio. Infatti in quest'ultimo contesto l'indicazione dei criteri si giustifica sia dal momento che è lo stesso art. 2441 co. 6 c.c. a stabilire che l'assemblea si pronunci sul prezzo di emissione, e inoltre, quale corollario della prima ragione, alla luce della maggiore criticità sulla posizione dei soci dell'aumento con esclusione del diritto di opzione.<sup>159</sup> Dunque, alla luce di queste considerazioni, l'imposizione di criteri predeterminati anche nell'ipotesi in cui si ricorra alla delega ex art. 2443 c.c. non solo è soluzione non necessaria, quanto piuttosto inopportuna.

Se le considerazioni volte ad attrarre l'imposizione di un sovrapprezzo volontario alla competenza gestoria permettono di ritenere che, anche rispetto all'ipotesi di aumento deliberato dall'assemblea, l'organo amministrativo sia libero di fissare il sovrapprezzo, *a fortiori* si dovrebbe ragionare rispetto all'aumento di capitale autorizzato<sup>160</sup>.

E dunque occorre ritenere che né la previsione espressa della possibilità di deliberare l'aumento con sovrapprezzo, né la fissazione di criteri costituiscono elementi imprescindibili della clausola attributiva della delega.

Esclusa sia la necessità di una previsione espressa, sia la necessità dell'indicazione di criteri occorre individuare se e quali limiti sussistano in relazione alla fissazione di un sovrapprezzo facoltativo da parte dell'organo amministrativo.

Come accennato poc'anzi, il problema riguarda non l'*an*, ma piuttosto il *quantum* richiesto a titolo di sovrapprezzo.

Occorre quindi partire dal presupposto iniziale per cui non ogni sovrapprezzo può incidere significativamente sul diritto di sottoscrizione del socio<sup>161</sup> e dunque occorre individuare, se esiste, un limite massimo entro cui il sovrapprezzo facoltativo possa essere fissato.

---

<sup>158</sup> Cfr. G. Mucciarelli, nt. 146, 367 – 368.

<sup>159</sup> Sul punto si veda già da ora con riferimento alla delega dei criteri di fissazione del sovrapprezzo obbligatorio, G. Mucciarelli, M. S. Spolidoro, *Diffusione delle azioni fra il pubblico, ammissione alla quotazione e determinazione del sovrapprezzo*, in *Riv. Soc.* 1984, 31 ss;

<sup>160</sup> Favorevole alla soluzione in questa sede proposta P. Marchetti, *Aumento di capitale ed emissione di obbligazioni*, in AA. VV. *Problemi relativi all'attuazione della seconda direttiva cee*, Milano, 1987, 167 ss.

<sup>161</sup> Contra la sentenza della Corte d'Appello di Milano citata in nt. 137.

Parte della dottrina ha ritenuto che il limite del sovrapprezzo facoltativo dovesse essere parametrato al valore del patrimonio netto utilizzando lo stesso criterio previsto dall'art. 2441 co. 6 c.c. per il caso di esclusione ordinaria del diritto di opzione<sup>162</sup>.

L'impostazione, sebbene muova dall'esigenza di trovare un *limite certo* entro cui definire l'area dei poteri degli organi deliberanti, muove da un presupposto invero non condivisibile.

La funzione del criterio di cui all'art. 2441 co. 6 c.c. non può essere assimilata alla funzione del sovrapprezzo facoltativo.

Generalmente il limite del patrimonio netto viene individuato per tutelare il socio di fronte all'esclusione del diritto di opzione, quale compensazione del pregiudizio patrimoniale subito dallo stesso.<sup>163</sup>

È evidente come non possa ricorrere *l'eadem ratio* con riferimento al sovrapprezzo facoltativo. Quest'ultimo, sebbene possa solo contingentemente risolversi in una compensazione del socio non sottoscrittore della diluizione patrimoniale subita, non necessariamente manifesta la sua funzione in ciò che in realtà sarebbe solamente una circostanza favorevole e non la ragione unica e ultima della sua previsione. La funzione infatti dovrebbe essere in prima istanza assolvere ad un'esigenza di natura finanziaria dell'impresa che realizza anche l'ulteriore interesse del socio ad evitare l'annacquamento patrimoniale. Interesse invero che verrebbe di per sé assolto dal riconoscimento del diritto di opzione.

In realtà dunque il limite il patrimonio netto non può costituire il limite massimo entro cui fissare il sovrapprezzo volontario e ciò è evidente nell'ambito delle società quotate.

Ove il prezzo di mercato sia superiore al valore di patrimonio netto, la fissazione del sovrapprezzo volontario in una misura superiore al netto ma inferiore al prezzo di mercato, permette da un lato al socio di dismettere il suo diritto di opzione dall'altro alla società di rendere conveniente la sottoscrizione delle nuove azioni. Ed inoltre occorre notare come la fissazione del sovrapprezzo in misura superiore al prezzo di mercato, non permetterebbe il buon esito dell'operazione, stante il difetto di convenienza della sottoscrizione.

È per tale ragione che la funzione del sovrapprezzo volontario non può essere assimilata alla funzione del sovrapprezzo obbligatorio, e perciò si dovrebbe ritenere che un limite massimo della fissazione del

---

<sup>162</sup> F. Di Sabato, *Manuale delle società*, Utet, 581, 1989.

<sup>163</sup> Nonostante sia questa l'opinione tradizionale della funzione del sovrapprezzo nell'ambito dell'esclusione del diritto di opzione, occorre già da adesso avvertire il lettore che nel corso del testo si aderirà ad un'impostazione diversa. In ogni caso la funzione di sovrapprezzo quale strumento compensativo del socio per l'esclusione del diritto di opzione costituisce una costante della dottrina giuscommercialistica. Cfr. tra i molti AA. favorevoli alla ricostruzione del sovrapprezzo quale misura di esatta compensazione del socio, A. Mignoli, nt. 155, 526 – 527, G. Mucciarelli, M. S. Spolidoro, nt. 159,31 ss.; D. Marchetti, *Diritto di opzione e sovrapprezzo delle azioni nel progetto di riforma delle società commerciali*, in *Studi in onore di Andrea Torrente*, II, Milano, 1968, 673 – 684; R. Rosapepe, id. *Prime riflessioni sulla disciplina del diritto di opzione*, in *Giur. comm.* 1987, I, 53 – 86; G. Giannelli, *Esclusione del diritto di opzione e d. P. R. 10 febbraio 1986, n. 30*, in *Riv. Soc.* 1988, 757 – 789.

sovrapprezzo volontario non esista ma dipenda dalla *concreta* necessità della società di reperire risorse finanziarie in ragione delle utilità attese rispetto ai propri progetti d'investimento.

L'abuso potrà ricorrere solo ove l'organo amministrativo non riuscirà a giustificare l'imposizione del sovrapprezzo in funzione delle prospettive di crescita e di sviluppo della società.

Solo in tal caso il socio potrà esercitare la tutela data dall'art. 2388 co. 4 c.c. potendo impugnare la delibera dell'organo amministrativo per violazione del dovere di buona fede nell'esecuzione del rapporto gestorio ferma restando in ogni caso, ove ne sussistano i presupposti, una responsabilità per danno diretto ai sensi dell'art. 2395 c.c.<sup>164</sup>

Tutto questo ragionamento però presuppone superata l'obiezione relativa all'esclusione di fatto del diritto di opzione<sup>165</sup>.

È evidente come ad un maggiore importo del sovrapprezzo diminuisce la negoziabilità del diritto di opzione. Secondo parte della dottrina la previsione del limite quantitativo sopraindicato si giustificerebbe per consentire al socio la negoziabilità del diritto di sottoscrizione.

Ove l'importo fosse superiore al patrimonio netto, il socio subirebbe una limitazione che si risolverebbe nell'impedimento della possibilità di alienazione del diritto di opzione e ciò richiederebbe un'espressa

---

<sup>164</sup> Il danno in questo caso si ripercuote direttamente sull'economia individuale del socio senza passare nella generalità dei casi, sul patrimonio della società che invero risulterà incrementato dal versamento del sovrapprezzo. Difetterebbe in questa circostanza la fattispecie della canalizzazione del danno sul patrimonio sociale che, ove ricorrente, impedirebbe al socio di avanzare una pretesa diretta nei confronti dell'organo amministrativo. cfr. V. Pinto, *La responsabilità degli amministratori per danno diretto agli azionisti*, in *Liber Amicorum Gianfranco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, 2006, II 933 ss. Se dunque da un punto di vista patrimoniale la situazione è neutra per la società potrebbe tuttavia verificarsi un mutamento ove a causa della delibera di aumento si determini un danno alla redditività dell'ente che, in prima istanza si riflette negativamente sulla stessa, determinando una diminuzione della capacità di creazione di reddito e solo di riflesso in un secondo momento sulla sfera soggettiva del socio che vede alterato in senso peggiorativo il valore della sua partecipazione. In questo caso il danno, ripercuotendosi prima sulla società e solo mediatamente sul socio, non potrà condurre all'applicazione dell'art. 2395 c.c. trattandosi non di danno diretto ma di danno riflesso. cfr. D. Preite, *Abuso di maggioranza e conflitto d'interessi del socio nelle società per azioni*, in AA. VV., *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, II, Torino, 1993, 3 ss. secondo il quale, una considerazione pluralista dell'interesse sociale, non può sottrarre ad attribuire rilievo anche all'aspetto reddituale oltre a quello meramente patrimoniale. Nello stesso senso F. Guerrero, *Abuso del voto e controllo di correttezza sul procedimento deliberativo assembleare*, in *Riv. Soc.* 2002, 181 – 284 spec. ove si esaminano i danni derivanti dalle deliberazioni assembleari aventi rilevanza gestoria, id. *La responsabilità deliberativa nelle società di capitali*, Torino, 2004. Sul punto anche A. Vicari, *Gli azionisti nella fusione di società*, Milano, 2004. Il socio diversamente potrà agire nei confronti dell'organo amministrativo ex art. 2395 c.c. solo ove la capacità di reddito dell'impresa risulti immutata rispetto alla fase antecedente alla delibera di aumento di capitale. In questo caso a fronte dell'assenza di una crescita marginale di reddito il socio avrà sicuro subito un danno diretto. Dunque il rimedio dell'art. 2395 c.c. in caso di aumento in opzione sia con che senza sovrapprezzo potrà essere attivato ove l'incremento di patrimonio non conduca ad alcun decremento della capacità di reddito e abbia produttività marginale decrescente sia pur positiva o comunque pari a 0. Cfr. L. Enriques, *Il conflitto d'interessi degli amministratori di società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2000, 176 ss. La tesi esposta va comunque temperata con l'idea per cui l'interesse collettivo possa essere anche un interesse di lungo termine che giustifichi una produttività marginale negativa e anche pari a 0 in un primo momento e poi successivamente positiva. In questo caso la remunerazione dell'investimento non è subordinata al soddisfacimento di interessi diversi ma solo differita in un arco temporale più lungo con un alleggerimento della responsabilità dell'organo amministrativo il quale non è vincolato dall'unica prospettiva dello shareholder's value.

<sup>165</sup> Sul punto G. Mucciarelli, nt. 146, 148 ss. nonché gli AA. tedeschi citati in nt. 144.

previsione della delega e l'applicazione, nei limiti di compatibilità, delle disposizioni di cui all'art. 2441 co. 5 e 6 c.c.

Tuttavia occorre rilevare che la società non dovrebbe essere tenuta in alcun modo ad assicurare in concreto al socio la possibilità di alienare il diritto di opzione, ma solo l'astratta alienabilità dello stesso. Si guardi all'ipotesi di una spa chiusa dove, per definizione potrebbe mancare un mercato delle partecipazioni e nell'ambito della quale il socio potrebbe non riuscire ad alienare il diritto di opzione. Diversamente ove la spa sia quotata, il rischio di un abbassamento del prezzo delle azioni in occasione del lancio dell'aumento, determinerebbe il pericolo di un azzeramento del valore dei diritti. In relazione al primo esempio, è inimmaginabile che la società debba attivarsi in modo da organizzare un mercato dei buoni d'opzione al fine di permettere a ciascun socio l'ottenimento del vantaggio patrimoniale derivante dalla cessione dello stesso. Quanto al secondo, si tratta di una circostanza di fatto del tutto imprevedibile e come tale insuscettibile di condurre ad alcun ristoro a favore dei precedenti azionisti.

Alla luce di queste considerazioni è evidente come l'alienazione del diritto di opzione non possa costituire un diritto intangibile del socio e, ove l'imposizione di un sovrapprezzo facoltativo sia giustificata da ragioni di sviluppo e di redditività, il socio non potrebbe lamentare un'esclusione in forma di limitazione del diritto di opzione che in realtà si risolverebbe non in un pregiudizio giuridico quanto piuttosto in un pregiudizio di fatto<sup>166</sup>.

Diversamente, ove la delibera di aumento espliciti l'inalienabilità del diritto di opzione,<sup>167</sup> si assisterebbe ad un'esclusione o quantomeno ad una limitazione del diritto giuridicamente rilevante non giustificata dall'esigenza di un maggior apporto a titolo di sovrapprezzo, e in tal caso dovrebbe essere preventivamente autorizzata dai soci come ogni altra ipotesi di esclusione o limitazione del diritto con l'applicazione del combinato disposto degli artt. art. 2443 co. 2 e 2441 co. 6 c.c. e conseguentemente, con l'osservanza delle garanzie previste in termini di giustificazione delle ragioni che richiedono la limitazione, nei limiti di compatibilità.<sup>168</sup>

---

<sup>166</sup> Cfr. G. Mucciarelli, nt. 146. Dal momento che, se da un lato il socio subisce una limitazione nella possibilità di alienare il diritto di opzione, dall'altro lato si avvantaggia sia del mantenimento del valore della partecipazione, sia dell'incremento di redditività derivante dalle prospettive di crescita assunte alla base della decisione da parte dell'organo gestorio. Occorre del resto notare come la situazione concreta possa atteggiarsi diversamente a seconda che la spa sia o meno quotata. Nel primo caso come rilevato nel testo, la previsione di un sovrapprezzo maggiore rispetto al patrimonio netto ma inferiore rispetto al prezzo di mercato, non impedisce né in astratto né in concreto la negoziabilità del titolo (a meno che il prezzo delle azioni diminuisca e ciò determina l'azzeramento del valore del diritto. Ciò comunque continua ad ascrivere ad una mera contingenza che riprova l'inutilità della necessità di garantire la cedibilità del diritto anche in un contesto aperto). Nel secondo, invece, la possibilità di alienare il diritto di opzione è sicuramente ridotta per via dell'assenza tendenziale di un mercato delle partecipazioni. Dunque anche ove il sovrapprezzo fosse tale da garantire la cedibilità astratta del diritto, molto difficilmente il socio riuscirebbe a liquidare il valore dello stesso. Certo è che comunque un dato di fatto non può costituire un argomento a favore della tesi sostenuta ma contribuisce comunque a relativizzare l'importanza di garantire al socio la cedibilità dello stesso anche ove la situazione concreta non ne permetta la dismissione.

<sup>167</sup> Così come ad esempio il divieto di esercizio del diritto di prelazione sull'inoptato. Ma vedi oltre nel testo.

<sup>168</sup> Se dunque è richiesta sicuramente la relazione dell'organo amministrativo che giustifichi l'esigenza della limitazione, particolarmente problematico appare l'applicazione della disposizione sul sovrapprezzo dal

Alla luce di queste considerazioni, la clausola statutaria attributiva delle delega ad aumentare il capitale sociale con offerta in opzione delle azioni, dovrà semplicemente indicare, quali elementi essenziali, il quantitativo massimo dell'aumento e la durata della delega.

Ogni altra decisione attinente al momento esecutivo è come tale, di naturale competenza dell'organo amministrativo, ivi compresa la possibilità di stabilire un sovrapprezzo facoltativo sia pur nei limiti (mobili) sopra prospettati<sup>169</sup>.

---

momento che in quest'ipotesi non ricorre l'esigenza di assicurare una tutela patrimoniale del socio con riferimento alla possibilità che un terzo si appropri delle risorse della società. è dunque possibile o ritenere che la società debba indennizzare i soci per il pregiudizio economico subito dall'impossibilità di alienare il diritto o in alternativa ove si dimostri che il valore teorico dell'opzione sia insussistente non fornire alcuna tutela di natura patrimoniale.

<sup>169</sup> Diversamente da quanto detto con riferimento alla disciplina della spa relativamente alla possibilità di prevedere, da parte degli amministratori, in assenza di un'espressa previsione statutaria, un sovrapprezzo facoltativo, nell'ambito della disciplina della srl non è possibile giungere alle medesime conclusioni.

Come rilevato inizialmente, il socio di una società a responsabilità limitata, nutre un'aspettativa particolarmente tutelata al mantenimento della proporzionalità in sede di aumento di capitale sociale.

la ragione di questa tutela è ricavabile sia dalla genesi fortemente contrattuale del tipo srl sia e, conseguentemente, in ragione della maggiore protezione che nell'ambito della srl viene data alla posizione amministrativa del socio che generalmente e tipologicamente viene visto dal legislatore stesso in veste di socio imprenditore.

La previsione di un sovrapprezzo, come detto, non costituisce una modificazione statutaria e come tale potrebbe non dover essere ascritta nell'area delle competenze assembleari.

Tuttavia, l'imposizione dello stesso potrebbe influire sulla possibilità per il socio di sottoscrivere l'aumento del capitale con offerta delle quote in sottoscrizione.

In un contesto societario caratterizzato solitamente da una compagine sociale ristretta, allo stesso tempo, la deliberazione di aumentare il capitale costituisce una decisione condivisa tra l'organo amministrativo e i soci i quali sono molto probabilmente disposti a procedere alla sottoscrizione dello stesso.

Ne consegue che la funzione compensativa che si è soliti ricollegare al sovrapprezzo per il caso di mancata sottoscrizione dell'aumento, perde la sua forza nell'ambito di una compagine sociale di minori dimensioni all'interno della quale le decisioni più rilevanti sono assunte di comune accordo tra soci e organo amministrativo.

La maggiore vicinanza tra i due organi dunque impedisce di ravvisare l'eadem ratio che giustifica la possibilità di intravedere un potere implicito a tutela della stessa compagine azionaria dell'organo gestorio con riferimento alla previsione di prezzo maggiorato rispetto al nominale.

Quest'ultimo infatti non potrebbe assolvere la stessa funzione anti annacquamento o quantomeno potrebbe non assolverla nella generalità dei casi risolvendosi in una previsione che impedisce o quantomeno rende più difficile ai soci l'esercizio del diritto di sottoscrizione.

Ne consegue che, nella disciplina della srl non sarebbe possibile rinvenire, in assenza di un'espressa previsione della clausola statutaria attributiva della delega, un potere da parte del cda di stabilire in sede di aumento del capitale un sovrapprezzo facoltativo.

Tale imposizione dovrebbe essere stabilita a monte dalla clausola attributiva del potere e dovrebbe inoltre essere circostanziata nell'ambito di un minimo e di un massimo al fine di tutelare la posizione organizzativa del socio rendendolo consapevole, già dal momento di attribuzione del potere delegato, del sacrificio eventuale che gli sarà imposto in sede di sottoscrizione.

E pertanto è possibile giungere con riferimento al tipo srl alle medesime conclusioni che una parte della dottrina anteriore alla riforma aveva formulato con riferimento alla spa.

La maggiore attenzione prestata dall'ordinamento relativamente alla tutela della proporzionalità nel tipo srl impedisce di enucleare un potere implicito di fissazione del sovrapprezzo che, sebbene non si risolva in un abuso da parte dell'organo delegato, non si può giustificare in un contesto in cui la persona del socio e la sua partecipazione risultano meritevoli di una maggiore protezione dal punto di vista amministrativo più che patrimoniale. Cfr. M. Speranzin, *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio nella s.r.l.*, Giappichelli, Torino, 2011.

Attengono altresì al momento esecutivo, non solo la scelta del momento ma anche delle modalità dell'aumento stesso. E precisamente la scelta sulla scindibilità, inscindibilità nonché scindibilità progressiva delle sottoscrizioni<sup>170</sup>. La decisione di avvalersi di un aumento per *tranches*<sup>171</sup> o di un unico aumento, la scelta dei termini finali e iniziali delle singole operazioni.

Si tratta di circostanze che, non essendo idonee a riverberarsi sulle posizioni organizzative dei soci, non richiedono alcuna espressa menzione nella clausola statutaria attributiva del potere delegato rientrando nell'autonomo potere esecutivo e gestorio dell'organo amministrativo.

---

Le esigenze di approvvigionamento di risorse economiche da parte della società dovrebbero soccombere innanzi alla tutela della posizione organizzativa del socio restringendosi corrispondentemente i poteri dell'organo di gestione.

<sup>170</sup> Contrario alla legittimità della c.d. scindibilità progressiva per il mancato rispetto della parità di trattamento tra i sottoscrittori cfr. E. Ginevra, nt. 144, il quale propone di applicare analogicamente l'art. 2420 bis c.c. sui periodi di conversione semestrali delle obbligazioni convertibili legati alla disciplina dell'aumento scindibile a servizio della conversione. La scindibilità progressiva viene oggi ritenuta un elemento dell'operazione legittima in quanto l'efficacia automatica della sottoscrizione è consentita a monte a favore di tutti i soggetti ai quali è rivolto il deliberato aumento senza pregiudicare la posizione individuale di nessuno. Ogni socio ha diritto con la sottoscrizione ad avere nei confronti della società il pieno esercizio dei diritti sociali non richiedendosi, conseguentemente, un'espressa previsione nella delega attributiva del potere. Sul punto cfr. Massima n. 96, Consiglio notarile di Milano, 2007. In generale sui poteri esecutivi del consiglio di amministrazione in relazione all'aumento delegato di capitale sociale in opzione ai soci cfr. Massima n. 25, Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Prato e Pistoia.

<sup>171</sup> La legittimità dell'operazione comunque dipenderebbe dalla concreta strutturazione dell'operazione.

Infatti l'aumento di capitale per *tranches* costituisce un unico aumento di capitale frazionato in più segmenti temporali, che generalmente si giustifica in relazione all'esigenza per la società, di recuperare risorse monetarie in maniera progressiva a seconda delle concrete esigenze volta per volta ricorrenti. Se l'aumento per *tranches* dunque si caratterizza per l'unicità dell'operazione occorre tenere in considerazione le possibili criticità sottese alla fattispecie. Ove l'organo amministrativo deliberasse un aumento unico frazionato in più segmenti temporali è necessario innanzitutto prevedere la scindibilità dello stesso nell'ambito della stessa deliberazione.

L'esecuzione delle singole *tranches* è demandata alla discrezionalità dell'organo amministrativo il quale può decidere di proseguire o meno nell'operazione a seconda delle concrete esigenze di approvvigionamento.

L'aumento per *tranches*, pertanto, essendo un unico aumento, al fine di evitare un'esclusione o limitazione parziale del diritto di opzione, richiederebbe necessariamente il rispetto, al momento dell'esecuzione delle successive *tranches*, delle proporzioni partecipative preesistenti alla data della deliberazione. In altre parole, l'organo amministrativo, ove nell'ambito di una singola *tranches* non tutti i soci abbiano esercitato l'opzione e, conseguentemente si siano modificate le percentuali partecipative, dovrà nel procedere all'esecuzione della *tranches* successiva, rispettare le proporzioni partecipative originarie. L'eventuale collocamento delle nuove azioni sulla base delle proporzioni modificate comporterebbe una limitazione del diritto di opzione che nella vigenza della precedente disciplina non sarebbe stata consentita, conducendo alla possibilità per i soci pregiudicati di impugnare la deliberazione consiliare. Diversamente ove l'operazione si fosse strutturata sulla base di plurimi aumenti di capitale, sia pur caratterizzati dall'unicità del contesto, l'organo amministrativo avrebbe potuto e dovuto procedere all'esecuzione dell'aumento successivo sulla base delle proporzioni partecipative così come modificatisi per effetto del mancato esercizio del diritto di opzione da parte di tutta la compagine sociale. La disciplina attuale tuttavia consente all'organo amministrativo, ove però la delega precisi tale possibilità, di limitare o escludere l'opzione dei soci. In questo caso occorrerà dunque rispettare il procedimento previsto dall'art. 2441 co. 6 c.c. richiamato dall'art. 2443 c.c. e giustificare la limitazione dell'opzione dei soci sulla base di un idoneo interesse sociale prevedendo altresì un sovrapprezzo parametrato ai criteri previsti dall'art. 2441 co. 6 c.c. In generale sull'aumento per *tranches* cfr. P. Marchetti, nt. 133, 58 ss.; E. Civerra, *Le operazioni straordinarie*, Ipsoa, 2008, 44 – 45 nonché G. M. A. Trimarchi, *L'aumento di capitale sociale*, Ipsoa, 2006, 220. Ove lo svolgimento dell'operazione non conduca ad una limitazione dell'opzione, l'organo amministrativo sarà libero di fissare per ogni singola *tranches* un sovrapprezzo ritenuto idoneo senza che ciò possa costituire una violazione del diritto di sottoscrizione del socio fermi restando i limiti enucleati nel testo.

Attiene al normale esercizio del potere esecutivo dell'organo amministrativo la definizione delle ulteriori fasi dell'aumento di capitale con diritto di opzione e precisamente: ove la spa sia chiusa, le regole sul rispetto della prelazione nonché del collocamento dell'inoptato, ove la spa sia aperta, sul collocamento in borsa delle opzioni nei termini indicati dall'art. 2441 c.c.

Con riguardo alla prelazione, la funzione svolta dall'organo amministrativo è la medesima sia che l'organo deliberante sia l'assemblea sia che sia lo stesso consiglio di amministrazione.

Quest'ultimo sarà tenuto al rispetto dei principi generalmente vevoli nella fase di esercizio della prelazione secondo i risultati raggiunti dalla dottrina<sup>172</sup> e dalla prassi.

Più precisamente l'organo amministrativo in assenza di una qualsiasi previsione nella delega, potrà prevedere che la fase della prelazione sull'inoptato possa prevedere condizioni di esercizio della prelazione diverse e più onerose per i soci, rispetto a quelle previste per l'esercizio dell'opzione.

La giustificazione di questa soluzione deve essere necessariamente spiegata alla luce della natura giuridica del diritto di prelazione rispetto al diritto di opzione.

Come noto in dottrina sono state espresse due principali posizioni. La prima per cui la prelazione costituisce un diritto di opzione di secondo grado<sup>173</sup>, la seconda per cui la prelazione di cui all'art. 2441 co. 3 c.c. si risolve in un diritto di natura diversa consistente nell'esser preferiti a parità di condizioni rispetto ai terzi in relazione alle azioni inoptate<sup>174</sup>.

A ben vedere le ragioni portate a sostegno della seconda tesi sono di gran lunga più robuste. Infatti da un lato giova il tenore letterale della disposizione, che contrapponendosi al lessico utilizzato al co. 1 non lascerebbe adito a dubbi sulla diversità dei due istituti.

Se però il semplice tenore letterale di un dato normativo, nonostante sia il primo passo dell'ermeneusi giuridica, non costituisca argomento sufficiente al fine di risolvere un problema interpretativo, occorre valutare se effettivamente i due istituti svolgono la medesima funzione.

L'opzione muove come visto dall'esigenza di tutela della conservazione del peso partecipativo e della tutela patrimoniale del socio. La prelazione, invece, dalla diversa esigenza di tutelare un interesse accrescitivo della posizione del singolo<sup>175</sup>.

Basterebbero queste due argomentazioni per giustificare l'esistenza di due istituti diversi suscettibili di essere diversificati dal punto di vista della disciplina.

---

<sup>172</sup> In generale sulla prelazione prevista dall'art. 2441 co. 3 c.c. G. Mucciarelli, *La prelazione nell'art. 2441, terzo comma, del codice civile*, in *Riv. Soc.* 1992, 17 ss.; R. Weigmann, *La prelazione sui titoli inoptati*, in *Giur. Comm.*, 1982, I, 608 ss. ivi compreso il problema del riparto delle azioni inoptate ove le richieste di prelazione superino il quantitativo di azioni concretamente disponibile.

<sup>173</sup> Sul punto cfr. G. C. M. Rivolta, *Profili della nuova disciplina del diritto di opzione*, in *Riv. Dir. Civ.* 1975, 526 ss.

<sup>174</sup> Di questo secondo avviso cfr. G. B. Portale, nt. 154, e G. Mucciarelli, nt. 172, 17 ss.

<sup>175</sup> Cfr. G. Mucciarelli, nt. 172, 17 ss. anche se il riconoscimento della prelazione anche agli acquirenti dei diritti di opzione, potrebbe far dubitare del fatto che l'interesse accrescitivo sia l'unico interesse che giustifica la prelazione sull'inoptato.

Infatti chi aderisce alla tesi dell'opzione di secondo grado, ritiene che la posizione del socio non possa subire alterazioni rispetto alla fase dell'offerta in opzione. In altre parole non sarebbe consentita all'organo amministrativo la fissazione di un prezzo maggiorato stante il fatto che la prelazione verrebbe attratta dalle condizioni originarie del diritto di opzione<sup>176</sup>.

Credo che invece, alla luce della diversa funzione e del diverso interesse che generalmente muove il socio all'esercizio della prelazione, l'organo amministrativo possa modificare le condizioni di esercizio della prelazione sull'inoptato prevedendo un prezzo più alto rispetto al prezzo di offerta originario. E ciò sia attraverso la fissazione di un diverso prezzo nella delibera consiliare di aumento, sia al momento esecutivo del collocamento dell'inoptato tra i prelazionari, ove la delibera di aumento nulla statuisca sul punto<sup>177</sup>.

---

<sup>176</sup> G. C. M. Rivolta, nt. 173, 528 – 529. La posizione dell'A. muove più che da una valutazione giuridica, da una valutazione di opportunità consistente nella necessità di evitare che l'organo amministrativo possa essere investito di un potere eccessivamente discrezionale nella fase del collocamento dell'inoptato. Tuttavia la mera preoccupazione di evitare comportamenti abusivi non giustifica un'interpretazione restrittiva alla luce delle argomentazioni sviluppate nel testo.

<sup>177</sup> Contra R. Weigmann, nt. 172, 612 ss. sul punto per una posizione diversa sia pur aderendo all'idea per cui la prelazione costituisce un diritto diverso dall'opzione cfr. altresì F. M. Mucciarelli, *L'impugnazione delle delibere consiliari tra teoria dei diritti individuali e norme imperative*, in *Giur. comm.* 1998, II, 343 ss. secondo il quale se la delibera di aumento di capitale (nel caso esaminato dall'A. si trattava di aumento deliberato dall'assemblea) non predeterminasse il prezzo per l'esercizio della prelazione, i soci maturerebbero il diritto di prelazione al momento della richiesta in sede di esercizio dell'opzione. E avendo maturato quel diritto che si sostanzia nell'essere preferiti a parità di condizioni rispetto ai terzi, significherebbe che gli amministratori debbano preferirli alle stesse condizioni originarie non essendogli consentito di richiedere un prezzo ancora maggiore. Il problema è capire quando sorge il diritto e se gli amministratori hanno un potere implicito di modificare le condizioni dell'offerta. Ad avviso dell'autore da ultimo citato, gli amministratori non potrebbero in assenza di una delega espressa, con riferimento all'aumento di capitale deliberato dall'assemblea, prevedere prezzi diversi. Dunque implicitamente riconoscendo la competenza sul sovrapprezzo all'organo assembleare. A sconfessare questa presa di posizione valgono con un ragionamento a fortiori le motivazioni riportate nel testo con riferimento ai poteri dell'organo amministrativo rispetto al sovrapprezzo in materia di opzione. Se dunque la previsione di un prezzo diverso è consentita da parte degli amministratori sia sulle azioni in opzione sia sull'inoptato, a partire da quale momento il cda non può più decidere un prezzo diverso? Se il socio al momento dell'esercizio della prelazione matura un diritto soggettivo ad essere preferito a parità di condizioni rispetto ai terzi, quali sono le condizioni alle quali ci si può riferire? Potrebbe inizialmente pensarsi che, se gli amministratori non abbiano previsto in sede di delibera di aumento (nel caso di aumento delegato) due prezzi diversi, implicitamente non abbiano più il potere di sollecitare nuove offerte e la parità di condizioni dovrebbe essere riferita alle condizioni dell'opzione. Dire questo significherebbe sostenere che il socio matura un diritto soggettivo al momento dell'esercizio dello stesso e che non vi sia più margine d'intervento sulle condizioni dell'offerta. La posizione dell'autore infatti è quella per cui il socio non potrebbe più vedersi modificate le condizioni originarie avendo acquistato definitivamente le azioni per effetto dell'esercizio della prelazione. Ove invece si ritenesse che la prelazione dia luogo non ad una proposta ma ad un invito ad offrire, il socio con l'esercizio della prelazione dovrebbe fare un'offerta che la società potrebbe accettare o meno. Se accetta allora il negozio si conclude, altrimenti potrebbe non accettarla e cercare ulteriori offerenti. Se si aderisce a questa seconda impostazione, l'esercizio della prelazione del socio non comporta la conclusione del contratto e gli amministratori saranno liberi di cercare altre offerte nel periodo di prelazione, tentando di spuntare il prezzo più alto possibile. Secondo quanto sostenuto in realtà avranno l'obbligo di farlo non potendosi tutelare l'interesse del socio all'accrescimento della propria partecipazione a discapito dell'interesse della società ad un incremento di risorse e degli altri soci al mantenimento della posizione patrimoniale.

Dunque in definitiva sarebbe consentito sia stabilire nella delibera di aumento due prezzi diversi per l'esercizio dell'opzione e per la prelazione sull'inoptato, sia la possibilità, esaurita la fase dell'offerta in opzione, di preferire i soci ai terzi rispetto però alle nuove eventuali offerte provenienti da questi ultimi. È evidente come la prima

Rendere più difficile l'esercizio della prelazione da parte degli amministratori sarebbe *a fortiori* consentito alla luce dei risultati ai quali si è giunti precedentemente rispetto alla possibilità di imporre un sovrapprezzo in caso di esercizio del diritto di opzione. E ciò non solo perché l'accrescimento della posizione partecipativa sia meritevole di una minore considerazione da parte della società, ma anche perché anche in questa seconda fase, il pagamento di un sovrapprezzo assolverebbe ad una funzione latamente compensativa dei soci inerti nonostante questi ultimi siano stati messi nella condizione di autotutelarsi con l'opzione. Risulterebbe irragionevole, alla luce di quanto detto poc'anzi, impedire all'organo amministrativo di accettare da parte di terzi eventuali proposte più convenienti rispetto a quelle avanzate dai soci<sup>178</sup> o addirittura rispetto a quelle originariamente fissate per l'esercizio dell'opzione. Si priverebbe da un lato, la società di un beneficio patrimoniale considerevole, dall'altro i soci inerti della compensazione patrimoniale derivante dalla formazione di riserve idonee ad incrementare il valore delle rispettive partecipazioni e ciò unicamente per favorire l'interesse all'accrescimento della posizione dei soci prelazionari.

La preoccupazione di un rischio di abusi da parte degli amministratori, che a parer della dottrina costituisce una delle possibili ragioni dell'istituto della prelazione<sup>179</sup>, derivante dalla possibilità di stabilire condizioni diverse per la prelazione rispetto a quella dell'opzione, dovrebbe essere ridimensionata di fronte ai benefici sociali prima ricordati. La decisione degli amministratori che rifiutasse proposte d'acquisto da parte di terzi a condizioni più vantaggiose rispetto a quelle dei soci, a meno che la deliberazione consiliare non abbia fissato un prezzo per le azioni inoptate, dovrebbe costituire una violazione del dovere di diligenza e di corretta gestione nell'esercizio della loro funzione anche ove ciò si risolva in un'attenuazione della tutela organizzativa del socio, che come dimostrato in relazione alla fase dell'opzione, può essere subordinata al ricorrere di altri interessi ritenuti ad oggi prevalenti.

In ogni caso il socio sarebbe tutelato attraverso il riconoscimento del diritto di preferenza anche in questa seconda fase del collocamento. Diritto di preferenza rispetto a parità di condizioni che potrebbero essere diverse rispetto a quelle previste per l'offerta in opzione e dipendere dal contenuto

---

soluzione, pur venendo incontro all'esigenza del socio ad incrementare la propria partecipazione, costituisca un limite per la società. Infatti l'organo amministrativo sarebbe limitato nella possibilità di ricevere offerte più vantaggiose da parte di terzi dovendo in ogni caso rispettare il prezzo stabilito nella deliberazione e preferire i soci alle condizioni fissate nella deliberazione.

<sup>178</sup> Ove si aderisse, come qui sostenuto, all'idea per cui l'esercizio della prelazione non comporti la conclusione del contratto di sottoscrizione, quanto piuttosto una proposta che potrà anche essere rifiutata dagli amministratori ove gli stessi riescano a trovare terzi disposti a sottoscrivere ad un prezzo maggiore entro il periodo di chiusura. Ciò condurrebbe logicamente a ritenere che il socio non abbia ancora maturato un diritto soggettivo e che la decisione degli amministratori di stabilire un prezzo diverso cercando offerte più allettanti sia pienamente legittima. Contra F. M. Mucciarelli, nt. 177, 343 ss. il quale coerentemente ritiene che il socio avendo maturato un diritto soggettivo sia tutelato a fronte della decisione degli amministratori dal rimedio non dell'invalidità ma da quello civilistico dell'inefficacia.

<sup>179</sup> Di nuovo G. Mucciarelli, nt. 172 e F. M. Mucciarelli, nt. 172.

delle offerte sulle azioni inoptate provenienti da soggetti terzi anche nel momento in cui si aprisse il periodo di collocamento dell'inoptato.

Una conferma di quanto detto viene data dallo stesso art. 2441 co. 3 c.c. che relativamente alle spa quotate prevede che gli amministratori in sede di collocamento dell'inoptato procedano ad un collocamento dell'inoptato alle migliori condizioni di mercato. La norma infatti sarebbe espressione di un principio valevole anche nelle spa chiuse per cui con riferimento alla prelazione l'interesse del socio sia subordinato all'interesse collettivo al reperimento di quante più risorse possibili.

5) *Esclusione del diritto di prelazione e delega all'organo amministrativo.*

Occorre adesso trattare di un problema finale consistente nella possibilità o meno da parte dell'organo amministrativo in sede di deliberazione consiliare di escludere espressamente la fase della prelazione sull'inoptato per procedere direttamente al collocamento presso terzi.

Ci si chiede dunque se una decisione di questo tipo sia legittima e rientri nei normali poteri gestori del consiglio, se invece sia illegittima *tout court* o se ancora sia attratta nella competenza assembleare.

Nonostante il ridimensionamento della tutela dell'interesse accrescitivo del socio con riferimento alla fase della prelazione, non si può negare che sussistono profonde differenze tra l'eliminazione del diritto di prelazione e la possibilità da parte degli amministratori di stabilire condizioni di partenza che ne ostacolano l'esercizio rendendolo più gravoso dell'esercizio dell'opzione.

Se questa seconda fattispecie rientra per le ragioni sopra spiegate, nell'area di naturale competenza gestoria dell'organo amministrativo non altrettanto si può dire per la prima.

Infatti sebbene l'interesse accrescitivo sia suscettibile di una minore tutela, non si può negare che la prelazione sia funzionale ad assolvere ad un'esigenza organizzativa.

Nonostante l'istituto non costituisca un'opzione di secondo grado, per le ragioni evidenziate, è strumento idoneo ad incidere sul mantenimento delle proporzioni partecipative dei soci e come tale dovrebbe fuoriuscire dalla naturale competenza degli amministratori.

Ne consegue sicuramente l'illegittimità di una deliberazione consiliare di aumento di capitale che escludesse espressamente la fase della prelazione, impugnabile ai sensi dell'art. 2388 co. 4 c.c.

Problema diverso è quello se sia possibile per i soci già nella fase di attribuzione della delega prevedere che l'aumento di capitale possa avvenire con esclusione del diritto di prelazione fermo restando il riconoscimento del diritto di opzione<sup>180</sup>.

Dunque il problema attiene, parimenti a quanto non accade rispetto all'esclusione dell'opzione (possibilità questa espressamente prevista dall'art. 2443 c.c.), alla delegabilità o meno della possibilità di escludere la prelazione.

Ad avviso della dottrina che si è occupata del tema, la deliberazione assembleare che decidesse di eliminare il diritto di prelazione dovrebbe essere *tout court* illegittima e come tale impugnabile<sup>181</sup>.

Credo che la soluzione meriti una più attenta riflessione.

L'ordinamento oggi consente all'art. 2443 c.c. all'organo assembleare di delegare l'organo amministrativo all'esclusione del diritto di opzione dei soci.

---

<sup>180</sup> Problema analogo, ma in questa sede non rilevante, sarebbe quello per cui sia la stessa assemblea a deliberare un aumento di capitale con esclusione del diritto di prelazione.

<sup>181</sup> G. Mucciarelli, nt. 172, 53.

Alla luce di questa prima osservazione del dato normativo, si potrebbe dire che se è consentita la delega dell'esclusione dell'opzione a maggior ragione dovrebbe essere consentita la delega all'esclusione del diritto di prelazione dei soci, pur nel rispetto del diritto di opzione ordinario.

Ciò tuttavia non è sufficiente al fine di sostenere la delegabilità sull'esclusione del diritto di prelazione.

Infatti occorre verificare quale sia l'interesse che possa giustificare l'eliminazione della prelazione sull'inoptato.

La fase della prelazione sull'inoptato risponde come visto, oltre alla tutela di un interesse accrescitivo dei soci, anche all'esigenza di evitare il rischio di un abuso dell'organo amministrativo rispetto al collocamento delle azioni inoptate.

Eliminare la prelazione significherebbe lasciare il cda libero di procedere al collocamento.

Allo stesso tempo l'esclusione della prelazione può comportare alcuni vantaggi per la società. Sotto un primo punto di vista, si determinerebbe un accorciamento del periodo di durata di tutto il procedimento con la possibilità di ridurre il pericolo che *medio tempore* le oscillazioni dei valori del netto siano tali da condurre all'insuccesso dell'operazione<sup>182</sup>.

Sebbene si tratti di una circostanza positiva, tuttavia di per sé non potrebbe costituire un interesse sufficiente all'esclusione del diritto.

Diversa è però l'ipotesi in cui la società possa comunque godere di vantaggi rilevanti in termini di redditività, ad offrire le azioni inoptate ad un determinato soggetto tanto da ritenere che tale interesse possa essere prevalente rispetto all'interesse dei soci all'accrescimento della proporzione partecipativa ma non rispetto all'interesse degli stessi all'esercizio del diritto di opzione.

L'operazione si risolverebbe in un *minus* rispetto alla delibera di esclusione dell'opzione, con la necessità di applicare comunque gli artt. 2443 co. 2 e 2441 co. 5 e 6 c.c. in forza di un'interpretazione estensiva dello stesso articolo 2443 c.c.

E dunque l'assemblea dovrebbe, al pari di quanto non avviene per la delega all'esclusione del diritto di opzione, indicare i criteri cui gli amministratori debbano attenersi nell'individuazione del soggetto beneficiario delle azioni inoptate specificando quantomeno in astratto l'interesse giustificativo.

Senza anticipare quanto si dirà successivamente, posto che nel caso di specie ai soci spetta in ogni caso il diritto di opzione, la valutazione del bilanciamento tra l'interesse sociale e quello individuale all'esercizio della prelazione dovrebbe essere più mitigato rispetto a quanto previsto dall'art. 2441 co. 5 c.c. esponendo comunque la delibera consiliare ad un rischio d'impugnazione più contenuto.

In ogni caso si ritiene che il terzo sia comunque tenuto al pagamento del sovrapprezzo al momento della sottoscrizione dell'inoptato. Infatti se è vero che in questo caso il sovrapprezzo non assolve la funzione compensativa assoluta generalmente nella delibera di esclusione del diritto di opzione, tuttavia

---

<sup>182</sup> Problema invero di minore rilievo nella spa chiuse, dove il rischio di depauperamenti del netto nel periodo di durata dell'aumento è più contenuta rispetto al rischio di oscillazione dei prezzi nell'ambito delle spa quotate.

esso costituirebbe in ogni caso una tutela patrimoniale prevista per la privazione della possibilità di incrementare la partecipazione originaria oltre che un compenso per il decremento di valore subito dal diritto di opzione per effetto del mancato riconoscimento al terzo acquirente l'opzione del diritto di avvalersi anche della prelazione sull'inoptato.

6) *Delega all'aumento in opzione nelle società quotate: criticità applicative e tecnica del prezzo aperto*

Preso atto della possibilità da parte dell'organo amministrativo di fissare autonomamente il sovrapprezzo nell'aumento delegato con opzione occorre adesso soffermarsi sul momento esecutivo e sul problema inerente l'opportunità, in determinate condizioni, di differire ulteriormente il momento di determinazione del prezzo di collocamento<sup>183</sup>.

Si è detto poc'anzi, che in un contesto partecipativo caratterizzato da continue negoziazioni sui mercati regolamentati i prezzi delle azioni sono suscettibili di variazioni frequenti tanto da creare problemi di coordinamento con la disciplina dell'aumento del capitale sociale con offerta in opzione. Più precisamente ove la società abbia un flottante limitato, il lancio di un aumento di capitale può e generalmente si presta ad una reazione negativa da parte del mercato<sup>184</sup>. La massiccia cessione delle partecipazioni da parte dei soci influenza la stabilità dei prezzi e tale fattispecie si riverbera negativamente sulla stabilità dell'operazione.

La scansione procedimentale dettata per l'aumento in opzione, nell'ambito di una spa quotata, impone necessariamente il rispetto delle norme dettate dalla disciplina del testo unico della finanza e dalla disciplina secondaria del regolamento emittenti.

Più precisamente l'aumento in opzione, sebbene la delega all'organo amministrativo possa venire incontro all'esigenza di rapidità decisionale evitandosi la previa convocazione dell'assemblea dei soci, presuppone necessariamente sia la comunicazione dell'operazione alla Consob, sia la successiva pubblicazione del prospetto di offerta.

La scansione procedimentale pertanto, risulta caratterizzata in un primo momento dalla deliberazione dell'organo consiliare, seguita successivamente dalla comunicazione alla Consob del contenuto del

---

<sup>183</sup> Sul punto già prima della riforma D. Pastore, nt. 155 nonché P. Marchetti, *Commento sub. art. 22, D.P.R., n. 30/1986*, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, a cura di P. Marchetti, 1987.

<sup>184</sup> Di nuovo M. Bigelli, nt. 79. La ragione di questo fenomeno è data dal fatto che il ricorso al capitale di rischio, generalmente costituisce l'ultimo strumento di finanziamento perseguito dal management. In altre parole solo ove la società abbia difficoltà di ricorrere al credito generalmente procede al reperimento di risorse a titolo di capitale di rischio. Le ragioni addotte dagli economisti, attengono principalmente al fatto che il ricorso al credito espone il management a minori controlli rispetto alla diversa ipotesi di emissione azionaria, sia da parte dell'autorità garante del mercato sia da parte degli stessi sottoscrittori. Ne conseguirebbe che l'aumento del capitale avviene generalmente ogni qual volta la società versi in una situazione economica "precaria", e conseguentemente conduce ad un ribasso dei prezzi azionari. Più precisamente, il management procederebbe all'aumento di capitale sociale in una situazione di asimmetria informativa, ossia ogni qual volta la società quota il prezzo ad un valore superiore al valore reale. Tale asimmetria informativa è nota solo agli insiders e conseguentemente gli outsiders avrebbero ragione di credere che la sottoscrizione delle azioni non sia conveniente. Cfr. sempre M. Bigelli, nt. 79, 166 – 167 nonché Myers, Stewart C., and Nicholas S. Majluf, , *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, *Journal of Financial Economics* 13, 1984, 187-221. In senso diverso tuttavia cfr. un recente studio nel quale si giunge a conclusioni opposte sulla base dell'evidenza empirica per cui gli amministratori procedono al lancio di un aumento di capitale solo ove la prospettiva d'investimento possa essere condivisa dagli azionisti esterni. In altre parole si dimostra come l'aumento di capitale costituisce una tecnica di finanziamento analoga all'indebitamento e non sussidiaria. A. K. Dittmar, A. V. Thakor, *Why do firms issue shares*, in *Journal of Finance*, vol. 62, I, 2007, consultabile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)

prospetto informativo, dell'approvazione dello stesso da parte dell'Autorità<sup>185</sup>, dalla pubblicazione del prospetto d'offerta e infine dalla pubblicazione dell'offerta in opzione la cui durata è fissata dall'art. 134 t.u.f. in almeno 15 giorni<sup>186</sup>.

È evidente come dalla data della deliberazione alla data dell'inizio del collocamento possa trascorrere un periodo di tempo più o meno lungo, tanto da incidere sulla determinazione del prezzo di emissione. In altre parole, la predeterminazione di un prezzo fisso al momento della delibera di aumento da parte dell'organo amministrativo, rischia di condurre all'insuccesso dell'operazione ove il prezzo di mercato nelle more tra la deliberazione e l'inizio del periodo di offerta, sia sceso al di sotto del prezzo precedentemente prestabilito.

Al fine di ovviare alle problematiche sottese alla disciplina dell'offerta in opzione generalmente si ricorre ad una serie di soluzioni che permettono, sebbene solo parzialmente, di farvi fronte.

È sicuramente ritenuta legittima la prassi di stabilire in sede di deliberazione consiliare non un prezzo fisso quanto piuttosto un criterio variabile ma sufficientemente predeterminato eventualmente con la previsione di un prezzo minimo di emissione, di modo tale da permettere all'organo amministrativo o all'amministratore delegato,<sup>187</sup> di stabilire il prezzo di collocamento a ridosso della fase di offerta delle azioni, trascorso il periodo di tempo necessario per ottemperare alle previsioni normative sopra richiamate.

---

<sup>185</sup> L'ordinamento italiano non conosce l'istituto della *shelf registration* praticato sia nell'ordinamento statunitense sia in quello giapponese. Più precisamente è data la facoltà alle società quotate, al ricorrere di determinati presupposti, di avvalersi di un'autorizzazione preventiva e generale fino ad un importo massimo, da parte della SEC, tale da evitare le lungaggini relative alla richiesta di continue autorizzazioni per ogni collocamento azionario. Ciò permette di diminuire le tempistiche dell'emissione e di favorire la raccolta del capitale in tempi brevi e senza ulteriori costi. Cfr. sul punto M. Bigelli, nt. 79, 16 ss.

<sup>186</sup> Termine minimo oggi ridotto anche rispetto alle società chiuse per le quali tuttavia non esistono le medesime esigenze di volatilità dei prezzi ma che testimonia un approccio del legislatore interno progressivamente meno favorevole alla disciplina del diritto di opzione. Per un primo commento alla disciplina del termine dell'opzione nelle spa quotate, cfr. P. Marchetti, *Art. 134, Aumenti di capitale*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d. lgs. 24 febbraio 1998*, n. 5. Commentario a cura di P. Marchetti e L. A. Bianchi, I, Milano, 1999, 1222 – 1230. Scettico rispetto alla diminuzione del termine invece, A. Gambino, *Tutela delle minoranze*, in *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, 135 – 150 secondo cui la disposizione, in controtendenza rispetto all'obiettivo di tutela delle minoranze, avrebbe favorito esclusivamente la partecipazione di azionisti accorti e qualificati e al contempo avrebbe pregiudicato l'azionista minimo il quale avrebbe potuto non venire nemmeno a conoscenza della pendenza dell'operazione in un termine ritenuto eccessivamente breve. In realtà la riduzione del termine dovrebbe proprio venire incontro all'esigenza di riuscita dell'operazione perseguendo a tal fine il risultato di procurare un beneficio all'intera compagine sociale. Sul punto di nuovo P. Marchetti nt. 186, 1222 ss.

<sup>187</sup> La prassi di delegare un amministratore delegato alla determinazione del prezzo finale di collocamento, sebbene originariamente discussa in dottrina appare oggi considerata legittima e non costituisce una violazione dell'art. 2381 c.c. in relazione alle materie di competenza delegata del consiglio di amministrazione non ulteriormente delegabili. La predeterminazione di un range di valori o comunque di criteri prestabiliti, limitando l'arbitrio dell'organo esecutivo, si rivela un'efficace soluzione che viene incontro alle istanze di tempestività sottese alle operazioni di aumento del capitale. Per un primo inquadramento del problema cfr. F. Manfrin, M. Vitali, *Relazione introduttiva in tema di determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti*, a cura di M. Notari, Milano, 2007, 87 ss. soluzione analoga è oggi espressamente prevista nella legislazione del Delaware dove è addirittura consentito delegare la fissazione del prezzo di emissione ad un soggetto estraneo all'organo amministrativo. Sul punto vedi nt. 83. Prassi riconosciuta legittima anche dalla legislazione francese l. 94-649 dell'8 agosto 1994.

Ciononostante tale soluzione non impedisce che nel periodo di offerta, il valore dei titoli possa ulteriormente variare in modo tale da sottoporre il prezzo stabilito al momento di offerta al rischio di obsolescenza. È evidente come la discesa del valore azionario nelle more del periodo di sottoscrizione, rende non più conveniente procedere alla sottoscrizione, potendo il socio reperire il quantitativo di azioni ritenuto sufficiente direttamente sul mercato<sup>188</sup>.

Sebbene non costituisca oggetto del presente lavoro è opportuno a soli fini di completezza ricordare la soluzione che è stata proposta da una parte della dottrina per ovviare alle criticità legate alla fluttuazione dei valori azionari, nell'ambito della disciplina dell'aumento in opzione<sup>189</sup>.

Ad avviso di parte della dottrina<sup>190</sup> sarebbe possibile semplicemente stabilire un criterio di determinazione del prezzo di emissione al momento subito anteriore al collocamento, e demandare la fissazione del prezzo finale di sottoscrizione alla chiusura del periodo di esercizio dell'opzione.

La soluzione proposta sebbene si pone l'obiettivo di risolvere il problema della volatilità dei valori di mercato, applicando una procedura analoga al *bookbuilding* per la diversa fattispecie dell'aumento con esclusione dell'opzione, si presta ad una serie di considerazioni.

In primo luogo, sebbene l'argomento risulta superabile, la tecnica della sottoscrizione al buio, comporta la necessità di ritenere derogabile la disposizione prevista dall'art. 2439 c.c. consistente nel versamento integrale del sovrapprezzo al momento della sottoscrizione.

In secondo luogo, ed è questa la considerazione più problematica, la tecnica proposta potrebbe costituire una limitazione del diritto di opzione del socio<sup>191</sup>.

Più precisamente la determinazione del prezzo finale all'esito del periodo di sottoscrizione, comporta inevitabilmente l'impossibilità o quantomeno la difficoltà da parte del socio di alienare il proprio diritto di opzione durante la fase di pendenza dell'offerta. È proprio per tale ragione che una parte della dottrina<sup>192</sup> ritiene che in assenza di un'espressa autorizzazione da parte dei soci nella clausola di delega, l'organo amministrativo non potrà senza il preventivo rispetto dell'art. 2441 co. 6 c.c. procedere alla determinazione del prezzo all'esito del periodo di opzione.

Entrambi gli argomenti comunque non sembrano insuperabili.

Quanto al primo l'obbligo di versamento al momento della sottoscrizione dell'intero sovrapprezzo previsto dall'art. 2439 co. 2 c.c., occorre valutare se si tratti di un elemento indefettibile della fattispecie

---

<sup>188</sup> Sulle criticità legate alla durata del periodo di collocamento delle azioni offerte in opzione ai soci in rapporto alla delega all'aumento del capitale sociale cfr. G. Balp, M. Ventrone, *Esclusione del diritto di opzione nelle società quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, in *Riv. Soc.* 2004, 795 ss.

<sup>189</sup> Cfr. E. 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 ss.

<sup>190</sup> Di nuovo E. Bazzano, nt. 189.

<sup>191</sup> Sul punto cfr. M. Notari, *Gli aumenti di capitale nelle società quotate*, 2008, consultabile su [www.fondazione-notariato.it](http://www.fondazione-notariato.it)

<sup>192</sup> Tale approccio si giustifica in relazione al fatto che l'impedimento in concreto alla libera circolazione del diritto di opzione costituisca una limitazione del diritto di opzione del socio e come tale comporta l'applicazione delle guarentigie di cui all'art. 2441 co. 5 e 6 c.c. Sul punto si avrà occasione di tornare successivamente.

tanto da qualificare il negozio di sottoscrizione quale contratto reale o se invece possa qualificarsi come negozio obbligatorio.

La funzione assolta dal sovrapprezzo, diversamente dal versamento dei decimi del nominale, dovrebbe risolversi non tanto nell'esigenza di tutela dell'effettività del capitale (*rectius* patrimonio) a tutela dei terzi, ma come rilevato precedentemente, sia a tutela dei soci sia a tutela della società<sup>193</sup>. ebbene se l'interesse soddisfatto dalla disposizione non è rivolto alla tutela di interessi superiori, ma a tutela di interessi comunque disponibili, si potrebbe giustificare una lettura in chiave diversa della necessità di prevedere l'obbligo del sovrapprezzo.

Ove pertanto quest'ultimo fosse versato al termine del periodo di sottoscrizione, né il socio né la società potrebbero ritenersi pregiudicati dal differimento temporale del versamento. Ed è proprio per tali ragioni che la disposizione dovrebbe essere letta in termini di obbligatorietà del versamento e non in termini di condizione di efficacia ai fini della conclusione del contratto di sottoscrizione<sup>194</sup>.

Con riferimento al secondo, sulla base delle conclusioni cui si è giunti relativamente alla tesi dell'esclusione di fatto del diritto di opzione, non sembra che l'incremento della difficoltà di alienazione del diritto costituisca di per sé una ragione idonea a ritenere illegittima la tecnica del prezzo aperto.

Ripetendo le considerazioni svolte precedentemente, così come la società non ha alcun obbligo di assicurare al socio in concreto l'alienabilità del diritto potendo imporre un certo sovrapprezzo sganciato da limiti massimi predeterminati, allo stesso modo, potrebbe giustificarsi la fissazione del sovrapprezzo in un momento finale rendendo di fatto incredibile il diritto indipendentemente dalla misura dello stesso.

Pertanto, ove ragioni di interesse collettivo (nel caso di specie il buon esito dell'operazione), richiedano il sacrificio della posizione individuale del socio, ove non si ravvisino i presupposti di un abuso, quest'ultimo risulterebbe pregiudicato rispetto ad un'aspettativa non suscettibile di essere tutelata non assurgendo al rango di diritto endocorporativo<sup>195</sup>.

Ne conseguirebbe la possibilità per il cda di fissare il sovrapprezzo all'esito del procedimento con tutti i vantaggi conseguenti per l'intera compagine sociale.

---

<sup>193</sup> Di nuovo E. Bazzano, nt. 189, 1082 – 1083.

<sup>194</sup> Sul punto E. Ginevra, nt. 149, 433 e 434.

<sup>195</sup> È doveroso ricordare come l'ordinamento tedesco preveda al par. 186 dell'Aktg la possibilità di fissare il sovrapprezzo nel caso di collocamento in opzione al massimo entro il terzo giorno anteriore rispetto alla fine del periodo di offerta. La dottrina citata alla nt 191 infatti, attribuendo rilievo all'esclusione di fatto del diritto di opzione, coerentemente ipotizza quale massima estensione dell'autonomia degli amministratori, la possibilità di determinare il sovrapprezzo al massimo entro il termine fissato dalla disposizione tedesca sopra richiamata. La soluzione in questa sede sostenuta, permette in ogni caso di escludere rilevanza dogmatica e applicativa all'esclusione di fatto dell'opzione e a prendere atto delle differenze di disciplina e di interpretazione tra l'ordinamento italiano e quello tedesco. La necessità di uniformazione interpretativa dovrebbe cedere il passo alle esigenze di reperimento di capitale delle imprese quotate.

Tali considerazioni, nonostante permettano all'organo amministrativo di adoperare tecniche di collocamento che riducono le inefficienze della tecnica dell'opzione, non conducono ad una valutazione positiva dell'istituto rispetto alle società quotate in mercati regolamentati.

Infatti la durata del periodo di collocamento dei titoli, il disinteresse dei soci minimi alla sottoscrizione, e le conseguenze in termini di oscillazione dei prezzi durante la fase di collocamento, costituiscono delle criticità che inducono a riflettere sull'opportunità per le società quotate con azionariato particolarmente diffuso di avvalersi dello strumento dell'opzione in relazione alla raccolta di equity.

Di fronte ad un'eterogeneità di interessi riconducibili alla diversa composizione dell'azionariato delle società quotate, il diritto di opzione tutelando un interesse omogeneo tanto amministrativo quanto patrimoniale, si mostra una tutela per certi versi eccessiva per altri inefficiente.

Proprio in relazione a questi aspetti particolarmente problematici occorre valutare, in un'ottica di efficienza di raccolta del capitale di rischio, soluzioni differenti volte ad enfatizzare l'autonomia statutaria sia con riferimento ad un maggiore decentramento di competenza in favore dell'organo amministrativo sia con riferimento ad una maggiore elasticità dell'esclusione del diritto di opzione favorendo soluzioni interpretative maggiormente inclini ad enfatizzare la tutela patrimoniale e reddituale degli azionisti della società per azioni facente ricorso al mercato del capitale di rischio.

### CAPITOLO III

#### AUMENTO DI CAPITALE DELEGATO ED ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE

*Sommario: 1) Esclusione del diritto di opzione e delega all'organo amministrativo. individuazione del contenuto minimo della clausola statutaria attributiva del potere delegato; 2) L'aumento delegato con esclusione del diritto di sottoscrizione nella srl: comparazione tra tipi 3) Sovrapprezzo e delega all'aumento del capitale con esclusione del diritto di opzione; 4) La misura minima del sovrapprezzo e tutele dei soci; 5) Momento esecutivo della deliberazione consiliare e scansione del procedimento; 6) Momento di determinazione del prezzo di emissione ed esercizio del potere delegato; 7) Bilanciamento tra l'interesse individuale alla conservazione della quota proporzionale e l'interesse collettivo ad opera dell'organo amministrativo nelle spa chiuse e nelle spa quotate; 8) Parità di trattamento quale limite al potere deliberativo dell'organo delegato? 9) Società quotate, esclusione semplificata del diritto di opzione e delega all'aumento del capitale sociale all'organo amministrativo; 10) Una lettura coerente del parametro di determinazione del prezzo; 11) Il capitale preesistente; 12) Esclusione statutaria del diritto di opzione e compatibilità con la II direttiva Comunitaria; 13) Delega all'organo amministrativo ed esclusione statutaria del diritto di opzione; 14) Momento esecutivo dell'operazione di aumento delegato con riferimento all'esclusione semplificata del diritto di opzione.*

*1) Esclusione del diritto di opzione e delega all'organo amministrativo. individuazione del contenuto minimo della clausola statutaria attributiva del potere delegato*

Il legislatore del 2003 ha previsto per la prima volta, sfruttando quanto concesso dalla direttiva comunitaria, la possibilità per l'assemblea di delegare il consiglio di amministrazione non solo ad aumentare il capitale sociale ma anche di procedere all'esclusione del diritto di opzione.

L'art. 2443 c.c. è stato riformato stabilendo al co. 2 che l'assemblea possa attribuire anche la facoltà di prevedere l'adozione delle deliberazioni di cui al quarto e quinto comma dell'art. 2441; in questo caso si applica in quanto compatibile il sesto comma dell'art. 2441 co. 6 c.c. e lo statuto determina i criteri cui gli amministratori devono attenersi.

La disposizione pone molteplici problemi interpretativi in relazione al contenuto della clausola statutaria attributiva del potere delegato e al momento esecutivo dell'operazione soprattutto in relazione alla compatibilità con la disciplina di cui all'art. 2441 co. 6 c.c.

Il secondo problema è inevitabilmente legato al primo e per addivenire ad una soluzione coerente è necessario riprendere il rapporto tra la disciplina del diritto di opzione e il riparto di competenze tra assemblea e consiglio di amministrazione.

Come rilevato inizialmente, anche alla luce dell'esperienza d'oltreoceano, ad una maggiore dispersione dell'azionariato corrisponde sia la necessità di prevedere un decentramento di funzioni in capo

all'organo amministrativo sia una diversa considerazione della funzione assoluta e dell'utilità del diritto di opzione. I due aspetti muovono da una considerazione comune.

La diffusione dell'azionariato determina la degradazione della funzione dell'azione da strumento di compartecipazione alle scelte decisionali a strumento d'investimento<sup>196</sup> cui corrisponde parallelamente il disinteresse per l'azionista alla partecipazione alle scelte sociali e, conseguentemente, alla tutela della proporzione partecipativa e l'interesse prevalente<sup>197</sup> alla tutela della posizione economica<sup>198</sup>.

Diretta conseguenza del processo evolutivo descritto è il ridimensionamento della funzione assembleare<sup>199</sup> e l'incremento dei poteri dell'organo amministrativo anche in un ambito di naturale e tradizionale competenza dei soci qual è l'esclusione del diritto di opzione.

Occorre prendere atto del fatto che la decisione di escludere il diritto di opzione costituisce una decisione essenzialmente di natura gestoria.<sup>200</sup>

Infatti essa si risolve in una deliberazione con la quale la società accetta l'ingresso di un soggetto in vista dei vantaggi in termini di sinergia e di strategia aziendale che il suo conferimento e la sua partecipazione possono produrre alla società nel suo complesso<sup>201</sup>.

---

<sup>196</sup> Si riprende la nota posizione di G. Ferri Jr., *Investimento e conferimento*, Milano, 2001; C. Angelici, *Lezioni sulla riforma del diritto societario*, Cedam, 2006 per il quale l'azione viene considerata quale forma di proprietà passiva la cui funzione è la circolazione nel mercato. Per un'impostazione analoga cfr. C. Frigeni, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Giuffrè, 2009, relativamente al tema dell'investimento e della tutela del disinvestimento del socio.

<sup>197</sup> Occorre pur sempre considerare che la posizione amministrativa continua sia pur marginalmente ad essere suscettibile di essere tutelata anche nella spa quotata sebbene si assista ad una degradazione da una forma di tutela endosocietaria di matrice paternalistica ad una forma di eterotutela data dalla possibilità per il socio interessato alla componente partecipativa e amministrativa data dal reperimento del quantitativo di azioni sufficiente sul mercato regolamentato. Sul punto si avrà modo di tornare successivamente.

<sup>198</sup> Cfr. P. Marchetti, *sub. art. 22 commento in AA. VV. Modificazioni alla disciplina delle società per azioni, in accomandita per azioni, a responsabilità limitata e cooperative, in attuazione della direttiva del consiglio delle Comunità europee n. 77/91 del 31 dicembre 1976 ai sensi della legge 8 agosto 1985, n. 412 (d.p.r. 10 febbraio 1986, n. 30)*, Commentario a cura di P. Marchetti, in *Nuove leggi civili commentate*, 1988, secondo il quale: "il mantenimento della proporzione tra i soci in ogni momento non pare di regola potersi annoverare tra i diritti essenziali ed indisponibili di ciascun socio... d'altro canto, una volta che il diritto al mantenimento della proporzione non è assunto a diritto individuale, ma resta diritto disponibile dalla maggioranza se ed in quanto così richiede l'interesse sociale inteso come interesse comune ai soci in quanto tali, non vedo ragione per escludere a priori che questo interesse comune tipico possa coincidere con l'interesse di alcuni soli soci. ... ciò che viene tutelato come posizione individuale non è dunque il diritto alla proporzione ma il valore economico assoluto della posizione (obbligatorietà del sovrapprezzo)."

<sup>199</sup> Cfr. B. Libonati, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e le società quotate*, in *Riv. Soc.* 2002, 100 ss. contra P. Abbadessa, *La società per azioni tra passato e futuro: l'assemblea*, in AA. VV., *La riforma delle società per azioni non quotate*, a cura di M. Porzio, M. Rispoli Farina e G. Rotondo, Milano, 2004, 43 ss. nonché dello stesso A. *L'assemblea nella spa: competenza e procedimento nella legge di riforma*, in *Giur. comm.* 2004, I, 542 ss. secondo il quale la voce continua a rivestire un ruolo fondamentale anche nella dinamiche della spa quotata, in quanto la funzione assembleare cui è connesso il diritto di voto si pone in posizione strumentale rispetto alla tutela della posizione patrimoniale da parte degli investitori istituzionali i quali sarebbero meglio tutelati dalla voce piuttosto che dall'exit. In senso conforme ad una rivalutazione del ruolo dell'assemblea anche nella spa quotata cfr. G. B. Portale, *Rapporto tra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gianfranco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, II Assemblea – Amministratori, Torino, 2006, 5 ss. il quale arriva a sostenere l'esistenza di una competenza implicita dell'assemblea dei soci sulla base di un'interpretazione analogica di alcune disposizioni tra cui gli artt. 2361 c.c., 2447, 2409 c.c. Contra tuttavia P. Abbadessa, A. Mironi, *La competenza dell'assemblea nella spa*, in *Riv. Soc.* 2010.

<sup>200</sup> Coglie quest'aspetto N. Robiglio, *Delega all'aumento del capitale e d.p.r. n.30/1986*, in *Riv. Soc.* 1991, 657 ss.

E ciò è evidente anche ove la deliberazione sia assunta dall'organo assembleare.

La fase propulsiva spetta unicamente all'organo amministrativo<sup>202</sup> demandato della redazione delle relazioni che giustificano il compimento dell'operazione e l'apertura della società a terzi. La competenza esclusiva e indelegabile dell'assemblea ad assumere la decisione finale si giustificava, nella vigenza del precedente testo dell'art. 2443 c.c., alla luce del fatto che l'operazione gestoria, diversamente dalle altre, sarebbe stata idonea a generare un'alterazione delle posizioni dei soci e, come tale, avrebbe dovuto essere decisa dagli stessi<sup>203</sup>.

La scelta del legislatore di spostare la competenza sull'esclusione dell'opzione, sia pur in via delegata, all'organo amministrativo, è giustificabile principalmente per due ragioni.

La convocazione dell'assemblea in un contesto quotato o anche in una spa di grandi dimensioni sia pur chiusa, comporta un incremento dei costi e delle tempistiche per il compimento dell'operazione.

Lo strumento della delega di funzioni permette, soprattutto in contesti particolarmente dispersi, di far fronte a tali inconvenienti. Stante quanto detto sopra sulla funzione della partecipazione azionaria, l'assunzione di una decisione anche se idonea di per sé ad alterare la proporzione partecipativa originaria, è possibile che sia assunta dall'organo amministrativo e non dall'organo assembleare proprio in ragione della maggiore idoneità di quest'ultimo a cogliere le reali esigenze della società e a provvedervi con tempestività.

Occorre tuttavia prendere atto che delegare l'organo amministrativo ad escludere l'opzione, ove la spa abbia una conformazione familiare soprattutto in ragione del numero esiguo di soci, potrebbe non assolvere alle medesime esigenze e non manifestare sicuramente le stesse utilità in termini di risparmio di costi e di tempo ma potrebbe risolversi in uno strumento di oscurantismo decisionale e di facile abuso nei confronti delle minoranze<sup>204</sup>.

E non è priva di rilievo la considerazione per cui demandare il compimento dell'operazione all'organo gestorio non può essere considerata una scelta organizzativa equivalente all'ipotesi ordinaria in cui sia lo

---

<sup>201</sup> F. M. Mucciarelli, *Interesse sociale ed esclusione del diritto di opzione: spunti di riflessione sulla logica di argomentazione del giudice*, in *Giur. comm.* 2002, 455 ss.

<sup>202</sup> Ciò impedisce di ritenere applicabile l'art. 2367 c.c. e quindi impedisce di configurare un diritto dei soci di minoranza di richiedere la convocazione dell'assemblea per l'assunzione della deliberazione in oggetto. Sul punto N. Robiglio, nt. 200.

<sup>203</sup> Nuovamente N. Robiglio, nt. 200. La tesi dell'indelegabilità dell'esclusione del diritto di opzione veniva giustificata proprio in relazione alla diversa percezione dell'interesse sociale da parte dell'organo di gestione presupponendo che l'interesse collettivo dovesse necessariamente essere determinato dai soci in sede assembleare specie ove determinasse un'incidenza diretta sulla posizione organizzativa degli azionisti.

<sup>204</sup> Sul punto sia pur non del tutto condivisibilmente, con riferimento alla disciplina della delega nella società a responsabilità limitata cfr. U. Belviso, *Delega per gli aumenti del capitale sociale e riforma organica delle società di capitali*, in *Riv. Soc.* 2004, 1317 – 1342. La tutela della minoranza infatti non verrà assolta dall'assunzione della decisione in assemblea quanto piuttosto dalla necessità per l'organo amministrativo di giustificare il compimento dell'operazione alla luce di un bilanciamento ponderato dell'interesse collettivo e di quello conservativo alla luce del dettato di cui all'art. 2441 co. 5 c.c. Sul problema della delega all'esclusione del diritto di opzione nelle spa chiuse cfr. M. Notari, *Appunti sul diritto di opzione nella riforma delle società*, in *Riv. Not.* 2002, I, 841 – 849.

stesso organo assembleare a procedere alla deliberazione, ove gli azionisti partecipino alle dinamiche sociali.

L'inclinazione dell'organo gestorio al compimento di operazioni che in ogni caso producono un'utilità per l'impresa è sicuramente più accentuata rispetto a quella dei soci dal momento che le prospettive assunte dai due organi possono essere divergenti. Le ragioni della proprietà potrebbero indurre a preferire il mantenimento dello *status quo ante* ove i vantaggi derivanti dall'apertura della società a terzi non siano ritenuti idonei e proporzionati. Diversamente, a causa di una maggiore avversione al rischio, l'organo amministrativo potrebbe più facilmente decidere il compimento dell'operazione anche ove i soci stessi non reputino che il vantaggio in termini reddituali giustifichi il compimento della stessa.

Dal secondo punto di vista, tuttavia, demandare il compimento dell'operazione all'organo amministrativo se da un lato determina un aumento dei costi d'agenzia<sup>205</sup>, dall'altro permette quantomeno in astratto di garantire il perseguimento dell'interesse sociale cui l'organo amministrativo è istituzionalmente tenuto a perseguire, diversamente dall'organo assembleare<sup>206</sup>.

L'attribuzione del potere circa il compimento dell'operazione all'organo gestorio costituisce una precisa scelta di campo del legislatore. Si passa dalla prevalenza di un interesse partecipativo che giustificava la competenza assembleare<sup>207</sup> ad un interesse economico patrimoniale che legittima lo spostamento della competenza all'organo gestorio.

Alla luce delle predette considerazioni, occorre capire qual è il significato dall'art. 2443 c.c. quando prevede la necessità che lo statuto contenga i criteri cui l'organo amministrativo debba attenersi nell'assunzione della decisione.

Preliminarmente è necessario chiarire che in assenza di un'espressa previsione statutaria, l'organo amministrativo non può procedere autonomamente all'esclusione del diritto di opzione dei soci.

Non si tratta di una funzione ricompresa nei poteri impliciti del soggetto deputato alla gestione sociale proprio in ragione del fatto che si tratta di competenza propria e originaria dell'assemblea la quale può unicamente delegarne il potere al ricorrere di determinate circostanze. L'art. 2443 c.c. infatti prevede che lo statuto contempra tale possibilità e specifichi i criteri cui il cda deve attenersi.

---

<sup>205</sup> S. Cerrato, *Le deleghe di competenze assembleari nella società per azioni*, Giuffrè. 2009.

<sup>206</sup> Manifesta scetticismo in relazione a questa giustificazione, cfr. P. Abbadessa, *L'assemblea: competenza*, in Trattato delle società per azioni diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, III, 1, Torino, 1994, 3 ss.

<sup>207</sup> La competenza assembleare con riguardo all'aumento del capitale sia con sia senza opzione si giustifica tradizionalmente per la funzione organizzativa dell'operazione in parola, sia sotto l'aspetto della formazione del capitale, cfr. per tutti G. B. Portale, *Capitale sociale e società sottocapitalizzata*, in Trattato delle società per azioni, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, I, Torino, 2004, 3 ss. sia in ragione dell'incidenza della stessa sulla posizione dei singoli soci idonea ad alternarne le proporzioni partecipative, sul punto cfr. E. Ginevra, nt. 144, 8-9 e in generale con riferimento alla genesi contrattuale del fenomeno societario al fine di spiegare le ragioni della proporzionalità cfr. G. Oppo, *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1974, I, 646 ss.

E precisamente occorre rilevare come l'esclusione dell'opzione non costituisca una mera modalità esecutiva della delibera di aumento di capitale<sup>208</sup>, quanto piuttosto una decisione avente natura gestionale (quella di aprire la società ad un terzo portatore di un determinato interesse), di competenza assembleare in quanto attuata in concreto attraverso l'aumento del capitale sociale ossia attraverso una modificazione dello statuto.

E dunque se così è, l'attribuzione all'organo amministrativo del potere di escludere il diritto di opzione, in realtà si risolve in una doppia delega<sup>209</sup> consistente nella possibilità di compiere una determinata operazione strategica offrendo le azioni ad un terzo.

Da ciò ne consegue la necessità che la clausola statutaria precisi tale possibilità che non potrebbe implicitamente essere ricompresa in una clausola dal contenuto generico non costituendo, come detto, una mera modalità esecutiva della deliberazione.

Quanto alle maggioranze necessarie a seguito della riforma del 2012 dell'art. 2441 c.c., l'attribuzione della delega comprensiva della facoltà di escludere l'opzione non richiede più una maggioranza rafforzata pari ad oltre il 50% del capitale sociale anche in seconda convocazione in ciò parificandosi la decisione a quella di delegare l'aumento del capitale con offerta in opzione delle azioni ai soci<sup>210</sup>.

Come ricordato l'art. 2443 c.c. impone allo statuto di predeterminare i criteri cui l'organo amministrativo deve attenersi al fine di delimitare la discrezionalità del cda in relazione alla scelta dell'interesse sociale<sup>211</sup>.

L'individuazione dei criteri può risolversi diversamente a seconda che s'intenda attribuire maggiore rilevanza al ruolo assunto dall'assemblea o a quello assunto dall'organo amministrativo.

Lasciare un più ampio margine decisionale all'organo amministrativo è compatibile con una spa caratterizzata da un'ampia compagine sociale. In ogni caso la lettera della legge non permette, quantomeno apparentemente, di differenziare nell'ambito del tipo spa (salvo quanto si avrà modo di

---

<sup>208</sup> Sul punto chiaramente N. Robiglio, nt. 200; F. M. Mucciarelli, nt. 201, D. Pastore, nt. 155.

<sup>209</sup> Parla di delega aggiuntiva G. Giannelli, *L'aumento di capitale a pagamento*, in *Il nuovo diritto delle società Liber Amicorum Gianfranco Campobasso*, III, Torino, 2007, 272.

<sup>210</sup> Diversamente prima del 2012, l'attribuzione della delega ad aumentare il capitale sociale con esclusione del diritto di opzione, stante il richiamo all'art. 2441 c.c. avrebbe richiesto anche in seconda convocazione il quorum qualificato previsto per l'esclusione dell'opzione. Diverso è il problema relativo alla possibilità di delegare il compimento dell'operazione di aumento del capitale *durante societate* o solo ove previsto nell'atto costitutivo. Parte della dottrina in base all'incerta formulazione della norma distingueva tra aumento in opzione e aumento con esclusione del diritto di opzione, ritenendo che la delega all'esclusione dell'opzione potesse essere conferita anche durante societate mentre la delega ad aumentare il capitale sociale con offerta delle azioni in opzione avrebbe potuto essere conferita solo con espressa previsione dell'atto costitutivo e dunque al momento fondazionale della società. Sul punto F. Platania, in *La riforma del diritto societario*, Società per azioni a cura di Lo Cascio, Milano, 2003, 513. Evidenzia l'irragionevolezza di tale conclusione fondata su un'interpretazione letterale della norma nuovamente G. Giannelli, nt. 209. Conforme Troise, in *La riforma delle società* a cura di Sandulli – Santoro, II, Torino, 2003, 927.

<sup>211</sup> Ad avviso di parte della dottrina G. Giannelli, nt. 209, 275, nt. 46. L'individuazione dei criteri costituirebbe un presupposto indispensabile ai fini della validità non solo della deliberazione consiliare ma anche della deliberazione assembleare modificativa dello statuto attributiva della delega.

dire successivamente) tra società di ampie dimensioni e società caratterizzate da una conformazione familiare nonostante il legislatore delegato avesse previsto di distinguere la disciplina della delega all'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione a seconda che la spa fosse chiusa o quotata. In questa prima fase occorre concentrarci sulle sole spa chiuse e sulle spa quotate che non abbiano ricorso alla facoltà prevista dall'art. 2441 co. 4 secondo periodo c.c.

Come rilevato nelle prime pagine di questo contributo, differenziare l'interpretazione del dato normativo a seconda della concreta strutturazione del tipo comporta un *deficit* di certezza interpretativa intollerabile<sup>212</sup> anche se come detto potrebbe in astratto condurre a soluzioni più appropriate<sup>213</sup>. L'*empasse* sopradescritto tuttavia sussiste ove il dato normativo venga interpretato diversamente a seconda della concreta strutturazione statutaria dell'impresa azionaria.

Più precisamente distinguere tra società per azioni e società per azioni a seconda della concreta strutturazione dell'impresa (distinguendo tra società per azioni a conformazione familiare e società di medio grandi dimensioni fino alle società ad azionariato diffuso), se da un lato permette di giungere a soluzioni interpretative più appropriate dall'altro conduce ad un'incertezza applicativa.

Diversamente, invece, l'*empasse* interpretativo in termini di certezza potrebbe essere superato sostenendo la legittimità di determinate scelte contrattuali a seconda che la società sia aperta al mercato o meno. In questo caso, infatti, si potrebbe superare la critica mossa alla tesi dei modelli empirici raggiungendo una maggiore aderenza delle soluzioni interpretative del dato normativo alla situazione di fatto senza con ciò lasciare margini di incertezza.

La diversa soluzione in termini di interpretazione del dato normativo (art. 2443 c.c.) nella parte in cui impone la previsione di criteri a seconda che la società sia chiusa o aperta, muove dalla constatazione che, con riferimento alla materia *de qua*, la partecipazione dei soci al compimento dell'operazione risulta maggiormente giustificata in un contesto chiuso ove il socio è per definizione più coinvolto nelle scelte organizzative dell'impresa societaria.

Nell'ambito di un contesto aperto, come più volte ricordato, la partecipazione assolve ad una funzione di mero investimento. Ed è proprio nell'ambito di un modello aperto che si giustificano scelte contrattuali maggiormente rispondenti ad istanze efficientistiche volte ad enfatizzare l'autonomia decisionale dell'organo amministrativo.

---

<sup>212</sup> Cfr. P. Sanfilippo, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nella società per azioni*, 200065. Contra P. Spada – M. Sciuto, *Il tipo delle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, I, Utet, Torino, 2004, 3 -98. In ogni caso confronta cap. I, par. I.

<sup>213</sup> Sarebbe ben difficile giudicare volta per volta la legittimità di una clausola statutaria attributiva della delega all'esclusione del diritto di opzione in relazione alla concreta conformazione della spa rispettivamente in chiave familiare o in chiave capitalistica. Sul criterio interpretativo per modelli empirici cfr. P. Spada – M. Sciuto, nt. 212, B. Libonati, *Clausola di gradimento e appello al risparmio diffuso*, in *Riv. Dir. Comm.* 1983, I, 225 -255. G. Zanarone, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, I, Torino, 2007, 57 ss. Diverso è invece ipotizzare interpretazioni del dato normativo differenziate a seconda che la spa sia chiusa o quotata. Sul punto nuovamente B. Libonati, nt. 213.

E dunque sarebbe possibile procedere ad un'interpretazione della norma, ove fa riferimento ai criteri che devono essere previsti dallo statuto, compatibile con i diversi tipi societari considerati tenuto conto, in ogni caso, della necessità di non restringere i margini applicativi dell'istituto della delega.

In dottrina è finora mancata un contributo organico e una presa di posizione unitaria e coerente e si sono avanzate varie interpretazioni del dato normativo avuto riguardo a singoli aspetti della vicenda.

Secondo un primo orientamento, lo statuto nel determinare i criteri avrebbe dovuto fissare *le linee guida dell'operazione* cui gli amministratori si sarebbero dovuti attenere nel compimento della stessa, sulla base dell'assunto per cui solo ai soci spetterebbe l'individuazione dell'interesse sociale concreto che legittima l'esclusione dell'opzione<sup>214</sup>.

Tale posizione muove dall'esigenza di evitare un allontanamento eccessivo dei soci dall'assunzione di una decisione che sarebbe idonea a riflettersi sulla loro posizione organizzativa. La tesi evidentemente risente delle suggestioni della dottrina anteriore alla riforma del 2003 che, alla luce di un dato normativo diverso, non ammetteva la delegabilità dell'operazione in favore dell'organo amministrativo non solo per l'esigenza di rispettare una rigida ripartizione di competenza, ma anche alla luce di una diversa percezione dell'interesse sociale da parte dell'organo gestorio rispetto ai soci<sup>215</sup>.

E ove si volesse ricondurre quest'ultima interpretazione ad un modello di spa è evidente come la stessa meglio si attagli ad una spa caratterizzata da una compagine azionaria ristretta e riconducibile ad un modello personalistico dove meno si giustifica una forte separazione tra assemblea e organo amministrativo e rispetto alla quale l'esclusione del diritto di opzione incidendo sugli equilibri originari, non potrebbe che essere quantomeno decisa dall'organo assembleare.

Aderire a quest'interpretazione non tiene conto di una serie di considerazioni.

Ipotizzare che la delega debba indicare necessariamente le linee guida dell'operazione risulta incompatibile con la durata massima prevista pari a 5 anni.

---

<sup>214</sup> Cfr. C. Cincotti, *Il contratto di acquisizione d'azienda mediante conferimento nella s.p.a.*, 2009, 150 – 151.

<sup>215</sup> Cfr. N. Robiglio, nt. 200, ad avviso del quale le ragioni della competenza assembleare risiedevano sia nell'alterazione delle posizioni contrattuali, sia nel fatto che l'organo amministrativo avrebbe potuto deliberare l'aumento del capitale in ragione di qualsiasi vantaggio concreto anche un vantaggio economico diverso che i soci non avrebbero tollerato e non avrebbe giustificato quale contropartita del loro annacquamento partecipativo. L'A. infatti prendendo atto della diversa avversione al rischio dei soci e degli amministratori riteneva che si assistesse ad una divaricazione di interessi tra i primi e i secondi in ordine all'individuazione dell'interesse sociale che giustificasse il compimento dell'operazione. La tesi in realtà pecca di contraddizione. Infatti da un lato nell'enfatizzare la competenza assembleare sembra presupporre una spa in cui le esigenze efficientiste possano soccombere rispetto a quelle partecipative e quindi l'idealtipo avuto in mente dell'autore sembrava essere la società per azioni chiusa. Dall'altro, però non teneva in considerazione il fatto che è proprio nell'ambito di una spa chiusa che i soci di maggioranza condizionano fortemente l'operato dell'organo amministrativo e il rischio di una divergenza d'interessi è sicuramente ridotto. Inoltre anche a voler dare rilievo alla posizione dei soci di minoranza questi ultimi non avrebbero potuto comunque influire rispetto all'assunzione della decisione. In ogni caso comunque la posizione dell'A. è condivisibile in ragione della scarsa utilità pratica di scomporre le due deliberazioni in due momenti diversi.

Infatti appare ben difficile che la prospettazione di un arco temporale così ampio possa imporre la predeterminazione di una serie di condizioni tali da richiedere necessariamente che la decisione sia stata già quantomeno programmata dall'organo amministrativo.<sup>216</sup>

Ne consegue che lo strumento della delega perderebbe ogni utilità ed anzi potrebbe invero produrre risultati non auspicabili.

Ove infatti la durata fosse fissata in 5 anni, l'organo amministrativo avrebbe la possibilità di deliberare l'operazione anche quando la stessa non si presti più ad alcun vantaggio concreto<sup>217</sup>, essendogli allo stesso tempo impedita la possibilità di cogliere eventuali altre alternative maggiormente convenienti che dovessero presentarsi nel corso della durata della delega.

Una conferma di quanto detto proviene dall'esperienza dell'ordinamento francese nel quale l'obbligo di giustificare l'operazione di esclusione sin dalla fase assembleare di attribuzione del potere delegato risulta coerente con la limitazione temporale della delega pari a 18 mesi.

La brevità della durata della delega risulta compatibile con l'assunzione di una decisione condivisa con l'organo assembleare, e dunque relativamente ad un'operazione già avviata o in procinto di esserlo.

Appare utile ricordare a sostegno di quanto detto anche la giurisprudenza tedesca del BGH fino all'inizio degli anni 2000 secondo la quale sarebbe del tutto legittimo attribuire all'organo

---

<sup>216</sup> Sul punto M. Speranzin, nt. 92.

<sup>217</sup> Sul punto cfr. prima della novella N. Robiglio nt. 200 l'A., sulla base dell'assunto per cui la deliberazione di esclusione dell'opzione fosse una decisione diversa e autonoma rispetto a quella di aumento del capitale sociale, ritiene che le due decisioni non possano in ogni caso essere scomposte in due momenti cronologici diversi lasciando all'organo amministrativo la possibilità di stabilire quando aumentare il capitale a servizio della delibera di esclusione. La ragione del respingimento di questa tesi muove dall'idea per cui il vantaggio in termini di massimizzazione del valore azionario che giustificava l'operazione sarebbe stato valutato dai soci al tempo della deliberazione assembleare. Il decorso di un certo lasso di tempo avrebbe condotto al rischio di una riduzione di quel vantaggio causato dal venir meno delle condizioni economiche di partenza, lasciando agli amministratori la possibilità di dare comunque esecuzione all'operazione anche ove il vantaggio previsto inizialmente non fosse più attuale. *Contra* tuttavia V. Salafia, *La delega agli amministratori per l'aumento del capitale e l'emissione di obbligazioni*, in *Soc.*, 2000, 395 ss. il quale presupponendo la possibilità di stabilire in concreto il vantaggio in termini economici dell'operazione nella deliberazione assembleare, riteneva legittima la delega all'organo amministrativo di aumento del capitale in esecuzione della delibera di esclusione del diritto di opzione. La critica che si poteva muovere a quest'ultima tesi era quella per cui non sempre vi era la possibilità di predeterminare i vantaggi economici derivanti dall'esclusione dell'opzione e, quindi, ciò avrebbe condotto ad una forte incertezza interpretativa sulla possibilità di delegare l'operazione o meno. La bontà dell'interpretazione si sarebbe fatta dipendere dal singolo caso concreto. Per l'ammissibilità della delega della facoltà di aumentare il capitale sociale con esclusione del diritto di opzione prima della riforma del 2003 cfr. Massima XV – 20 settembre 2001 del Consiglio Notarile di Milano, nella quale si sosteneva la legittimità della stessa purchè la clausola statutaria predeterminasse con esattezza sia il tipo di conferimento sia il beneficiario nonché il sopraprezzo delle azioni o i criteri per individuarlo. La relazione del cda e dell'organo di controllo avrebbero dovuto essere predisposte in occasione della deliberazione assembleare. La massima in ogni caso si esponeva alla critica per cui l'organo amministrativo avrebbe potuto deliberare l'aumento in un momento temporale in cui l'operazione non sarebbe stata più conveniente e le condizioni di partenza predeterminate dalla deliberazione non più attuali. Si pensi ad esempio ad una delega di durata di 5 anni con predeterminazione dell'azienda oggetto di futuro conferimento. Nel caso in cui l'azienda successivamente alla deliberazione assembleare avesse perso consistentemente la sua capacità di reddito, gli amministratori avrebbero avuto comunque la possibilità di procedere alla delibera di aumento sulla base delle condizioni iniziali valutate dai soci senza dover più giustificare le ragioni dell'operazione, incorrendo eventualmente nella sola azione di responsabilità per danno sociale.

amministrativo, nell'assunzione della decisione, un potere discrezionale nella scelta dell'interesse sociale da giustificarsi in occasione della delibera consiliare<sup>218</sup>.

E non è priva di rilievo l'osservazione per cui anche nell'ordinamento tedesco la durata massima della delega è pari a 5 anni esattamente come stabilito dall'art. 2443 c.c.

L'interpretazione riferita, muove dall'esigenza di contenere i costi d'agenzia da un lato, ma dall'altro non tiene conto dell'inevitabile riduzione applicativa dell'istituto.

È dunque evidente come il legislatore nel descrivere la fattispecie di cui all'art. 2443 c.c. abbia avuto come riferimento il modello tipologico di spa caratterizzato da un'ampia compagine sociale ove il costo e il tempo di convocazione dell'assemblea possono pregiudicare il buon esito dell'operazione tanto da giustificare una più ampia discrezionalità valutativa dell'organo delegato. Società nell'ambito della quale l'interesse partecipativo può essere sacrificato in ragione della tutela di un interesse preminentemente economico.

Alla luce di queste considerazioni appare dunque preferibile interpretare il dato normativo in senso più aderente alla funzione dell'istituto anche e soprattutto in relazione alla caratterizzazione tipologica della società.

A seguito di quanto detto, non sarebbe azzardato procedere ad un'interpretazione del dato normativo ove prevede che lo statuto contempli i criteri cui l'organo amministrativo deve attenersi in maniera diversa a seconda che la spa sia chiusa o quotata nel mercato regolamentato.

Partendo dalla seconda fattispecie, come si avrà modo di precisare successivamente, la dispersione dell'azionariato cui corrisponde un'apatia razionale degli azionisti minimi, permette di operare scelte interpretative che esaltino l'autonomia statutaria in chiave efficientistica.

Come ricordato, il disinteresse del socio minimo per la conduzione degli affari sociali permetterebbe di svolgere operazioni interpretative finalizzate ad esaltare l'autonomia decisionale dell'organo amministrativo posto che, a ragionare diversamente si rischierebbe di determinare gravi difficoltà di adeguamento della società alle mutabili esigenze imposte dalla realtà economica. E ciò anche rispetto a materie aventi un diretto impatto sulla posizione organizzativa del socio.

La partecipazione azionaria nell'ambito della spa quotata è stata efficacemente descritta in termini di proprietà passiva<sup>219</sup> e ciò alla luce di una riconsiderazione dell'aspetto partecipativo dell'azione stessa cui

---

<sup>218</sup> Cfr. quanto stabilito nella sentenza Siemens/Nold BHG del 1997 conformemente a quanto sostenuto da H. Hirte, *Issuing new shares and pre-emptive rights, recent issues in european corporate statutes*, in *La società per azioni oggi, Atti del convegno internazionale di studi di Venezia* 10 – 11 novembre 2006, a cura di P. Balzarini, A. Carcano, M. Ventoruzzo, Giuffrè 2007, 733 ss. secondo cui l'organo amministrativo dovrà relazionare ai soci sulle ragioni dell'esclusione del diritto di opzione in data anteriore alla delibera consiliare. Alla data del conferimento della delega occorrerà solamente una relazione generica tenuto conto dell'impossibilità di individuare il beneficiario o il tipo di bene oggetto di conferimento.

<sup>219</sup> Cfr. C. Angelici, nt. 196 nonché A. Abu Awadd, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013.

si affianca parallelamente una svalutazione della funzione assembleare vista come un luogo di ratifica di decisioni prese altrove<sup>220</sup>.

La lentezza dei meccanismi di convocazione (si pensi all'inderogabilità della disciplina in tema di convocazione che non permette all'autonomia statutaria di prevedere forme di convocazione diverse da quelle ordinarie né termini inferiori) accompagnato all'assenteismo dei soci, conduce a ritenere che operazioni come quelle in questa sede considerate siano assunte con facilità e rapidità decisionale nonché nell'ambito di un'ampia discrezionalità valutativa da parte degli organi che più risultano idonei a cogliere le reali esigenze dell'impresa.

Ulteriore e decisivo argomento a favore di una maggiore discrezionalità dell'organo amministrativo nella scelta strategica sottostante l'esclusione del diritto di opzione, è dato dal fatto che solo in un contesto quotato i soci interessati possono autotutelarsi attraverso la possibilità di reperire direttamente sul mercato regolamentato le azioni sufficienti a mantenere invariato il loro peso organizzativo, con ciò dando implicitamente fiducia all'operato del management relativamente alla decisione in concreto adottata. Del resto è tale argomento interpretativo che sembra giustificare la scelta legislativa di permettere proprio in questo modello di società per azioni l'esclusione statutaria del diritto di opzione. Possibilità di acquisto che si ricollega alla naturale possibilità di disinvestimento che caratterizza lo strumento azionario di una società quotata.

Alla luce di queste considerazioni di carattere generale si potrebbe ritenere che il riferimento ai criteri di cui all'art. 2443 c.c. possa essere inteso, nell'ambito di un contesto azionario caratterizzato dalle componenti sopra riferite, in senso particolarmente ampio facendosi riferimento semplicemente ai criteri legali previsti dall'art. 2441 co. 4, 5 e 8 c.c.<sup>221</sup>

---

<sup>220</sup> Cfr. B. Libonati, nt. 213.

<sup>221</sup> Cfr. l'intervento di C. Angelici, nel corso dei lavori preparatori della riforma, *In La riforma del diritto societario. Lavori preparatori, testi e materiali*, a cura di M. Vietti, F. Auletta, G. Lo Cascio, U. Tombari, A. Zoppini, Milano, 2006, 1733 ss.

Del resto la prassi applicativa conferma le conclusioni raggiunte nel presente scritto: sul punto infatti cfr. la relazione dell'organo amministrativo in relazione alla delega rilasciata dall'assemblea dei soci di Impregilo S.p.A. per l'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione: "... *La Delega nell'ampiezza dei termini proposti - vista anche unitamente alla delega proposta al separato e precedente punto all'ordine del giorno di parte straordinaria, relativo alla "Attribuzione al Consiglio di Amministrazione di una delega ad aumentare il capitale sociale con esclusione del diritto di opzione, ai sensi degli artt. 2443 e 2441, comma 4, secondo periodo, del Codice Civile. Deliberazioni inerenti e conseguenti"* - consente di conseguire vantaggi in termini di flessibilità e tempestività di esecuzione al fine di poter cogliere, con una tempistica adeguata, le condizioni più favorevoli per l'effettuazione di operazioni straordinarie che possano rendere opportuno agire con particolare sollecitudine, tenuto anche conto dell'alta incertezza e volatilità che caratterizzano i mercati finanziari.

*A supporto della specifica ampiezza della Delega, si segnala in particolare quanto segue. Impregilo è ormai da tempo interessata da una fase di profondo rinnovamento, volto alla creazione e valorizzazione di un primario Gruppo, che possa competere a livello mondiale nel settore globale delle grandi opere civili e collocarsi tra i primi operatori del panorama italiano. Per supportare tale processo e la dichiarata strategia di crescita tesa anche alla creazione di sempre maggior valore per i propri Azionisti, è importante che la Società sia in grado, in un futuro anche prossimo, di procurarsi con rapidità e nella forma quanto più flessibile i mezzi finanziari necessari a cogliere sollecitamente le opportunità che si presentino sul mercato. Le caratteristiche stesse dei mercati finanziari, infatti, richiedono di poter agire in maniera tempestiva, per cogliere i momenti più favorevoli per l'approvvigionamento delle risorse necessarie per finanziare gli investimenti.*

*In tale contesto, oltre alla richiamata flessibilità in merito alla scelta dei tempi di attuazione, rispetto alla deliberazione dell'organo*

In altre parole si giustificherebbe la liceità di una clausola statutaria che lasci ampia discrezionalità all'organo gestorio in relazione all'individuazione degli interessi assunti come rilevanti ai fini dell'esclusione o della limitazione del diritto di opzione dei soci, tale da risolversi in una delega sostanzialmente in bianco purchè in ogni caso attributiva del potere di escludere il diritto di opzione.

Tale interpretazione muove pertanto dalla necessità di dare massima libertà all'organo di gestione in un contesto tipologico in cui il ruolo assunto dall'organo assembleare nella distribuzione dei poteri potrebbe essere ridotto rispetto a quanto non sia consentito ritenere nell'ambito di un contesto chiuso.

L'esigenza di venire incontro ad un'istanza efficientista che si risolve nel pieno accentramento delle decisioni in capo al management, si giustifica non solo in relazione alla diffusione dell'azionariato e all'interessamento ancora marginale degli investitori istituzionali rispetto alle scelte gestionali, ma anche in ragione della maggiore indipendenza che caratterizza la composizione dell'organo amministrativo delle società quotate assicurata dall'ordinamento a tutela delle minoranze azionarie (si pensi al voto di lista per la nomina di amministratori indipendenti).

E dunque se da un lato la diffusione dell'azionariato permette quantomeno a livello di principio di giustificare scelte contrattuali tendenti ad assicurare un accentramento di funzioni in capo all'organo amministrativo, dall'altro garantisce efficaci contrappesi in termini di eterotutela.

Diversamente da un contesto chiuso, infatti, l'esistenza di un mercato delle partecipazioni permette, in caso di mancata condivisione delle scelte d'investimento poste in essere dall'organo amministrativo, al socio di minoranza di procedere ad un rapido disinvestimento della propria partecipazione

---

*assembleare, lo strumento della Delega ha l'ulteriore vantaggio di rimettere al Consiglio di Amministrazione la determinazione delle caratteristiche degli strumenti finanziari da emettere e della combinazione tra loro di tali strumenti, nonché delle condizioni economiche dell'offerta nel suo complesso (incluso l'ammontare massimo dell'offerta e il prezzo di emissione degli strumenti finanziari oggetto della stessa, in linea con la miglior prassi per operazioni similari, nel rispetto dei limiti e dei criteri di legge) in dipendenza delle condizioni di mercato prevalenti al momento del lancio effettivo dell'operazione, riducendo tra l'altro il rischio di oscillazione dei corsi di borsa tra il momento dell'annuncio e quello dell'avvio dell'operazione, che intercorrerebbe ove la stessa fosse decisa dall'organo assembleare.*

*Resta peraltro inteso che, ove la Delega fosse conferita nei termini proposti, l'eventuale decisione del Consiglio di Amministrazione di eseguire aumenti di capitale rivolti a terzi, con l'esclusione in tutto o in parte del diritto di opzione ai sensi dei commi 4, primo periodo (vale a dire anche mediante conferimento in natura), e 5 (vale a dire quando l'interesse della società lo giustifica) dell'art. 2441 del Codice Civile, a fronte di una diluizione dell'azionariato, potrebbe essere assunta solo ove giustificata da precise esigenze d'interesse sociale e dai benefici complessivi delle operazioni perseguibili. Inoltre, l'offerta rivolta a terzi può costituire un valido strumento per aumentare il flottante e consentire di mantenere in ogni momento un'adeguata liquidità del titolo Impregilo.*

*Ai fini di quanto richiesto dall'art. 2441, comma 6, del Codice Civile, in virtù del richiamo di cui all'art. 2443, comma 1, del Codice Civile, si precisa sin d'ora che: (i) l'esclusione del diritto di opzione ai sensi del primo periodo del comma 4 dell'art. 2441 del Codice Civile potrà avere luogo unicamente qualora il Consiglio di Amministrazione ritenga opportuno che le azioni di nuova emissione siano liberate mediante conferimento, da parte di soggetti terzi, di rami di azienda, aziende o impianti funzionalmente organizzati per lo svolgimento di attività ricomprese nell'oggetto sociale della Società, nonché di crediti, partecipazioni, strumenti finanziari quotati e non, e/o di altri beni ritenuti dal Consiglio medesimo strumentali per il perseguimento dell'oggetto sociale; (ii) l'esclusione o la limitazione del diritto di opzione ai sensi del comma 5 dell'art. 2441 del Codice Civile, potranno avere luogo unicamente qualora il Consiglio di Amministrazione ritenga opportuno che le azioni di nuova emissione siano offerte in sottoscrizione a investitori qualificati, quali banche, enti, società finanziarie e fondi di investimento, e/o operatori che svolgano attività analoghe, connesse, sinergiche e/o strumentali a quelle di Impregilo e/o aventi oggetto analogo o affine a quello della Società o comunque funzionali allo sviluppo dell'attività di quest'ultima."*

condizionando conseguentemente il valore del titolo e sottoponendo l'organo amministrativo ad una valutazione da parte del mercato e, conseguentemente, al rischio di essere sostituito a seguito di un eventuale cambio del controllo azionario reso possibile a seguito di un offerta pubblica d'acquisto. Ed è quindi possibile ritenere che, nell'ambito di un contesto diffuso, l'interesse del socio si radichi principalmente nella tutela della posizione economica<sup>222</sup> assicurata sia dalla corrispondenza del prezzo di emissione al valore di mercato sia dal diritto di *exit*<sup>223</sup> piuttosto che nella tutela della posizione organizzativa assicurata dal diritto di *voix*.

La soluzione proposta in ogni caso, si giustifica tipologicamente rispetto ad una spa ad azionariato diffuso, ma non è suscettibile di essere confermata nell'ambito di una spa chiusa dove la maggiore compartecipazione dei soci alle dinamiche sociali impedisce di operare le medesime opzioni interpretative.

Ebbene, l'impossibilità di operare un rapido disinvestimento stante l'assenza di un mercato di riferimento, nonché la minore indipendenza dell'organo amministrativo nominato generalmente dal socio di maggioranza, richiedono di procedere ad un'interpretazione del dato normativo diversa, funzionale da un lato ad evitare un allontanamento eccessivo dell'organo amministrativo dall'assemblea dei soci con riferimento ad un'operazione qual è l'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione idonea ad incidere direttamente sui diritti partecipativi, dall'altro a garantire pur sempre una certa flessibilità decisionale e funzionalità all'istituto.

In questo contesto tipologico non sembrerebbe giustificarsi l'attribuzione di un potere così ampio in capo all'organo amministrativo tale da risolversi in una delega sostanzialmente in bianco quanto all'indicazione dei beneficiari e degli interessi via via assunti come rilevanti per l'esclusione del diritto di opzione. Inoltre, stante il minor numero di soci e, conseguentemente, il maggior interessamento degli stessi alle dinamiche sociali, anche la convocazione dell'assemblea non produrrebbe gli stessi inconvenienti che si proporrebbero in un contesto aperto<sup>224</sup>.

Ebbene tali conclusioni sembrerebbero risultare in controtendenza rispetto al noto principio per cui l'autonomia statutaria dovrebbe incontrare maggiori limitazioni nell'ambito della società quotata in cui la forza di negoziazione del socio di minoranza risulta azzerata. Tuttavia tale approccio interpretativo sebbene possa valere rispetto ad ambiti normativi rilevanti in un contesto aperto quali come ricordato

---

<sup>222</sup> Non è priva di rilievo la considerazione per cui l'ordinamento ha previsto solo con riferimento alle spa quotate, una diversa disciplina del diritto di opzione come previsto dall'art. 2441 co. 4 c.c. Sul punto in ogni caso si tornerà successivamente.

<sup>223</sup> Cfr. le considerazioni di M. Notari, nt. 204.

<sup>224</sup> Noto è quell'orientamento che vede ancor oggi, anche a seguito della riforma, la spa come un tipo sociale fruibile da ogni tipo di impresa ad eccezione di quelle minime, sul punto cfr. dopo la riforma G. B. Portale, *Tra diritto dell'impresa e metamorfosi della s.p.a.*, in *Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, vol. I, 115 ss. prima della riforma P. Abbadessa, nt. 206; nonché P. Sanfilippo, nt. 212 contra G. Pellizzi, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. Dir. Civ.* 1967, I, 113 ss. seguito da D. Corapi, *Gli statuti delle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1971, 157 ss.

gli aspetti informativi e compartecipativi, ove generalizzato, condurrebbe alla limitazione di scelte contrattuali più aderenti alle concrete necessità di un subtipo di società per azioni che richiede una maggiore libertà di movimento rispetto all'assunzione di scelte di natura strategica<sup>225</sup>.

Libertà di movimento che non troverebbe una giustificazione altrettanto forte nell'ambito di un contesto chiuso.

È proprio nella società per azioni quotata che sarebbe legittimo riconsiderare la disciplina del diritto di opzione in un'ottica più elastica favorendo scelte interpretative volte a privilegiare la tutela patrimoniale della partecipazione azionaria.

In una spa chiusa, diversamente da una società aperta, il riferimento ai criteri di cui all'art. 2443 c.c. dovrebbe essere interpretato in maniera più rigida ed implicherebbe l'individuazione nello statuto di una serie di operazioni o di categorie di beneficiari, o di beni descritti in termini generali all'interno delle quali l'organo amministrativo possa selezionare in concreto l'interesse sociale ritenuto volta per volta idoneo a giustificare la compressione dei diritti dei soci<sup>226</sup>. Indicazione che permetta ai soci già in sede di attribuzione del potere delegato di valutare consapevolmente le ragioni quantomeno astratte che in futuro giustificherebbero la possibile esclusione del diritto di opzione al fine di evitare un allontanamento eccessivo dei soci dalla gestione proprio in una materia che interessa direttamente la loro posizione organizzativa.

La tutela di questi ultimi si risolverebbe nel necessario restringimento della discrezionalità dell'organo amministrativo, nella tutela informativa rispetto alle ragioni di esclusione dell'operazione e nella tutela patrimoniale data dalla necessità di stabilire un sovrapprezzo alla luce dei criteri stabiliti dall'art. 2441 co. 6 c.c. oltre che dalla tutela impugnatoria riconosciuta dall'art. 2388 co. 4 c.c.

In altre parole, sebbene per le ragioni sopra esposte la libertà contrattuale nella società chiusa potrebbe essere, quantomeno relativamente all'aspetto della delega, maggiormente limitata rispetto alla società

---

<sup>225</sup> Sul tema dell'autonomia statutaria in relazione alle società aperte cfr. P. Spada, *Autorità e libertà nel diritto della società per azioni*, in *Riv. Dir. Civ.* 1996, I, 703 ss.

Favorevoli ad un ampliamento dell'autonomia statutaria nell'ambito della società quotata con riferimento a particolari ambiti in cui è proprio nella spa quotata che deve essere esaltata la libertà contrattuale dei soci cfr. G. Ferri Jr., *Autonomia statutaria e mercato a confronto*, in *Riv. Dir. Comm.* 1999, I, 919 e soprattutto P. Marchetti, *L'autonomia statutaria nella società per azioni*, in *Riv. Soc.* 2000, 562 ss.

<sup>226</sup> Cfr. Massima n. 8 Consiglio Notarile di Milano, nonché M. Speranzin, *sub art. 2443*, in Commentario romano al diritto delle società a cura di F. D'Alessandro, Piccin, 2011; F. Maccabruni, *Step up equity line e disciplina dell'aumento del capitale*, in *Banca Borsa e tit. cred.* 2005, I, 345 ss.; S. Cerrato, nt. 205, la posizione di tutti questi AA. dunque a parer dello scrivente potrebbe giustificarsi proprio in relazione ad un subtipo di società per azioni nell'ambito della quale si avverte una maggiore necessità di evitare un allontanamento dell'organo assembleare da quello gestorio specie con riferimento ad un'operazione che incide direttamente sulla sfera organizzativa del socio. Quest'ultimo peraltro risulterebbe privo di quello strumento di autotutela dato dal mercato in cui operare il disinvestimento o l'investimento a fronte di una scelta non condivisa o alternativamente condivisa dell'organo amministrativo. Ebbene è proprio questo ragionamento che ha portato il legislatore ad assumere una prospettiva diversa nell'ambito della società quotata dove peraltro si giustifica una maggiore libertà dell'impresa azionaria con riguardo alla compressione del diritto di opzione anche mediante una scelta di natura contrattuale. Sul punto si rinvia alle considerazioni di cui infra.

aperta, occorre in ogni caso assumere un approccio interpretativo tale da non svilire l'utilità di uno strumento qual è la delega limitandone eccessivamente i contenuti.

Nella determinazione dei criteri cui l'organo amministrativo dovrà attenersi pare pertanto *impossibile*, alla luce della discrezionalità riconosciuta a quest'ultimo nella scelta del beneficiario o del tipo concreto di conferimento, individuare i vantaggi in termini di massimizzazione del valore azionario che l'operazione possa in concreto determinare e che costituiva una delle ragioni per cui in epoca anteriore alla riforma spingeva parte della dottrina a negare la delegabilità dell'operazione<sup>227</sup>.

È evidente come l'ordinamento abbia oggi consapevolmente previsto la possibilità per i soci di attribuire all'organo amministrativo il compito individuare l'interesse volta per volta ricorrente ed idoneo a giustificare la diluizione partecipativa dell'intera compagine sociale.

Interesse la cui individuazione non risulta sindacabile nel merito, rientrando pienamente nell'ambito di un potere discrezionale la cui attribuzione viene giustificata dall'ordinamento<sup>228</sup> e che può alternativamente risolversi in una valutazione orientata alla massimizzazione del valore azionario nel breve o nel lungo periodo.<sup>229</sup>

Ad un'interpretazione particolarmente ampia rispetto all'individuazione dei beni o dei beneficiari cui l'organo amministrativo deve attenersi nella selezione dell'interesse concreto che giustifica l'emissione delle azioni dovrà dunque corrispondere, la necessaria informazione preconsiliare al fine di permettere

---

<sup>227</sup> Cfr. nuovamente N. Robiglio, nt. 200 nonché, sia pur in termini dubitativi, S. Cerrato, *Art. 2443*, in *Il nuovo diritto societario*, Commentario diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, II, 2004, 1546 ss. Se la predeterminazione quantitativa dei vantaggi ottenibili, che avrebbero costituito un limite fisso all'attività dell'organo amministrativo, appariva difficile ove l'operazione fosse strutturata in maniera tale da predeterminare sin da subito il beneficiario e il vantaggio atteso dalla sua partecipazione, la nuova formulazione della norma, lasciando ampio margine decisionale al cda, impedisce di prestabilire un criterio fisso di natura matematica che possa fungere da criterio direttivo per l'organo delegato.

<sup>228</sup> Per tutti cfr. V. Pinto, *Funzione amministrativa e diritti degli azionisti*, Torino, 2007, secondo cui: “*Sembra lecito ritenere che, nella fase dello svolgimento dell'attività, alla posizione di potere dei soci insita nel diritto sociale corrisponda una situazione di stretta necessità nel comportamento dell'organo agente. Dinanzi al diritto dei soci la discrezionalità dell'azione gestoria si arresta e tende ad azzerarsi, perché la prerogativa sociale è tipicamente assistita da un divieto di comportamento oppure – con effetti analoghi – da una regola che predetermini il contenuto delle alternative decisionali, tanto da consentire la preventiva identificazione di un'unica decisione legittima nel caso concreto ... in tal caso i diritti dei soci si traducono in un vincolo predeterminato al potere decisionale dell'organo amministrativo: i comportamenti degli amministratori diretti a consentirne l'esercizio si collocano in un ambito le cui alternative decisionali dell'organo sono preventivamente nullificate dalla legge, e non toccano, per contro l'area della gestione caratterizzata da un'immanente discrezionalità delle scelte in una situazione di incertezza.*” L'esigenza avvertita è quella di evitare una perturbazione dell'azione amministrativa libera quantomeno di spiegare la sua discrezionalità nell'ambito dei fini riconducibili allo scopo sociale. Sembra manifestare una diversa opinione G. Guerrieri, *Art. 2388*, *Il nuovo diritto delle società di capitali. Commento sistematico al D. lgs 17 gennaio 2003, n. 6 aggiornato al D. lgs. 28 dicembre 2004, n. 310*, a cura di A. Maffei Alberti. Vol. I, Cedam, Padova, 724 ss. il quale paventa la possibilità che possa condurre ad un'impugnazione della deliberazione consiliare il mancato perseguimento dell'interesse sociale alla massimizzazione del valore azionario. In realtà come ogni decisione gestoria, la deliberazione consiliare è protetta dalla c.d. *business judgment rule* e può al limite condurre alla sola tutela risarcitoria.

<sup>229</sup> Sul punto cfr. C. Angelici, *Società per azioni principi e problemi*, in Trattato di diritto civile e commerciale a cura di A. Ciu e F. Messineo, continuato da L. Mengoni, 2012. Nonché R. Sacchi, *L'interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, nonché M. S. Spolidoro, *Appunti sull'interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, in ricordo di Pier Giusto Jaeger, 2010, p. 144 ss. e 179 ss.

la tutela impugnatoria da parte dei soci eventualmente lesi dall'operazione o eventualmente la convocazione dell'assemblea al fine di spostare l'assunzione della deliberazione in sede assembleare.

Sul punto comunque si tornerà successivamente.

Non sembra pertanto pienamente condivisibile l'opinione di chi ritiene che la predeterminazione dei criteri statutari costituisca una sorta di contraltare rispetto all'assenza di una tutela informativa giustificabile esclusivamente rispetto alla deliberazione assembleare<sup>230</sup>.

Ciò infatti presupporrebbe che l'individuazione del beneficiario o del bene oggetto di conferimento venga predeterminata con un sufficiente grado di dettaglio dallo statuto, di fatto comprimendo eccessivamente la discrezionalità decisionale dell'organo amministrativo ed in ogni caso non terrebbe conto dell'eventualità che l'organo delegato possa in ogni caso discostarsene eccedendo i limiti della delega conferitagli.

L'interpretazione da ultimo riferita, infatti parte dall'idea per cui la tutela del socio deve radicarsi necessariamente in una fase anteriore ossia quella dell'attribuzione del potere (con restringimento della discrezionalità dell'organo delegato), dando per dimostrato ciò che in realtà non è.

In altre parole, secondo quanto sostenuto, l'utilità dello strumento della delega ad aumentare il capitale sociale con esclusione del diritto di opzione dovrebbe essere esaltata proprio nel momento decisionale, assicurandosi ai soci una tutela successiva di natura informativa al fine di permettere l'attivazione di rimedi ex post non pregiudicando la flessibilità decisionale che dovrebbe contraddistinguere l'operazione in questa sede esaminata.

---

<sup>230</sup> Cfr. sul punto le considerazioni di G. Giannelli, *L'aumento di capitale a pagamento*, in *Il nuovo diritto delle società Liber Amicorum Gianfranco Campobasso*, III, Torino, 2006, 274 -275, secondo il quale: “.. si tratta di prescrizioni aggiuntive che sembrano oggetto di una previsione non dispositiva ma cogente nell'ottica cioè non di una mera equiparazione delle condizioni di legittimità della delibera di esclusione a quella assunta dall'assemblea, ... ma di un rafforzamento del contenuto della previsione di delega a maggior tutela dei soci; il che è comprensibile perché l'applicazione di obblighi di documentazione imposta ad amministratori e sindaci dal co. 6 dell'art. 2441 c.c., richiamato dal comma primo dell'art. 2443 c.c. non è sottoposta ad un regime di pubblicità preventiva nei confronti dei soci mancando un momento deliberativo dell'assemblea, cosicché è corretto che la valutazione delle cause dell'esclusione o della determinazione del prezzo di emissione sia sostituita da una predeterminazione dei criteri dell'esclusione.” nonché F. Guerrera, *Art. 2443*, in *Commentario alla riforma del diritto societario* a cura di G. Niccolini e A. Stagno D'Alcontres, 2004.

## 2) *L'aumento delegato con esclusione del diritto di sottoscrizione nella srl: comparazione tra tipi*

La soluzione interpretativa in questa sede proposta, volta a distinguere margini di autonomia contrattuale più ampi nella spa aperta e maggiormente restrittivi nella società chiusa, può essere ulteriormente confortata dai risultati interpretativi cui è giunta la dottrina avuto riguardo al fenomeno della delega all'aumento di capitale sociale in un tipo chiuso per definizione quale è la società a responsabilità limitata.

Infatti l'art. 2481 c.c. diversamente da quanto sostenuto in passato<sup>231</sup>, oggi consente espressamente anche nell'ambito della disciplina della srl di delegare la decisione di aumentare il capitale sociale a favore dell'organo amministrativo purchè la delega stessa contenga appositi limiti e modalità di esercizio del potere delegato.

La norma è stata oggetto di numerose riflessioni specie con riferimento alla possibilità di delegare l'aumento del capitale anche attraverso la possibilità di escludere il diritto di sottoscrizione del socio.

È tuttavia evidente come lo strumento della delega di competenze in un tipo qual è la società a responsabilità limitata abbia una funzione diversa rispetto a quella svolta dall'istituto nell'ambito del tipo azionario.

La tendenziale maggiore chiusura della srl cui si accompagna una concentrazione del capitale in capo ad un numero minore di soci, nonché la maggiore facilità di convocazione dell'assemblea, rendono meno pressante l'esigenza di riconoscere margini di discrezionalità ampi all'organo amministrativo specie con riguardo ad una materia di tradizionale competenza dell'organo assembleare. Erano queste le stesse considerazioni che, prima della riforma, portavano la maggioranza degli autori a ritenere illegittima la clausola attributiva del potere di aumentare il capitale a favore dell'organo gestorio.

Tuttavia il legislatore ha ritenuto di riconoscere una forte autonomia statutaria in un tipo sociale caratterizzato dalla capacità del socio imprenditore di negoziare le condizioni di accesso ivi compreso

---

<sup>231</sup> Prima della riforma l'opinione prevalente era nel senso di ritenere indelegabile l'aumento del capitale sociale nel tipo srl in base ad una serie di argomentazioni. In primo luogo occorre notare che la tecnica normativa precedentemente adottata dal legislatore propendeva per una maggiore tendenza al rinvio alle norme previste in materia di società per azioni. Il precedente articolo 2495 c.c. infatti non estendeva la disciplina della srl la disposizione prevista nell'art. 2443 c.c. e ciò costituiva un primo argomento in relazione al quale si tendeva a non riconoscere tale possibilità. Inoltre si sosteneva che se le ragioni dell'aumento delegato erano rinvenibili nella necessità di favorire con facilità l'esigenza di una rapida raccolta di risorse, tale esigenza era rinvenibile nell'ambito della disciplina della spa e non nell'ambito della disciplina della srl stante la maggiore facilità di convocazione dell'assemblea, il rischio di un minor assenteismo e la maggiore coesione tra soci e amministratori. Sulla base di tali argomentazioni si tendeva a negare l'applicazione analogica del precedente articolo 2443 c.c. cfr. V. Calandra Buonauro, *L'aumento di capitale nella società a responsabilità limitata*, in Studi in onore di Gastone Cottino, Cedam, Padova, 1997, 1119 ss.; G. Santini, *Società a responsabilità limitata*, Commentario del codice civile a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna – Roma, 1984, sub. art. 2495, 315 ss.; G. M. Rivolta, *La società a responsabilità limitata*, in Trattato di diritto civile e commerciale diretto da A. Cicu e F. Messineo, e continuato da L. Mengoni, Milano 1982, 371 ss. Tuttavia in senso favorevole all'applicazione analogica dell'art. 2443 c.c. cfr. R. Sacchi, *Sulla delega agli amministratori di società a responsabilità limitata della facoltà prevista dall'art. 2443 c.c.* in *Riv. Soc.* 1987, 852 ss

l'aspetto della ripartizione delle competenze<sup>232</sup> anche avuto riguardo alla disciplina dell'aumento del capitale sociale, accentuando il polimorfismo della società a responsabilità limitata tale da strutturarsi in chiave capitalistica o personalistica a seconda delle diverse esigenze e della composizione concreta degli assetti proprietari<sup>233</sup>.

Senza approfondire eccessivamente il tema nell'ambito della disciplina della srl, giova tuttavia analizzare alcuni risultati interpretativi cui si è giunti relativamente alla stessa, per avvalorare le conclusioni di cui sopra volte a distinguere società aperte da società chiuse.

Il problema principale attiene alla possibilità per i soci di delegare oltre al potere di aumentare il capitale sociale anche il potere di escludere il diritto di sottoscrizione aprendo la società a terzi<sup>234</sup>.

L'ostacolo principale risiede nella diversa ripartizione delle competenze tra soci e amministratori consacrata nell'ambito dell'art. 2479 co. 1 n. 5 c.c. ove si afferma che è in ogni caso competenza dell'assemblea la decisione su quelle operazioni che comportano una rilevante modifica dei diritti dei soci.

Sebbene tale disposizione è stata oggetto di numerose e divergenti interpretazioni<sup>235</sup> e senza scendere nel dettaglio delle stesse, molti autori hanno ritenuto di rinvenire proprio in questa disposizione un ostacolo alla possibilità di delegare l'esclusione del diritto di opzione a favore degli amministratori.

---

<sup>232</sup> Sul punto chiaramente M. Speranzin, *Questioni sull'aumento di capitale delegato nella srl*, in Scritti in onore di A. Piras, 2009, 839 ss.

<sup>233</sup> Sul problema della rilevanza del tipo a seguito della riforma cfr. G. Zanarone, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gianfranco Campobasso, a cura di P. Abbadessa e G. B. Portale, Utet, Torino, 2006, I, 57 ss. per ulteriori considerazioni cfr. A. A. Dolmetta, *Sul "tipo" S.r.l.*, in S.r.l. Commentario dedicato a G. B. Portale, a cura di A. A. Dolmetta e G. Presti, Giuffrè, Milano, 2011, 15 ss. nonché M. Rescigno, *La nuova società a responsabilità limitata*, in *Nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, a cura di M. Rescigno e A. Sciarrone Alibrandi, Giuffrè, 2004, 275 ss.

<sup>234</sup> In senso favorevole cfr. M. Speranzin, *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio nella s.r.l.*, Giappichelli, Torino, 2011; Massima n. 75 Consiglio Notarile di Milano, inoltre cfr. F. Guerrera, G. A. Rescio, *L'aumento di capitale e la delega*, in S.r.l. Commentario dedicato a G. B. Portale, a cura di A. A. Dolmetta e G. Presti, Giuffrè, Milano 2011, 890 ss. M. S. Spolidoro, *L'aumento di capitale sociale nelle s.r.l.*, in Riv. Dir. Soc. 2008, 464 ss.; A. Abu Awadd, *Delega all'esclusione o limitazione del diritto di sottoscrizione di aumento del capitale ed impugnazione di delibere consiliari in s.r.l.* in Banca Borsa e Tit. cred. 2011, II, 362 a commento del Lodo Piras; A. Santus, De Marchi, Stucchi, *Art. 2481*, in Commentario alla riforma del diritto delle società a cura di P. Marchetti, L. A. Bianchi, M. Notari, F. Ghezzi, Milano, 2008, 1135 ss.; in senso contrario invece cfr. A. Bartalena, *Artt. 2481* in Società di capitali. Commentario a cura di G. Niccolini e A. Stagno D'Alcontres, vol. 3 Jovene Napoli, 2004, 1641 ss.; G. Giannelli, *Le operazioni sul capitale*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, a cura di V. Santoro, Giuffrè, Milano, 2004, 239 ss.; id. nt. 426, 259 ss.; G. Zanarone, *Art. 2481*, Della società a responsabilità limitata, in Commentario al Codice Civile fondato da P. Schlesinger e diretto da F. D. Busnelli, Giuffrè, Milano, tomo II, 2010 nonché lo stesso Lodo arbitrale poc'anzi citato secondo cui l'indelegabilità dell'esclusione del diritto di sottoscrizione si giustificerebbe alla luce dell'art. 2479 co. 1 n. 5 c.c. In termini dubitativi P. Marchetti, *Gli aumenti di capitale*, in *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutarie*. Consiglio notarile di Milano. Scuola del notariato della Lombardia, Federnotizie, a cura di S. Rossi, Milano, 2003, 284. Recentemente sul punto cfr. A. Cetra, *Le operazioni sul capitale sociale nella s.r.l.*, in Riv. Soc. 2016, 812 ss.

<sup>235</sup> Sul significato attribuito a questa disposizione si registra una pluralità di opinioni tra loro diverse. Secondo un primo orientamento si tratterebbe di decisioni provenienti dall'organo amministrativo idonee di per sé ad incidere in maniera rilevante sui diritti particolari riconosciuti ai soci ai sensi dell'art. 2468 c.c. in tal senso cfr. R. Vigo, *Decisioni dei soci: competenze*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gianfranco Campobasso, III,

Sebbene non si possa mettere in discussione l'inderogabilità della norma<sup>236</sup>, frutto di una presa di posizione del legislatore della riforma volta a dare rilievo centrale alla posizione del socio nel tipo srl<sup>237</sup>, è consentito ritenere che tale disposizione ammetta alcune deroghe per espressa previsione legislativa tra cui proprio l'art. 2481 c.c.

Tuttavia ciò non risolve il problema relativo alla possibilità di delegare all'organo amministrativo la possibilità di escludere il diritto di opzione.

L'ostacolo principale consiste nel capire se l'art. 2481 c.c., pur non contemplando espressamente la possibilità di delegare l'aumento con esclusione del diritto di sottoscrizione, implicitamente permetta tale facoltà contenendo un'ulteriore deroga rispetto al sistema legale di ripartizione di competenze originario.

Al fine di giustificare tale affermazione appare utile soffermarsi sul momento esecutivo dell'esclusione del diritto di sottoscrizione.

L'ordinamento non presuppone che la decisione di escludere il diritto di sottoscrizione sia giustificata da un interesse sociale ulteriore rispetto a quello di reperire nuove risorse da parte della società.

Se tale omissione è giustificabile alla luce del maggiore potere negoziale riconosciuto ai soci della srl al momento di introduzione della clausola statutaria ex art. 2481 bis c.c., ne consegue che l'esclusione del diritto di sottoscrizione non può configurarsi, analogamente a quanto detto in materia di spa, come una decisione principale di carattere marcatamente gestorio che richiede, ai fini dell'attuazione, della delibera di aumento del capitale sociale<sup>238</sup>.

---

Torino, 2006, 459 – 460, O. Cagnasso, *La società a responsabilità limitata*, in Trattato diretto da G. Cottino, Cedam, Padova, 2007, 298 ss.; M. Cian, *Le competenze decisorie dei soci*. Le modificazioni dell'atto costitutivo, Ibbra – Marasà, (diretto da), Trattato della società a responsabilità limitata, Padova, 2009, IV, 13 ss.; R. Lener, *Art. 2479*, in Commentario dedicato a G. B. Portale, a cura di A. A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011, 791 ss. La posizione degli AA. citati muove da una lettura sistematica dell'art. 2479 in combinato disposto con l'art. 2473 ove ricollega il diritto di recesso in caso di modificazione dei diritti particolari attribuiti ai soci ai sensi dell'art. 2468 c.c. Tuttavia l'opinione espressa non convince in relazione al fatto che: a) l'art. 2479 c.c. omette di fare riferimento ai diritti particolari; b) diversamente da quanto non sia possibile ricavare in maniera espressa nell'ambito della disciplina della spa, il legislatore avrebbe voluto estendere la competenza dei soci rispetto a tutte quelle decisioni che pur non determinando una modifica dell'oggetto sociale avrebbero potuto incidere sulle prospettive di guadagno determinando un'alterazione dell'attitudine della società a preservare la sua conformazione originaria incidendo sulle prospettive di guadagno dei soci così come inizialmente prefissate. Ed è sulla base di questi argomenti che si ritiene, con riferimento alle srl, che la norma abbia una portata più ampia includendo tutte quelle operazioni gestorie aventi un contenuto particolarmente incisivo sulle basi essenziali del contratto sociale. sul punto cfr. per tutti P. Abbadessa, *La voce dei soci nella gestione della s.r.l.* in Rds, 2012, 186 ss.; G. Guerrieri, *Art. 2479*, in Commentario al nuovo diritto societario diretto da A. Maffei Alberti, 2006, 2024 ss. nonché, se si è ben compreso, in senso parzialmente diverso, G. Petroboni, *Le competenze gestorie dei soci nella società a responsabilità limitata. Regime legale e modelli statutarî*. Cedam, 2011, 133 e spec. 137. Cui sembra aderire M. Speranzin, nt. 234.

<sup>236</sup> Cfr. tuttavia N. Abriani, M. Maltoni, *Elasticità organizzativa e diritto dei soci di avocare decisioni gestorie: sulla derogabilità dell'art. 2479, comma 1, c.c.*, Studio n. 6005/I approvato dalla Commissione Studi d'impresa del Consiglio Nazionale del Notariato, in *Studi e materiali*, 2006, p. 211 s.

<sup>237</sup> Sul punto G. Petroboni, nt. 235, 279.

<sup>238</sup> Cfr. N. Robiglio, nt. 200.

Più precisamente se non è richiesta l'individuazione di un interesse sociale aggiuntivo tale da giustificare la compressione delle posizioni organizzative dei soci, allora l'esclusione del diritto di sottoscrizione non si pone quale decisione ulteriore oggetto di una seconda delega nei confronti dell'organo amministrativo quanto piuttosto si tratta di una mera modalità esecutiva rispetto alla quale il consiglio di amministrazione può essere delegato<sup>239</sup>.

Ove si ritenesse di accogliere tale soluzione ermeneutica, allora la possibilità di escludere il diritto di sottoscrizione rientrerebbe nelle *modalità* cui farebbe riferimento il dettato dell'art. 2481 c.c.<sup>240</sup>

La diversa formulazione delle due disposizioni (art. 2443 e art. 2481 c.c.) si giustificerebbe proprio in ragione della diversa *strutturazione logica* del procedimento di esclusione che nella prima ipotesi si qualificherebbe come una decisione ulteriore sebbene collegata all'aumento del capitale, nella seconda invece assumerebbe la funzione di una semplice modalità esecutiva dell'operazione.

Ciò sembrerebbe ricordare il ragionamento che verrà svolto successivamente con riferimento all'art. 2441 co. 4 c.c. in tema di esclusione semplificata del diritto di opzione nelle società quotate.

Tuttavia proprio in ragione del diverso ambito tipologico che contraddistingue la srl, occorre prendere le distanze dalla soluzione raggiunta rispetto al coordinamento tra l'art. 2441 co. 4 secondo periodo e l'art. 2443 c.c.

In quell'ipotesi infatti la clausola statutaria con la quale si esclude il diritto di opzione nei limiti del 10% produce l'effetto di escludere il diritto astratto di opzione sicchè l'esclusione del diritto avviene già a monte al momento dell'introduzione della clausola.

La ragione della liceità di una simile previsione che giustifica il riconoscimento di un potere implicito di natura esecutiva in capo all'organo amministrativo si spiega proprio in base alla tutela compensativa assicurata dalla possibilità di procedere all'acquisto diretto delle azioni sul mercato regolamentato oltre alla considerazione sopra richiamate in ordine al disinteresse partecipativo che tipicamente caratterizza il socio di una società a capitale disperso.

Nel caso in questa sede esaminato, l'assenza di un mercato quale caratteristica tipologica della srl, impedisce di ritenere che l'esclusione del diritto di sottoscrizione possa ritenersi ricompresa in un potere implicito dell'organo gestorio posto che si tratta in ogni caso di una decisione di competenza assembleare.

---

<sup>239</sup> In senso contrario cfr. Lodo Arbitrale, 12 maggio 2007, pres. Piras, secondo il quale: "... *questo articolato presidio in ordine alla possibilità di offerta di sottoscrizione a terzi costituisce ulteriore conferma dell'impossibilità di qualificare l'esclusione del diritto di sottoscrizione dei soci come mera modalità ancillare di esecuzione dell'aumento del capitale. Tale facoltà, nettamente distinta da quella di aumentare il capitale, non spetta in via originaria nemmeno ai soci e tanto meno può spettare agli amministratori, neppure in presenza di una eventuale delega, nei loro confronti in nessun caso consentita*". In senso analogo cfr. A. Postiglione, *La delega all'aumento del capitale sociale nella s.r.l.*, in *Le società*, 2006, 829 ss.; A. Bartalena, nt 234.; G. Zanarone, nt.234; G. Giannelli, nt.234 contra favorevolmente alla qualificazione dell'esclusione del diritto di sottoscrizione quale mera modalità esecutiva non ricompresa nell'ambito dei poteri impliciti dell'organo amministrativo ma suscettibile di essere delegata cfr. M. S. Spolidoro, nt. 234 e A. Abu Awadd, nt. 234 in termini analoghi M. Speranzin, nt 234 .; F. Guerrero, G. A. Rescio, nt. 234.

<sup>240</sup> Nuovamente M. S. Spolidoro, nt. 234; e A. Abu Awadd, nt. 234.

L'introduzione della clausola statutaria che permette di escludere in futuro il diritto di sottoscrizione, diversamente dalla fattispecie di cui all'art. 2441 co. 4 secondo periodo, non comporta un'esclusione del diritto astratto di sottoscrizione quanto piuttosto una previsione di natura programmatica con la quale si giustifica in futuro una delibera che escluda in concreto tale diritto.

Qualificando pertanto l'esclusione del diritto di sottoscrizione come modalità esecutiva non implicitamente ricompresa nei poteri dell'organo amministrativo, si potrebbe ritenere che sia proprio l'art. 2481 c.c. a giustificare la possibilità per l'organo assembleare di delegare quest'ultimo al fine di procedere all'aumento del capitale mediante l'esclusione del diritto di sottoscrizione dei soci. Tuttavia occorre svolgere delle considerazioni ulteriori.

Nell'ambito della disciplina della srl non appare giustificabile attribuire all'organo amministrativo una discrezionalità piena in ordine alla scelta del beneficiario dal momento che ciò non risponde in assoluto alle medesime esigenze che giustificano tale scelta interpretativa nell'ambito delle società quotate in mercati regolamentati<sup>241</sup>. Ciò in ragione del fatto che la maggiore compartecipazione dei soci alle vicende della società, caratteristica tipologica della srl, non permette di giustificare soluzioni interpretative dalle quali consegue un allontanamento eccessivo tra organo assembleare e organo amministrativo. La necessità di dare in ogni caso rilevanza al tipo anche in ambiti di forte libertà negoziale si giustificerebbe in ragione della tutela dei terzi in un'ottica di certezza del diritto. E ciò per garantire un'esigenza di *coerenza interna* funzionale a tutelare l'affidamento di tutti quei soggetti incapaci di negoziare le condizioni di accesso in società. Si pensi ad esempio a coloro i quali acquistino quote da soci di minoranza o succedano nella posizione dei soci di minoranza stessi.

Ne consegue infatti che la clausola statutaria non potrebbe ritenersi sufficientemente determinata ove non precisi la tipologia dell'aumento rendendosi necessario che siano i soci stessi a determinare i presupposti che giustificano la perdita o la limitazione del diritto di sottoscrizione operata successivamente dall'organo amministrativo<sup>242</sup>. La tutela di questi ultimi si risolverebbe principalmente nella delimitazione dei presupposti che giustificano l'esclusione del diritto nonché nella possibilità di recedere o di impugnare la deliberazione ove viziata nel suo contenuto<sup>243</sup>.

---

<sup>241</sup> Sulla necessità di circostanziare il contenuto della clausola cfr. M. Speranzin, nt., 234 secondo il quale: *“Quest’ultima (riferendosi alla clausola attributiva del potere delegato di escludere il diritto di opzione), inoltre, non può, a differenza della previsione dell’atto costitutivo che legittima l’esclusione da parte dell’assemblea, risultare immotivata, ma deve prevedere gli specifici casi(o lo specifico caso) di applicazione.”*

<sup>242</sup> In senso analogo A. Abu Awadd, nt. 234 nonché F. Guerrera, G. A. Rescio, nt. 234.

<sup>243</sup> Nel senso di legittimare il socio di srl ad impugnare la deliberazione dell'organo amministrativo pur in assenza di una disposizione analoga all'art. 2388 co. 4 c.c. cfr. Lodo Piras, commentato da A. Abu Awadd, nt. 234, secondo il quale non riconoscere una tutela reale di natura impugnatoria *“significherebbe legittimare un trattamento differenziato, in ragione della diversità dell'organo deliberante, fra deliberazioni identiche per contenuto e per effetti, dall'organo amministrativo in virtù di un potere che gli sia stato all'uopo conferito dallo statuto...in altri termini emerge dal sistema un principio di necessaria neutralità della tutela c.d. reale dei soci rispetto agli atti dell'organo di volta in volta deliberante: la delega o il trasferimento del potere deliberativo non può non determinare la transizione, in relazione alla decisione delegata, anche dei mezzi di tutela previsti nell'ipotesi in cui il medesimo potere sia stato esercitato direttamente dall'organo delegante”*, nonché V. Pinto, *Funzione amministrativa e diritti degli azionisti*, Giappichelli, Torino, 2007, G. Nuzzo, Art. 2475, *L'invalidità delle*

E quindi anche ove la srl si strutturi in chiave capitalistica occorrerebbe tenere in considerazione quanto detto in relazione alle società per azioni chiuse.

Né vale la considerazione per cui, al fine di giustificare una maggiore discrezionalità dell'organo amministrativo, il socio nella srl godrebbe a fronte dell'esclusione del diritto di sottoscrizione di una tutela di exit assimilabile alla dismissione delle partecipazioni sul mercato regolamentato<sup>244</sup>.

---

*decisioni dell'organo amministrativo*, in Commentario della S.r.l. dedicato a G. B. Portale, a cura di A. A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2010, 584 ss. e infine G. Scaglia, *L'invalidità delle deliberazioni consiliari nella s.r.l.* in *Giur. Comm.* 2015, II, 1065 ss. ognuno con accenti e prospettive differenziate avuto riguardo ai diversi aspetti del fenomeno dell'impugnazione della deliberazione consiliare.

In senso contrario alla possibilità per i soci di impugnare le delibere dell'organo amministrativo nella srl seppur con argomentazioni non del tutto convincenti cfr. A. Daccò, *L'invalidità delle decisioni degli amministratori nella s.r.l.*, in Amministrazione e controllo, Giappichelli, 2010, 785 ss. seguita da cfr. Parrella, *Art. 2475 ter*, in La riforma delle società. Commentario, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, III, Torino, 2003, 119; M. Ventoruzzo, *Art. 2475 ter*, in Commentario alla riforma delle società, diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 656 ss.; A. Pomelli, *Art. 2475 ter*, in Il nuovo diritto delle società, a cura A. Maffei Alberti, III, Padova, 2005, 1965 ss. In giurisprudenza cfr. Trib. Verona, 1 settembre 2004, in *Giur. merito*, 2006, 124 ss.; Trib. Lodi, *Corr. Mer.* 2009, 745 ss.; Trib. Milano, 19 febbraio 2009, in *Soc.* 2009, 1269 ss.

<sup>244</sup> Sul diritto di recesso del socio a fronte della deliberazione dell'organo gestorio si sono scontrate varie interpretazioni. Secondo un primo orientamento più restrittivo l'art. 2481 bis c.c. nel riconoscere il diritto di exit in favore del socio che abbia votato contro alla delibera di esclusione del diritto di opzione, implicitamente impedirebbe di riconoscere la delegabilità di tale potere in capo all'organo amministrativo. Tale argomentazione è superabile sostenendo che l'art. 2481 bis c.c. guarda all'operazione standard di competenza dell'assemblea ma non costituisce un ostacolo insormontabile per giustificare la delegabilità dell'operazione a favore degli amministratori. Altra dottrina A. Abu Awadd, nt. 234 ritiene che in caso di delega i soci godrebbero solo di una tutela impugnatoria e non individuale. Tuttavia non sembra potersi ammettere una simile conclusione posto che la medesima giustificazione per cui l'ordinamento attribuisce il diritto di recesso sussiste indipendentemente dall'organo deliberante. Per giustificare il sorgere del diritto di recesso rispetto ad un'operazione non decisa dai soci, si potrebbe argomentare alla luce di una serie di ipotesi in cui il recesso è o potrebbe essere previsto in relazioni a deliberazioni non assembleari. Si pensi ad esempio al caso dell'art. 2497 quater c.c. in caso di inizio o cessazione dell'attività di direzione e coordinamento o all'ipotesi di recesso statutario in relazione al verificarsi di eventuali fatti ex art. 2437 bis c.c. ecc. Ciò comporterebbe un ulteriore problema relativo alla legittimazione al diritto di recesso, posto che si potrebbe dire che legittimati al recesso sarebbero solo i soci che hanno votato contro alla delibera di delega o in alternativa tutti ossia anche i soci che abbiano votato a favore (questa tesi si giustificerebbe nel caso in cui si ritenesse necessaria l'unanimità dei consensi per l'introduzione della clausola statutaria sul punto cfr. M. Speranzin, nt., 234; E. Fazzuti, *Sub art. 2481-bis*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, vol. 3, Torino, 2003, p. 187, secondo il quale "la possibilità di riservare in tutto o in parte l'aumento del capitale a non soci dipende (..) da un'espressa previsione in tal senso, la quale (...) può essere introdotta nell'atto costitutivo solo con il consenso di tutti i soci, perché l'art. 2481-bis, comma 1, secondo periodo, *tamquam non esset* se la maggioranza potesse introdurre la clausola a suo piacimento; G. Zanmarone, *Della società a responsabilità limitata*, in *Il codice civile. Commentario*, fondato da P. Schlesinger e diretto da F.D. Busnelli, Tomo II, Milano, 2010, p. 1540, per il quale, soprattutto tenuto conto della "qualifica del diritto di sottoscrizione come diritto soggettivo perfetto" (così alla nt. 23), è necessario il consenso di tutti i soci "in quanto la maggioranza, allorché non può procedere per regola direttamente a sopprimere o limitare un determinato diritto senza il consenso del titolare, non potrebbe neppure autoattribuirsi il relativo potere indirettamente attraverso una modificazione dell'atto costitutivo che sopprima la necessità di quel consenso, pena la completa vanificazione della suddetta regola: un rischio il quale può essere scongiurato (...) solo ammettendo che anche per disporre preventivamente del diritto di sottoscrizione attraverso la clausola volta ad assoggettarlo al potere della maggioranza occorra il consenso di tutti i soci, si esprima esso nella sottoscrizione dell'atto costitutivo che quella clausola originariamente contenga, oppure nella adozione all'unanimità della delibera di modifica statutaria che quella clausola successivamente introduca"; M. Notari, *sub. art. 2481-bis. Il diritto di opzione e la sua esclusione*, in *S.r.l. Commentario* dedicato a Giuseppe B. Portale, a cura di A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011, 914; Comitato interregionale dei Consigli notarili delle tre Venezie, Massima n. I.G.46, in *Orientamenti del Comitato triveneto dei notai in materia di atti societari* contra tuttavia Santus, De Marchi, Stucchi, nt. 234 e Massima del consiglio notarile di Milano, n. 158.

È proprio in un contesto chiuso che avrebbe un senso esaltare la *voice* del socio a discapito di una tutela obbligatoria data dal diritto di recesso. E sarebbe una scelta interpretativa incompatibile con il tipo chiuso qual è la srl esaltare la tutela del recesso a discapito della tutela preventiva data dall'accentramento dei poteri in capo ai soci stessi<sup>245</sup>.

Diritto di *voice* che si risolve nel mantenimento di una certa rilevanza della funzione dell'organo assembleare anche ove la società si strutturi in chiave capitalistica delegando determinate funzioni all'organo amministrativo.

In altre parole si potrebbe ritenere che tanto nelle spa chiuse quanto nelle srl che assumono una configurazione in senso capitalistico vi sia un'analogha esigenza di evitare un allontanamento eccessivo dei soci dalle decisioni dell'organo amministrativo. Conseguentemente la clausola statutaria di attribuzione del potere delegato dovrebbe stabilire, a pena di invalidità, le condizioni per le quali il diritto di opzione (nella spa) e di sottoscrizione (nella srl) possa in futuro essere escluso, tali tuttavia da permettere una ponderazione *ex ante* da parte dei soci.

Dunque anche in un contesto caratterizzato da una forte autonomia statutaria con riferimento al sistema della ripartizione delle competenze interne agli organi della srl, ragioni di compatibilità tipologica tra regolamento contrattuale e concreto assetto organizzativo impongono di non accentuare in maniera eccessiva il distacco tra proprietà e gestione, al fine di favorire esigenze di natura partecipativa.

Esigenze che, diversamente, in un contesto a proprietà dispersa, non vi sarebbero proprio al fine di favorire istanze di efficienza invero non sussistenti nella medesima intensità in tipi sociali non caratterizzati da una dispersione dell'azionariato poco incline alla partecipazione attiva alla vita sociale.

---

<sup>245</sup> Sul punto le considerazioni di P. Abbadessa, *La voice dei soci nella gestione della srl*, in Rds, 2012, 192. Per considerazioni analoghe R. Sacchi, *Autonomia statutaria e concorrenza tra ordinamenti*, in Le grandi scelte della riforma, Milano, 2004.

### 3) *Sovrapprezzo e delega all'aumento del capitale con esclusione del diritto di opzione*

Un problema particolarmente avvertito è quello di capire se la delega debba o meno necessariamente contenere un criterio cui gli amministratori devono attenersi, idoneo ai fini della determinazione del sovrapprezzo delle azioni di futura emissione.

La soluzione al quesito, come si vedrà, deve necessariamente partire dall'esame del dato letterale della disposizione (art. 2443 c.c. in cui si fa riferimento alla necessaria previsione di criteri) nonché dai risultati cui si è giunti precedentemente con riguardo all'individuazione del beneficiario delle azioni di nuova emissione.

Il legislatore nella legge delega prevedeva espressamente non solo di differenziare la disciplina dell'aumento delegato a seconda o meno che la società fosse quotata, ma altresì di assicurare ai soci particolari tutele relativamente alla determinazione del prezzo di emissione<sup>246</sup>.

Il che potrebbe condurre, ad una prima lettura della norma, alla sbrigativa conclusione per cui la delega dovrebbe contenere necessariamente, a pena d'invalidità della clausola statutaria, insieme all'individuazione delle categorie di beneficiari anche l'individuazione di criteri in ordine alla determinazione del prezzo di emissione, tali da assicurare ai soci una sufficiente tutela preventiva rispetto alla determinazione successiva da parte dell'organo amministrativo.

Un argomento a sostegno di questa soluzione interpretativa potrebbe essere il fatto che il legislatore utilizzi lo stesso termine anche nell'ambito della disciplina ordinaria di esclusione dell'opzione ove deliberata dall'organo assembleare.

Infatti l'art. 2441 co. 5 c.c. prevede espressamente che gli amministratori al momento della redazione della relazione sulle ragioni che giustificano l'esclusione del diritto di opzione, devono indicare in ogni caso i *criteri* seguiti relativamente alla determinazione del prezzo di emissione che dovrà successivamente essere determinato dall'assemblea.

L'attribuzione della competenza assembleare non solo sul compimento dell'operazione ma anche sulla determinazione del sovrapprezzo viene giustificato in ragione della necessità da parte dei soci di valutare consapevolmente la misura del sacrificio nell'ambito del quale la determinazione del sovrapprezzo che dovrà corrispondere il terzo entrante, costituisce sicuramente un elemento determinante<sup>247</sup>.

---

<sup>246</sup> Lo rileva S. Cerrato, nt., 205, nonché S. Cerrato, in Petrazzini, Callegari, Cerrato, Cavanna, *sub art. 2443*, in *Le modificazioni dello statuto della s.p.a.*, Trattato di diritto privato, diretto da P. Rescigno, 16, IV, Torino, 2012.

<sup>247</sup> Sul punto cfr. prima della riforma G. B. Portale nt. 154, G. C. M. Rivolta, nt. 173, G. Mucciarelli, M. S. Spolidoro, nt. 159, D. Preite, *Sovrapprezzo, aste competitive e mercato mobiliare*, in *Giur. comm.* 1987, I, 882- 924., A. Mignoli, nt.155, è noto infatti il dibattito anteriore alla riforma sulla delegabilità o meno all'organo amministrativo del potere di determinare il sovrapprezzo di emissione delle azioni di futura emissione. Le opinioni erano tuttavia contrastanti: da una parte, G. B. Portale nt. 154, si riteneva essere competenza esclusiva dell'assemblea la determinazione del sovrapprezzo e un'eventuale delega al cda avrebbe impedito ai soci una ponderazione della misura del sacrificio nell'ambito della quale il sovrapprezzo avrebbe giocato un ruolo

E dunque alla luce di una lettura congiunta dell'art. 2441 e dell'art. 2443 c.c. si potrebbe arrivare a sostenere che il legislatore avrebbe utilizzato il termine criterio nella medesima accezione imponendosi quindi in caso di delega ad aumentare il capitale con esclusione del diritto di opzione, la predeterminazione di un parametro, sia pur mobile, che limiti la discrezionalità dell'organo amministrativo in relazione alla determinazione del prezzo di emissione delle azioni.

Tuttavia occorre prendere le mosse da quest'impostazione, assunta dai primi commentatori della disciplina dell'aumento delegato, alla luce di una pluralità di ragioni.

E a tal fine appare utile riprendere alcune considerazioni relativamente all'ipotesi in cui sia l'assemblea a deliberare sull'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione.

L'art. 2441 c.c. prevede da un lato, che il sovrapprezzo obbligatorio venga determinato in base alla consistenza del patrimonio netto e tenendo in considerazione l'andamento della quotazione di borsa delle azioni, ove la società sia quotata, nell'ultimo semestre anteriore rispetto alla deliberazione, dall'altro come ricordato, impone all'organo amministrativo di redigere una relazione dalla quale risultino altresì i criteri utilizzati per la determinazione del sovrapprezzo azionario.

Come rilevato da autorevole dottrina<sup>248</sup> i criteri cui si riferisce la disposizione non possono essere assimilati ai parametri previsti dall'art. 2441 co. 6 del patrimonio netto e dell'andamento delle quotazioni azionarie.

Questi ultimi costituiscono dei vincoli, sia pur elastici, che dovrebbero essere utilizzati per determinare il prezzo di emissione. Gli amministratori, pur nel rispetto di quei vincoli, dovranno con riferimento alla specifica operazione deliberanda, giustificare il percorso logico – giuridico seguito per l'individuazione del prezzo di emissione alla luce di una valutazione complessa avuto riguardo alla composizione qualitativa e quantitativa del patrimonio della società.

---

determinante, dall'altro invece un ulteriore argomento contrario alla delegabilità consisteva nell'impedimento per il collegio sindacale o per la società di revisioni di dare un parere sulla congruità del prezzo. Parere che verosimilmente avrebbe dovuto essere reso prima della deliberazione dei soci sul compimento dell'operazione. Di contro si staglia un'altra parte della dottrina A. Mignoli, nt. 155 secondo cui l'assemblea avrebbe potuto semplicemente predeterminare i criteri cui l'organo amministrativo avrebbe dovuto attenersi nell'ambito di un range di valori entro cui poi andare a determinare il prezzo di emissione in un momento successivo alla deliberazione. Ciò non avrebbe determinato una spoliatura della competenza dell'assemblea nella determinazione del prezzo di emissione (i soci avrebbero avuto modo di votare essendo comunque consapevoli della misura minima del prezzo) e allo stesso tempo avrebbe favorito il compimento dell'operazione ove le oscillazioni dei prezzi medio tempore intervenute tra la delibera e la fase di collocamento avessero reso inattuale il prezzo determinato dall'assemblea dando agli amministratori il potere di correggerlo entro un ambito prefissato dall'organo assembleare che avrebbe ridotto la loro discrezionalità. Inoltre la società di revisione o il collegio sindacale avrebbero avuto modo di rendere il parere sulla congruità non del prezzo ma dei criteri di determinazione del prezzo di emissione. Sul punto cfr. G. Mucciarelli – M. S. Spolidoro, nt. 159, nonché per una tesi intermedia cfr. P. Marchetti, nt. 198 ad avviso del quale l'assemblea avrebbe potuto al massimo predeterminare un prezzo correggibile tanto in aumento quanto in diminuzione sulla base di parametri borsistici predeterminati in maniera tale che l'organo amministrativo avrebbe al massimo potuto operare una correzione meccanica riducendosi totalmente la discrezionalità.

<sup>248</sup> G. Mucciarelli, *Il sovrapprezzo delle azioni*, Milano, 1997 e P. Marchetti, nt. 198.

È stato efficacemente sottolineato che in sede di relazione all'assemblea, l'organo amministrativo “*dovrà procedere all'individuazione delle componenti considerate, precisare i termini di riferimento quantitativi e qualitativi con cui le varie componenti sono state considerate e infine il peso specifico attribuito alle componenti stesse.*”<sup>249</sup>

Ciò significa, in altri termini, che gli amministratori hanno il compito di procedere ad una valutazione bilanciata degli elementi patrimoniali e del prezzo delle azioni sul mercato di riferimento, in ragione della *specificità* dell'operazione e tenendo conto della situazione concreta che in quel determinato momento caratterizza la società.

Nell'ambito di questa valutazione, l'organo amministrativo potrà addivenire ad una valutazione che ad esempio possa tenere in maggiore considerazione una determinata posta di bilancio rispetto ad un'altra in ragione del fatto che in quel particolare momento il valore reale della prima è maggiore della seconda.

Potrà non considerarsi nella determinazione del prezzo l'elemento della quotazione, alla luce del fatto che l'andamento dei prezzi in quel particolare momento non è indice veritiero della consistenza patrimoniale della società né delle prospettive future di reddito<sup>250</sup>.

Allo stesso tempo non è precluso all'organo amministrativo di considerare componenti ulteriori<sup>251</sup> rispetto agli elementi patrimoniale e al prezzo di quotazione, che come ricordato rappresentano un vincolo e non un criterio per la determinazione del sovrapprezzo.

Tra le componenti ulteriori che potranno essere considerate dall'organo amministrativo possono in via esemplificativa annoverarsi il concreto vantaggio che la società può trarre in termini reddituali dalla partecipazione di quel determinato soggetto al quale le azioni verranno offerte o dal conferimento di un determinato bene quale ad esempio un'azienda o un ramo d'azienda o un particolare complesso produttivo.<sup>252</sup>

---

<sup>249</sup> P. Marchetti, nt., 198.

<sup>250</sup> Sottolineano come l'elemento dei prezzi di quotazione degli ultimi sei mesi costituisca un parametro ancillare rispetto al patrimonio netto tanto da potersene prescindere completamente, ove lo stesso risulti inidoneo al fine di pervenire ad una concreta valutazione del valore reale della società in ragione delle specifiche circostanze, A. Mignoli, nt. 155, G. Mucciarelli, nt. 248, P. Marchetti, nt. 198. Analoghe considerazioni in relazione alla possibilità di prescindere dall'andamento della quotazione ai fini valutativi, sia pur con riferimento ad altri istituti nei quali viene in considerazione il problema della valutazione delle azioni o dei conferimenti, cfr. M. Ventoruzzo, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. Soc.* 2004, e id. *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso*, Milano, 2006. Nonché con riguardo alla disciplina dei conferimenti in natura con utilizzo del regime semplificato di valutazione cfr. M. Notari, *Il regime alternativo dei conferimenti in natura nelle società per azioni*, in *Riv. Soc.* 2009, 54 ss.

<sup>251</sup> P. Marchetti nt. 198, nonché G. Mucciarelli, nt. 248.

<sup>252</sup> P. Marchetti, nt., 198 secondo il quale l'organo amministrativo può: “*tener conto di altre componenti di apprezzamento del mercato quali le particolari aspettative che determinati sottoscrittori si possono attendere dalla partecipazione.*” nulla vieta di tenere in considerazione al contrario le particolari aspettative che la società potrà attendersi dalla partecipazione di determinati soggetti. Cfr. sul punto G. Mucciarelli, nt., 248, 212 ad avviso del quale: “*più specificatamente, nel caso di conferimenti in natura, è evidente che prima l'identificazione del bene oggetto di apporto, e poi la sua valutazione, scontano la prospettiva dell'utilità del bene stesso per l'attività della società. Anche in questo caso, ragionando diversamente si cadrebbe nella prospettiva di una valutazione a sfondo liquidatorio, e non di un'impresa in funzionamento, le cui sorti sono affidate pur sempre ai meccanismi di decisione maggioritar?*”. Il tema della prospettiva reddituale verrà considerato successivamente rispetto

In ogni caso a prescindere dalle componenti suscettibili di essere considerate ai fini della determinazione del sovrapprezzo non può non considerarsi la rilevanza che assume l'operazione nel caso concreto<sup>253</sup>.

La scelta valutativa dell'organo gestorio deve necessariamente prendere in considerazione, ai fini di una corretta valutazione del sovrapprezzo azionario, sia la situazione in cui versa la società al tempo della deliberazione di aumento sia il beneficio che in concreto il terzo è in grado di procurare alla stessa tenuto conto della situazione sopra ricordata.

La determinazione dei criteri per stabilire il sovrapprezzo, dunque, non può prescindere dalla specificità della fattispecie concreta e pertanto si risolve in un'operazione che tutt'altro può dirsi che matematica posto che il momento valutativo può, a seconda del caso concreto, portare, a parità di valori contabili rilevati in momenti diversi, a risultati anche di molto differenti<sup>254</sup>.

Sul tema della misura del sovrapprezzo si tornerà successivamente, tuttavia giova adesso evidenziare come i criteri valutativi risultanti dalla relazione di cui al co. 5 dell'art. 2441 c.c. sono cosa diversa dal vincolo dato dal patrimonio netto e dalla quotazione, e allo stesso tempo, come sottolineato, dipendono dalle caratteristiche concrete dell'operazione.

Con riferimento alla delega dell'assemblea all'organo amministrativo, dunque, non si può non tenere in considerazione quanto detto e occorre coordinare le suesposte considerazioni con il risultato interpretativo al quale si è giunti con riferimento ai beneficiari dell'aumento delegato.

L'impossibilità logica prima ancora che giuridica, di predeterminare in concreto il beneficiario dell'offerta delle azioni sin dalla fase di conferimento della delega impedisce, a partire da quel momento, di valutare gli effetti favorevoli della futura operazione e che concretamente andranno ad assumere rilevanza decisiva ai fini della determinazione del sovrapprezzo delle azioni.

Se dunque i criteri cui il cda deve indicare nella relazione non possono prescindere dall'individuazione del beneficiario dell'aumento e dalla situazione in cui versa in quel momento la società, e preso atto che al momento dell'attribuzione della delega il beneficiario possa non essere ancora determinato, allora potrebbe ritenersi che il termine criteri utilizzato dall'art. 2443 c.c. non coincida con il termine utilizzato dall'art. 2441 co. 5 c.c. nonostante il richiamo operato dalla prima disposizione in termini di compatibilità alla seconda.

Ed è proprio il rinvio in quanto compatibile all'art. 2441 co. 5 c.c. che potrebbe condurre a ritenere che l'indicazione dei criteri di determinazione del prezzo, proprio in ragione della durata della delega e

---

alla possibilità per l'organo amministrativo di fissare un sovrapprezzo in misura inferiore rispetto al patrimonio netto sociale.

<sup>253</sup> Sottolinea nuovamente quest'aspetto G. Mucciarelli, nt. 248 e implicitamente P. Marchetti, nt. 198.

<sup>254</sup> Si pensi ad esempio all'ipotesi in cui la società emetta a favore del terzo sottoscrittore, azioni di categoria non preesistente, rispetto alle quali manca un parametro di valutazione e occorrerà per determinare il prezzo fare riferimento alla valutazione operata dal mercato, con riferimento al prezzo di quotazione, rispetto ad azioni emesse da altri emittenti con caratteristiche analoga alla società che nel caso specifico ha assunto la deliberazione di aumento. Sul punto P. Marchetti nt. 198.

dell'indeterminatezza del beneficiario, sia elemento non necessario della delega essendo suscettibile di essere rimesso ad una valutazione in concreto da parte dell'organo amministrativo.

Ciononostante non sarebbe corretto arrestarsi qua. Occorre capire se effettivamente la previsione di determinati criteri sia in ogni caso possibile e a quali risultati in concreto potrebbe condurre per i soci e la società nel suo complesso.

Credo che sicuramente non sia opportuno né necessario indicare nella delega un prezzo minimo<sup>255</sup>.

Ciò infatti si risolverebbe in una predeterminazione del tutto irragionevole alla luce non solo del fatto che alla data di conferimento del potere delegato non è individuato un beneficiario, ma anche e semplicemente per il fatto che la durata massima della delega pari a 5 anni, potrebbe condurre ad impedire in concreto il compimento dell'operazione, essendosi inevitabilmente modificate le condizioni patrimoniali e reddituali di partenza alla data della deliberazione consiliare. Ciò soprattutto ove la società sia quotata in un mercato regolamentato. L'alternanza e la volatilità dei valori di quotazione anche da un giorno all'altro, impedirebbe sicuramente di avvalersi dello strumento del capitale autorizzato rendendo necessaria la convocazione dell'assemblea con una conseguente perdita dei benefici in termini di velocità e tempestività<sup>256</sup>.

Con riguardo alla predeterminazione dei criteri cui il cda debba conformarsi in sede di conferimento della delega, al di là delle considerazioni fatte rispetto alla necessità di valutare la situazione concreta nella quale l'aumento viene deliberato, occorre fare una valutazione dei pro e dei contro derivanti da una simile previsione statutaria.

Sicuramente predeterminare dei criteri mobili ridurrebbe il rischio di un utilizzo distorto della delega in termini di costi di agenzia e di abusi nei confronti delle minoranze.

Ciononostante però imporre all'organo amministrativo un vincolo predeterminato rispetto alla fissazione del prezzo potrebbe risultare controproducente per gli stessi soci.

Giova, infatti, ricordare quanto sostenuto da una parte della dottrina<sup>257</sup>, seppur nell'ambito della diversa fattispecie del recesso, riguardo ai criteri statuari di determinazione del valore delle azioni del socio receduto.

L'art. 2437 ter c.c. con riferimento prima alle spa chiuse poi alle spa quotate, prevede che lo statuto possa individuare dei criteri ulteriori a quelli previsti dal co. 1 dello stesso articolo, per la determinazione del valore delle azioni in caso di recesso.

---

<sup>255</sup> Soluzione questa ipotizzata da S. Cerrato, nt. 205.

<sup>256</sup> Cfr. M. Speranzin, *art. 2443, in Commentario romano al nuovo diritto delle società* a cura di F. D'Alessandro, Padova, 2011. Il quale rileva l'incoerenza con la fattispecie dell'aumento delegato, della predeterminazione di un prezzo minimo e suggerisce l'indicazione di criteri mobili cui gli amministratori dovranno adeguarsi al momento di esercizio della delega.

<sup>257</sup> Cfr. M. Ventoruzzo, nt. 250 contra M. Stella Richter, *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. Dir. Comm.* 2004, 389 ss.; G. De Nova, *Il diritto di recesso del socio di società per azioni come opzione di vendita*, in *Riv. Dir. Priv.* 2004, 329 ss.

Si è sostenuto infatti che i criteri cui fa riferimento l'u.c. della norma citata, possano essere previsti solo ove conducano ad un valore superiore rispetto a quello cui condurrebbero i criteri legali e ciò alla luce del divieto previsto dall'art. 2437 u.c. di escludere o rendere più gravoso l'esercizio del diritto di recesso previsto con riguardo alle cause di recesso inderogabili<sup>258</sup>.

A quest'osservazione si è replicato che una valutazione *ex ante* in ordine all'effetto migliorativo o peggiorativo del criterio volontario sarebbe impossibile dal momento che dipenderebbe dalla situazione concreta in cui versa la società al momento di esercizio del diritto di recesso da parte del socio<sup>259</sup>.

Infatti, valorizzare una certa componente patrimoniale, oppure predeterminare una ponderazione *ex ante* tra criteri patrimoniali e criteri reddituali, potrebbe in certe condizioni condurre ad una valutazione maggiore delle azioni e in altre peggiore rispetto a quella cui gli amministratori perverrebbero applicando i criteri di valutazione ordinari.

Traslando questo ragionamento con riferimento ai criteri di determinazione del sopraprezzo nell'ambito dell'aumento delegato di capitale sociale, si potrebbe giungere alla considerazione per cui vincolare l'organo amministrativo a tenere in considerazione determinate poste del patrimonio o imporre un bilanciamento tra un criterio e un altro, potrebbe condurre a risultati invero sfavorevoli per i soci a seconda del momento in cui la deliberazione di aumento possa essere assunta.

Si pensi ad esempio alla determinazione di un criterio che preveda che la fissazione del sopraprezzo debba avvenire tra il più alto valore tra il patrimonio netto e i valori di quotazione dell'ultimo semestre. In questo caso ove il prezzo di borsa fosse eccessivamente alto per ragioni estranee alle prospettive reddituali della società imporre al cda di non scendere al di sotto di quel valore significherebbe vincolare la società ad emettere azioni ad un prezzo *eccessivo* tanto da condurre al rischio del fallimento dell'operazione ove successivamente al momento di valutazione, il prezzo di quotazione delle azioni sia sceso.

Oppure si pensi all'ipotesi in cui si preveda che il consiglio di amministrazione debba considerare nella valutazione delle azioni una certa posta patrimoniale in misura maggiore di un'altra nonostante il fatto che entrambe risultano contabilizzate allo stesso valore.

Una simile scelta contrattuale potrebbe giustificarsi alla luce del fatto che, in quel determinato momento il valore reale di quel cespite è maggiore dell'altro tanto da ritenere ragionevole, in quel particolare frangente, tale previsione.

---

<sup>258</sup> Cfr. gli AA. citati nella nota precedente.

<sup>259</sup> Cfr. M. Ventoruzzo, nt. 250 nonché P. Piscitello, "Valore di disinvestimento" e tutela del recedente nelle società per azioni, in Riv. Soc. 2015, 858 – 859: "In proposito merita in primo luogo di essere rilevato che, in molti casi, non è possibile stabilire a priori se l'applicazione di un determinato criterio conduca ad un risultato favorevole o meno al socio. Ad esempio, se lo statuto prevede che l'importo vada calcolato secondo i valori di bilancio, reintroducendo in via convenzionale il criterio legale originariamente previsto dal codice civile del 1942, nella maggior parte dei casi il recedente riceverà un trattamento economico meno favorevole, ma non può escludersi a priori che, in presenza di particolari circostanze, la valutazione effettuata ai valori di bilancio possa avvantaggiare il socio recedente."

Potrebbe però accadere che al momento in cui l'operazione si rivelasse utile per la società, il valore reale del cespite considerato sia mutato in difetto e ciò condurrebbe all'obbligo per il consiglio di amministrazione di sottovalutare le azioni con evidente pregiudizio per i soci<sup>260</sup>.

È dunque evidente, in base alle suddette considerazioni, che vincolare l'organo amministrativo al rispetto di un certo parametro/criterio, se da un lato ne riduce i margini di discrezionalità, dall'altro non è detto che conduca sempre e comunque a soluzioni ottimali per la compagine sociale stante la variabilità in concreto dei dati di riferimento che presuppongono una valutazione legata necessariamente al criterio del caso per caso.

Alla luce di quanto rilevato, si ritiene che la clausola statutaria attributiva della delega non debba necessariamente predeterminare criteri vincolanti per la determinazione del sovrapprezzo delle azioni.

Riassumendo quanto detto, alla tesi della necessità di una simile previsione contrattuale si oppongono argomentazioni sia di ordine giuridico/economico sia di ordine logico.

Infatti la valutazione delle azioni per la determinazione del sovrapprezzo non può prescindere dalla concreta situazione nella quale versa la società, inoltre può e in certi casi, come si vedrà, deve tenersi in considerazione il beneficio che il terzo può procurare alla società che non permette di predeterminare criteri idonei di valutazione.

La predeterminazione di criteri vincolanti può non essere rispondente alla situazione concretamente esistente al tempo della deliberazione consiliare conducendo a risultati eventualmente non favorevoli.

Tuttavia nulla vieta all'assemblea, sia pur con la consapevolezza che possa condurre a risultati non favorevoli né ai soci né alla società, di prevedere una clausola statutaria di delega che predetermini in via facoltativa criteri vincolanti per l'organo amministrativo<sup>261</sup>.

---

<sup>260</sup> Potrebbe essere interessante verificare la possibilità per l'organo amministrativo di disapplicare la clausola statutaria che si rendesse in concreto, alla luce delle circostanze che di volta in volta si venissero a determinare, non rispondente alla finalità che inizialmente aveva ispirato la sua introduzione (nel caso di specie l'obiettivo di salvaguardare la posizione patrimoniale dei soci di minoranza). Il problema evidentemente esula dalla questione in questa sede affrontata e presuppone l'adesione alla tesi di quella parte della dottrina che applica il criterio della meritevolezza dell'interesse che giustifica determinate scelte contrattuali secondo una logica variabile dipendente dalla situazione concreta, alla luce di un approccio *rebus sic stantibus*. Cfr. la prospettiva aperta da P. Sanfilippo, *Il controllo di meritevolezza sugli statuti di società: per un'applicazione alla funzione amministrativa di S.p.A.*, in *Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, vol. I, 2014, 561 ss.

<sup>261</sup> Dunque si ritiene di condividere la posizione espressa dal Consiglio Notarile di Milano, massima n. 8, nel risultato finale di prevedere quale elemento non necessario della clausola statutaria di delega, l'individuazione dei criteri di determinazione del sovrapprezzo. Non si ritiene invero condivisibile, però, il percorso argomentativo seguito. Infatti: *“La delega può – ma non necessariamente deve – dettare i criteri per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni, fermo restando che il rispetto del sovrapprezzo minimo previsto dall'art. 2441 co. 6 c.c. deve essere verificato in sede di deliberazione consiliare di aumento del capitale sociale, in occasione del quale viene fissato il prezzo di emissione oppure i criteri per la sua determinazione.”* Nella motivazione della massima si dice inoltre che: *“gli amministratori sono in ogni caso tenuti al rispetto del criterio di determinazione del prezzo dettato dall'art. 2441 co. 6 c.c. in base al quale la deliberazione di aumento determina il prezzo di emissione delle azioni in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in borsa, anche dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre. Può pertanto ipotizzarsi che la deliberazione assembleare di delega lasci mano libera agli amministratori nella determinazione del prezzo, da attuare in sede di assunzione della deliberazione di aumento di capitale, fermo restando l'obbligo di uniformarsi al criterio (minimo) dettato dalla norma ora citata”*. Infatti l'argomentazione della massima peccherebbe di imprecisione nella parte in cui definisce il patrimonio netto e l'andamento della

Questa previsione contrattuale potrebbe condurre a risultati favorevoli in termini di contenimento dei costi di agenzia nell'ambito di un contesto societario poco "variabile"<sup>262</sup> oppure nel caso in cui la delega predetermini con sufficiente chiarezza l'operazione che in concreto l'organo amministrativo andrà a deliberare riducendone il periodo massimo di compimento dell'operazione ad un periodo nell'ambito del quale le variazioni patrimoniali possano essere più contenute.

Infatti ove il beneficiario sia individuato o quantomeno ove le linee guida dell'operazione risultino già programmate, potrebbe astrattamente già valutarsi il prezzo di emissione anche se nell'ambito comunque di un *range* di valori, analogamente ai risultati applicativi che la dottrina aveva raggiunto con riferimento alla delegabilità della fissazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ipotesi in cui l'organo deliberante fosse l'assemblea degli azionisti<sup>263</sup>.

In ogni caso, alla luce di tutto quanto finora detto, emerge come la determinazione dei criteri di calcolo del sopraprezzo costituisce competenza esclusiva dell'organo amministrativo non ascrivibile alla competenza assembleare in quanto, come più volte rilevato, implica delle valutazioni tecniche non suscettibili di essere *sterilizzate* in una fase temporale molto lontana rispetto al compimento dell'operazione<sup>264</sup>.

---

quotazione quali criteri minimi di determinazione del prezzo di emissione. Come rilevato nel testo e come autorevolmente sostenuto dalla dottrina, cfr. G. Mucciarelli nt. 248 le indicazioni del co. 6 dell'art. 2441 c.c. non costituiscono dei criteri legali di determinazione quanto piuttosto dei vincoli per l'organo amministrativo. la ragione per cui l'indicazione di criteri ulteriori sarebbe superflua consiste nel fatto che detti criteri cui devono attenersi gli amministratori non possono prescindere dalla fattispecie concreta e dall'individuazione del beneficiario dell'aumento, che al tempo di conferimento della delega costituiscono circostanze invero non conosciute né conoscibili. E quindi in definitiva il dato normativo ove parla di criteri cui gli amministratori devono attenersi non potrebbe riferirsi ai criteri di determinazione del prezzo quanto piuttosto alle ragioni generiche della delega o ai criteri legali di esclusione dell'opzione a seconda del grado di apertura della spa in ragione di una diversa esigenza di efficienza decisionale.

Ciò anche alla luce del fatto che, sebbene i parametri del patrimonio netto e del prezzo semestrale di borsa, pur non costituendo dei criteri, tuttavia permettono di determinare un vincolo sia pure mobile alle discrezionalità dell'organo amministrativo. A soluzioni diverse tuttavia si dovrebbe giungere nell'ambito della disciplina della srl ove l'assenza dei suddetti vincoli minimi giustifica la necessaria predeterminazione di criteri più o meno rigidi volti a tutelare ex ante i soci di minoranza dai possibili abusi degli amministratori. E dunque si ritiene necessario distinguere tra spa chiusa ed srl quanto alla delega con esclusione del diritto di opzione imponendosi un contenuto più dettagliato della clausola attributiva della delega nell'ambito del tipo minore. Sul punto cfr. F. Guerrero, G. A. Rescio, nt. 234.

<sup>262</sup> E quindi nell'ambito di una società non soggetta ad oscillazioni frequenti di valori patrimoniali.

<sup>263</sup> Assimilare la fattispecie dell'aumento delegato attraverso l'esclusione del diritto di opzione con l'ipotesi in cui l'operazione venga deliberata da parte dell'organo assembleare, al fine di giustificare la necessaria individuazione dei criteri nella clausola attributiva della delega, appare una scelta interpretativa erronea perché nel secondo caso i soci sono chiamati a votare su una specifica operazione e quindi l'indicazione di un prezzo o dei criteri costituisce un elemento determinante ai fini della consapevole espressione del diritto di voto. Diversamente ove si ritenesse che l'operazione in caso di delega possa essere meglio decisa in assoluta indipendenza da parte dell'organo gestorio, appare impossibile ravvisare la medesima ratio di cui all'art. 2441 co. 5 c.c. Contra S. Cerrato, nt. 205.

<sup>264</sup> In senso conforme cfr. E. Ginevra, *Prezzo e sopraprezzo negli aumenti di capitale*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie*, a cura di M. Notari, Milano, 2008, 103 – 104. Problema diverso e afferente alla disciplina delle deleghe frazionate, è quello relativo alla possibilità da parte dell'assemblea di deliberare l'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, delegando l'organo amministrativo di fissare il sopraprezzo delle azioni senza la previa fissazione di un criterio aperto. Il problema è di difficile soluzione ma credo che conduca

In definitiva appare preferibile ritenere che il riferimento ai criteri operato nell'art. 2443 c.c. non possa coincidere con quanto previsto dall'art. 2441 co. 6 c.c. dal momento che una simile interpretazione si presterebbe ad una limitazione eccessiva dello strumento dell'aumento delegato.

In altre parole il riferimento ai criteri di cui all'art. 2443 c.c. dovrebbe riferirsi all'individuazione delle macro categorie di interessi che giustificano in astratto l'esclusione o la limitazione del diritto di opzione dei soci. Criteri, come visto, la cui individuazione dovrebbe assumere un grado di dettaglio variabile a seconda del contesto azionario di riferimento.

---

ad una risposta negativa. Infatti i risultati cui si è giunti relativamente all'aumento delegato con esclusione dell'opzione, non sono suscettibili di essere riproposti e ripetuti pari passu rispetto all'ipotesi ordinaria di aumento deliberato dall'assemblea. Come visto, infatti, l'autonomia decisionale dell'organo amministrativo, si spiega in ragione del fatto che l'operazione viene decisa esclusivamente da quest'ultimo in un arco temporale anche di molto distante rispetto a quello dell'attribuzione della delega. Nell'ipotesi diversa in cui sia l'assemblea a deliberare l'aumento, mancano le stesse esigenze legate soprattutto all'intervallo temporale che giustifica la completa traslazione di poteri in capo al cda per quanto attiene alla fissazione del prezzo di emissione. Infatti essendo noto il beneficiario ed essendo comunque limitato il periodo di tempo per il compimento dell'operazione, non si vedono ragioni sufficienti per delegare in toto la determinazione del sopraprezzo azionario in favore dell'organo amministrativo. Inoltre occorre comunque rilevare come, quando la decisione è assunta dall'assemblea, il socio nel manifestare il diritto di voto deve essere reso consapevole del sacrificio economico che potrà subire anche in termini non precisi ma quantomeno nell'ambito di un range di valori che permetta una valutazione quantomeno sul sacrificio massimo. Ed è questa la ragione che giustifica la previsione dell'art. 2441 co. 5 c.c. di stabilire in sede assembleare il prezzo di emissione. È per tutti questi argomenti che si ritiene non delegabile in toto la fissazione del sopraprezzo azioni all'organo amministrativo rispetto ad una deliberazione assunta dall'assemblea nemmeno ove la deliberazione del cda venisse assunta nel rispetto delle regole di forma e sostanza previste dall'art. 2443 c.c. e sia corredata da una relazione dell'organo di controllo o della società di revisione attestanti il requisito di congruità. Infatti ipotizzare una soluzione di questo tipo creerebbe una doppia deliberazione quasi il risultato di una fusione di due volontà di organi diversi entrambe necessarie ma non giustificata dalle concrete esigenze emergenti dalla fattispecie *de qua*. In termini vaghi e dubitativi cfr. Massima n. 101 del Consiglio Notarile di Milano, 25 novembre 2008 secondo cui: “ *nel caso di aumento di capitale con esclusione o non spettanza del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441 co. 4 e 5 c.c. è tuttavia necessario, affinché non si configuri una delega ai sensi dell'art. 2443 c.c. che la deliberazione assembleare di aumento ove non determini il prezzo di emissione in modo puntuale stabilisca un criterio di determinazione del prezzo o quantomeno un limite massimo ...*” Sul problema del tempo relativamente all'aumento del capitale si rinvia a L. Ardizzone, *Il fattore tempo nell'aumento di capitale sociale: limiti alla discrezionalità nella determinazione del termine finale di sottoscrizione*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*, Milano, 2011, 13-23. In generale sul tema delle deleghe frazionate cfr. C. Patriarca, *Brevi considerazioni sull'aumento delegato del capitale sociale*, in *Riv. Dir. Priv.*, 1997, 493 ss. nonché P. Abbadessa, *E' delegabile il termine finale di sottoscrizione nell'aumento di capitale?* In *Giur. comm.* 1984; E. Ginevra, *Sottoscrizione e aumento del capitale sociale nelle s.p.a.*, Milano, 2001 e dopo la riforma cfr. S. Cerrato, nt 205. e M. Speranzin, nt. 256.

#### 4) *La misura minima del sovrapprezzo*

Risolto positivamente l'interrogativo sulla competenza in capo all'organo amministrativo, del potere di determinare il sovrapprezzo azionario nell'ambito della disciplina dell'aumento delegato di capitale sociale, occorre soffermarsi sull'esistenza o meno di un vincolo predeterminato relativamente alla misura dello stesso.

Tradizionalmente si è soliti individuare la funzione del sovrapprezzo in uno strumento di compensazione che impedisce di operare un indebito trasferimento di risorse sociali a favore dei terzi sottoscrittori dell'aumento di capitale sociale<sup>265</sup>.

Ove i termini della questione fossero realmente questi, l'organo amministrativo incontrerebbe un limite fisso ed inderogabile ravvisabile nella consistenza del patrimonio netto sociale. Più precisamente non sarebbe consentito al consiglio di amministrazione in sede di delibera consiliare fissare un prezzo di emissione delle azioni di nuova emissione, in misura inferiore al valore reale del patrimonio netto sociale configurandosi in ogni caso una violazione del diritto del socio al mantenimento della consistenza patrimoniale e del valore intrinseco della sua partecipazione e legittimandosi l'impugnazione della deliberazione consiliare ai sensi dell'art. 2388 co. 4 c.c.<sup>266</sup>

L'adesione a questa tesi postula necessariamente il convincimento della titolarità del patrimonio sociale in capo ai singoli soci pretermettendosi lo schermo della separazione patrimoniale dato dal riconoscimento della personalità giuridica alla società per azioni<sup>267</sup>.

L'adesione ad una visione antropomorfa della società e più in generale della persona giuridica invece porta a ritenere che il patrimonio sociale non sia di diretta titolarità dei soci ma dell'ente nel suo complesso. E dunque già da un primo approccio improntato alla funzione e al ruolo dell'attribuzione della personalità giuridica alla società per azioni, che può iniziare a manifestarsi un primo dubbio relativamente alla disciplina del sovrapprezzo.

Infatti ove si ritenesse che l'unico soggetto titolare delle riserve sociali sia la società nel suo complesso, non si riuscirebbe in alcun modo a giustificare, quantomeno in termini approssimativi, un diritto del socio sulle riserve sociali tale da condurre, con un ragionamento viziato nel suo presupposto di

---

<sup>265</sup> Cfr. G. Mucciarelli – M. S. Spolidoro, nt. 159 i quali ravvisano nel patrimonio netto un limite minimo inderogabile verso il basso. La posizione dei due AA. muove dalle considerazioni di A. Mignoli, nt. 155 secondo cui il patrimonio netto costituirebbe l'elemento principale in relazione al quale parametrare il prezzo di emissione delle azioni in favore dei terzi.

<sup>266</sup> Ritiene che la fissazione del sovrapprezzo in misura inferiore al valore del patrimonio netto conduca sempre e comunque alla violazione del diritto endocorporativo del socio al mantenimento del valore della sua partecipazione tanto da determinare un azzeramento della discrezionalità dell'organo amministrativo tale da condurre alla legittimazione attiva ex art. 2388 co. 4 c.c. in capo alle singole minoranze azionarie V. Pinto, nt. 243, n. 162.

<sup>267</sup> Per una confutazione della funzione della persona giuridica e per il superamento dello schermo sociale cfr. F. D'Alessandro, *Persona giuridica e analisi del linguaggio*, Padova, 1989. Sul punto cfr. F. Galgano, voce "*Persona giuridica*" Digesto disc. Priv. Sez. civ. XIII, Torino, 1995.

partenza, all'idea per cui il sovrapprezzo debba svolgere sempre e comunque una funzione compensativa essendo necessariamente calcolato in base ad un mero calcolo matematico suscettibile di una discrezionalità valutativa limitata solamente nell'utilizzo di paradigmi di valutazione aziendalistici e non influenzabile da altre componenti che siano estranee all'individuazione della reale consistenza patrimoniale dell'ente<sup>268</sup>.

Ma anche a non voler giustificare la tesi della non vincolatività del patrimonio netto, attraverso l'utilizzo dell'argomento della personalità giuridica in termini di antropomorfismo societario, che condurrebbe invero a risultati inappaganti in relazione alla discrezionalità cui l'organo amministrativo godrebbe in relazione alla fissazione del sovrapprezzo giustificandosi discostamenti funzionali al soddisfacimento di interessi alieni rispetto a quelli nascenti dal contratto sociale, soccorre la configurazione pluralista dell'interesse sociale<sup>269</sup> che in ogni caso risulta coerente con la tesi della natura finzionistica della personalità giuridica.

Quest'ultima postula l'esistenza di una pluralità di interessi tutti riconducibili al fenomeno societario collettivo e muove da una considerazione contrattualista compatibile con l'idea di fondo per cui la personalità giuridica sia invero una finzione e dietro la quale si celerebbe un rapporto contrattuale rispetto al quale non si potrebbe postulare l'esistenza di interessi estranei rispetto a quelli caratterizzanti il vincolo dato dall'art. 2247 c.c.<sup>270</sup>

Se dunque il contratto sociale determina il sorgere di una pluralità di interessi tutti comuni ai soci, allo stesso tempo si potrebbe ritenere che tra i medesimi siano ricompresi tanto l'interesse alla massimizzazione del valore azionario inteso sia in termini di incremento di redditività che di incremento del valore aggregato delle azioni<sup>271</sup>, quanto l'interesse al mantenimento della proporzionalità, interesse quest'ultimo che nel corso dell'ultimo decennio ha sicuramente subito un notevole affievolimento tanto da condurre gli interpreti ad una riconsiderazione dello stesso nell'ambito

---

<sup>268</sup> Per una critica rispetto alla funzione compensativa del sovrapprezzo già da prima del codice del 1942, cfr. R. Montessori, *Il diritto di opzione nella emissione di azioni*, Riv. Dir. Comm. 1921, I, 466 – 497. e successivamente, D. Marchetti, *Diritto di opzione e sovrapprezzo delle azioni nel progetto di riforma delle società commerciali*, in *Studi in onore di Andrea Torrente*, II, Milano, 1968, 673 – 684

<sup>269</sup> Per tutti P. G. Jaeger, *L'interesse sociale*, Milano, 1962. Cui aderisce successivamente D. Preite, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, III, Torino, 1993 1 ss. id. *L' "Abuso" della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, 1992.

<sup>270</sup> Chiaramente la Corte di Cassazione ha aderito alla tesi contrattualista nella nota sentenza 11151/1995. Sul punto cfr. *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?* (tavola rotonda su Cass. 26 ottobre 1995 n. 11151 con contributi di P. G. Jaeger, C. Angelici, A. Gambino, R. Costi, F. Corsi) in *Giur. comm.* 1996, II, 334 ss.

<sup>271</sup> Sul punto la dottrina è numerosissima giova sin da ora citare L. Mengoni, *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni in assemblea di società per azioni*, in *Riv. Soc.* 1956, 445 ss. L. Enriques, *Il conflitto di interessi nella società per azioni*, Milano, 2000; A. Vicari, *Gli azionisti nella fusione delle società*, Milano, 2004; D. Preite, nt. 269 nonché *Il conflitto di interessi del socio tra codice e disciplina del mercato mobiliare*, in *Riv. Soc.* 1988, 361 ss.

della disciplina societaria, ma che in ogni caso mantiene una sua rilevanza quantomeno nell'ambito della società per azioni chiusa<sup>272</sup>.

E non sarebbe dunque estraneo alla logica della contrapposizione dei due interessi comuni ritenere che, ove ragioni di massimizzazione del valore azionario conducessero a ritenere necessario offrire le azioni per un valore inferiore al patrimonio netto, la società e per essa i suoi amministratori potrebbero e sarebbero legittimati all'emissione a condizioni diverse da quelle che una meccanica applicazione dei criteri patrimoniali potrebbe condurre. L'emissione dovrebbe pertanto giustificarsi nell'ottica di una compensazione futura e non attuale da valutarsi alla luce dei criteri aziendalistici relativi alla valutazione della capacità di produzione di reddito<sup>273</sup>.

In altre parole, l'emissione azionaria ad un prezzo inferiore rispetto al valore patrimoniale potrebbe giustificarsi ove ad un minor prezzo corrisponda un vantaggio in termini di incremento della redditività legata al particolare bene oggetto di conferimento o al soggetto destinatario delle azioni<sup>274</sup>.

Se sulla base di questi presupposti teorici di fondo è dato rinvenire una giustificazione della possibilità di emissione ad un prezzo inferiore al valore patrimoniale, occorre verificare se da un punto di vista strettamente normativo l'interprete non incontri particolari ostacoli ad aderire alla posizione in questa sede sostenuta.

Partendo dal dato normativo immediatamente rilevante qual è l'art. 2441 co. 5 c.c. quest'ultimo espressamente prevede che il sovrapprezzo debba calcolarsi in base al valore del patrimonio netto e tenendo in considerazione l'andamento dei prezzi di borsa.

---

<sup>272</sup> Il punto verrà affrontato successivamente con riferimento al problema del limite della parità di trattamento nella deliberazione consiliare di aumento del capitale sociale.

<sup>273</sup> In tema di fusione cfr. A. Vicari, nt. 271.

<sup>274</sup> E' a questa considerazione che fanno riferimento sia pur in termini impliciti e indiretti G. Mucciarelli, nt. 146 e G. B. Portale, nt. 154 mentre in termini più chiari D. Preite, nt. 269 e N. Robiglio, nt. 200, 691 nt. 65 in cui espressamente: *“anche l'offerta delle azioni al terzo con un sovrapprezzo inferiore al valore reale, senza che sia compensata da un proporzionale incremento delle prospettive di profitto, comporta che siano sacrificati contemporaneamente sia l'interesse alla quota che l'interesse patrimoniale al valore delle azioni: non si giustifica quindi, in linea di massima, un orientamento eccessivamente liberale in tema di discrezionalità nella fissazione del prezzo di emissione. l'unico caso in cui si potrebbe considerare la legittimità dell'esclusione è quello nel quale il rendimento marginale del conferimento effettuato dai soci sia inferiore a zero, sicchè per loro non risulta conveniente investire ulteriormente nell'impresa, mentre gli apporti effettuati dal terzo conservano una produttività marginale almeno pari a 0 in quanto, oltre al valore corrispondente al conferimento, questi apporta altre utilità: in questo secondo caso il valore delle azioni resta invariato, o almeno non diminuisce. Ciò significa che il finanziamento del terzo ha o deve avere sempre un rendimento marginale superiore a quello in denaro effettuato dai soci: infatti esso vale non solo come strumento di finanziamento ma in quanto consente di conseguire certi risultati ulteriori (l'acquisto di un bene, apprezzabili sinergie o opportunità, ecc.) la sola ipotesi nella quale certamente l'esclusione del diritto di opzione dovrebbe essere considerata legittima è quando la scelta dei soci avviene tra combinazioni di beni sulla stessa curva di indifferenza: quando cioè la perdita subita nella quota di partecipazione viene compensata da un incremento del valore unitario delle azioni.”* Questo ragionamento riveste ancora oggi dopo la riforma una sua rilevanza in tema di esclusione ordinaria del diritto di opzione, ma diversamente da quanto non era previsto prima della riforma, a conclusioni diametralmente opposte si potrebbe giungere rispetto all'ipotesi di esclusione semplificata del diritto di opzione. Infatti se la prospettiva in questa sede esaminata tende ancora a valorizzare il concetto di proporzionalità quantomeno nell'ambito di una spa chiusa non facente ricorso al mercato del capitale di rischio, nell'ambito di una spa quotata il discorso va completamente riformulato posto che la tutela della proporzionalità del socio viene subordinata ad un'esigenza di rapido finanziamento dell'impresa pur tenendo conto dell'interesse al mantenimento del valore della partecipazione azionaria.

Già dalla formulazione letterale della norma non è possibile trarre argomenti né a favore né contro la possibilità di prevedere un prezzo di emissione inferiore al valore patrimoniale.

L'espressione utilizzata dal legislatore potrebbe condurre semplicemente a ritenere che il patrimonio netto sia un parametro sia pur fondamentale sulla base del quale calcolare il sovrapprezzo ma non necessariamente l'unico.

L'andamento delle quotazioni, ad avviso di autorevole dottrina avrebbe potuto svolgere la funzione di correttivo eventuale ma solo verso l'alto e mai verso il basso<sup>275</sup>.

Oggi credo che già dall'esame della normativa in materia di opzione e di esclusione del diritto, sia possibile ritenere che l'andamento del mercato azionario possa condurre ad una rettifica di valori anche verso il basso. Come si vedrà successivamente, l'art. 2441 co. 4 secondo periodo sgancia completamente il prezzo di emissione dal riferimento al patrimonio netto, ritenendo il prezzo di mercato indice sufficiente ed indipendente per la valutazione del prezzo di emissione.

Sebbene la norma risponda ad un interesse diverso<sup>276</sup>, essa costituisce un primo indice normativo dal quale inferire la conclusione per cui il patrimonio netto non costituisca il parametro minimo di valutazione. Ciò sicuramente con riferimento alle società quotate.

Del resto ove il prezzo di mercato sia inferiore al valore patrimoniale delle azioni, se il patrimonio netto costituisca un limite minimo invalicabile, ciò impedirebbe alla società la possibilità di reperire capitale posto che la sottoscrizione non costituirebbe uno strumento d'investimento conveniente rispetto all'acquisto diretto sul mercato.

A sostegno di quanto detto, occorre ricordare anche la disciplina prevista nell'ordinamento tedesco che, similmente a quella italiana sull'esclusione semplificata del diritto di opzione, al par. 186 dell'Akgt legittima la società ad emettere le azioni ad un prezzo che non sia notevolmente inferiore rispetto al prezzo di mercato.

Con ciò giustificandosi emissioni il cui prezzo di emissione sia contenuto entro un delta tra valore reale e valore di mercato limitato generalmente ad una percentuale pari a massimo il 5%.<sup>277</sup>

Giova inoltre ricordare una fondamentale differenza tra il criterio di calcolo del sovrapprezzo in tema di esclusione del diritto di opzione e il criterio previsto per la determinazione del valore delle azioni in sede di recesso.

In quest'ultima area disciplinare, il valore corrisposto al socio deve essere calcolato in proporzione e non in base al valore patrimoniale della società.

---

<sup>275</sup> Cfr. A. Mignoli, nt. 155 nonché G. Mucciarelli – M. S. Spolidoro, nt. 159.

<sup>276</sup> Che costituirà oggetto di esame successivamente. già da ora può rilevarsi che la norma non presuppone un eterotutela dell'ordinamento nei confronti del socio, ma piuttosto un autotutela consistente nella possibilità da parte di quest'ultimo di provvedere al mantenimento della propria posizione patrimoniale e amministrativa attraverso l'acquisto diretto delle azioni sul mercato.

<sup>277</sup> Sul punto sin d'ora A. Abu Awad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, nonché G. Balp – M. Ventoruzzo, *Esclusione del diritto di 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 ss.

Del resto pienamente significativa è stata la riforma dell'art. 2437 ter c.c. in cui si consente allo statuto delle spa quotate di derogare al criterio legale di determinazione del valore delle azioni del socio receduto solo ove il criterio patrimoniale non conduca a risultati peggiorativi (in concreto) rispetto al criterio utilizzato per le spa chiuse.

Con tale disposizione il legislatore ha tenuto in considerazione l'esigenza di evitare una liquidazione del socio pregiudizievole alla luce del criterio legale parametrato alla media dei prezzi di chiusura degli ultimi sei mesi.

L'esigenza avvertita dal legislatore pertanto è quella di liquidare al socio receduto un valore *quanto più corrispondente al valore reale* della partecipazione non essendo in alcun modo giustificata alcuna variazione in diminuzione in forza di alcun tipo di interesse sociale<sup>278</sup>.

La diversità di funzione assolta dai criteri di determinazione del valore delle azioni del socio receduto rispetto al criterio di determinazione del sovrapprezzo previsto dal legislatore dall'art. 2441 co. 6 c.c., si fonda sulla diversa funzione dei due istituti<sup>279</sup>.

Se a seguito dell'esercizio del diritto di recesso il socio vanta un diritto di credito nei confronti della società in quanto ha manifestato l'intenzione di uscire dalla stessa, nell'ambito della disciplina dell'aumento di capitale sociale, il socio invece non nutre nei confronti della società un'aspettativa della medesima intensità.

Egli non può essere considerato creditore rispetto alle riserve accumulate, e pertanto, non sarebbe corretto ritenere che il criterio di valutazione delle azioni del socio receduto possa essere assimilato al criterio di calcolo del sovrapprezzo azionario<sup>280</sup>.

La disciplina dell'aumento di capitale assolverebbe ad una funzione produttiva<sup>281</sup> che giustificerebbe, alla luce dell'intensità dell'interesse sociale inteso quale interesse all'incremento del valore azionario e conseguentemente alla redditività della partecipazione, la fissazione del prezzo di emissione ad un valore anche inferiore rispetto al valore patrimoniale<sup>282</sup>.

Della rilevanza di tale interesse, del resto, costituisce una riprova quanto previsto in materia gruppi di società relativamente all'azione di responsabilità per attività di direzione e coordinamento. L'art. 2497 c.c. attribuisce rilievo, sia pur in negativo, al pregiudizio arrecato alla redditività e al valore della partecipazione sociale da parte della capogruppo nei confronti dei soci della società eterodiretta<sup>283</sup>. Una lettura a contrario della disposizione dovrebbe condurre a ritenere che l'obiettivo della gestione sociale

---

<sup>278</sup> M. Ventoruzzo, nt. 250.

<sup>279</sup> Sul punto G. Mucciarelli, nt. 146

<sup>280</sup> Nuovamente G. Mucciarelli, nt. 146

<sup>281</sup> Cfr. F. Maccabruni, *Step up equity line e disciplina dell'aumento del capitale*, in *Banca Borsa e tit. cred.* 2005, I, 345 ss.

<sup>282</sup> Cfr. G. B. Portale, nt. 154 e in senso analogo anche G. M. Rivolta, nt. 173

<sup>283</sup> Sul punto si rinvia alle ampie considerazioni di R. Sacchi, *Sulla responsabilità da direzione e coordinamento nella riforma delle società di capitali*, in *Giur. Comm.* I, 2003, 665 ss.

nel gruppo ma anche nell'ambito di una società monade sia quello di incrementare il valore della partecipazione e la redditività aziendale.

Infine giova ricordare i risultati ai quali è giunta la dottrina nell'ambito di una materia analoga in tema di fusione e determinazione del rapporto di cambio.

La determinazione del sovrapprezzo, infatti, analogamente alla fattispecie della determinazione del rapporto di cambio, costituisce il risultato di una negoziazione tra i consigli di amministrazione<sup>284</sup> delle società coinvolte nell'operazione, (conferente e conferitaria), che si risolve in una *“trattativa che considera svariati fattori, quali le prospettive industriali delle due imprese, la collocazione sui rispettivi mercati delle merci, la rispettiva situazione finanziaria e di liquidità, tutti fattori non immediatamente quantificabili e frutto, in definitiva, di valutazioni contingenti e di rapporti di forza”*.<sup>285</sup>

Nella fissazione del rapporto di cambio è stato sostenuto che l'organo amministrativo possa predeterminare il concambio tenendo in considerazione non solo la consistenza patrimoniale della società incorporante ma anche l'interesse complessivo alla massimizzazione del valore azionario.

In altre parole sarebbe giustificata la fissazione di un rapporto di cambio quanto più basso quanto maggiore è l'incremento di produttività che si riflette sulla massimizzazione del valore aggregato delle azioni<sup>286</sup>.

Non sussisterebbero limiti minimi dovendosi tenere in considerazione i risultati complessivi derivanti dall'aggregazione dei due complessi produttivi.

Il parallelo con la disciplina dell'aumento di capitale risulta quantomai evidente e conseguentemente permette di giungere alle medesime conclusioni cui si è giunti in tema di fusione avuto riguardo alla misura del sovrapprezzo azionario minimo richiedibile.

In questo modo l'operazione per il socio solo apparentemente condurrebbe ad un decremento del valore assoluto della partecipazione poiché quest'ultimo verrebbe posto in una condizione d'indifferenza dal momento che l'apparente trasferimento di risorse in favore del sottoscrittore verrebbe compensato dalla maggiore capacità di reddito dell'impresa causata dall'ingresso del terzo o dal particolare conferimento effettuato.

---

<sup>284</sup> Cfr. F. M. Mucciarelli, *Interesse sociale ed esclusione del diritto di opzione: spunti di riflessione sulla logica di argomentazione del giudice*, in *Giur. comm.* 2002, 455 ss.

<sup>285</sup> Nuovamente F. M. Mucciarelli, nt. 284, 455 ss.

<sup>286</sup> Cfr. A. Vicari, nt. 271. L'A. parte dalla considerazione per cui i due interessi contrapposti sarebbero da un lato quello alla massimizzazione del valore azionario dall'altro quello del socio al mantenimento del valore della quota proporzionale, *“Di conseguenza, la determinazione di un rapporto di cambio (comunque congruo), negoziale minimo dovrebbe potersi ritenere legittima a condizione che la fusione sia idonea a garantire un ritorno per la società che lo concede, in termini di maggiori utili o flussi futuri, e dunque di incremento del valore delle azioni, marginalmente superiore alla diminuzione della quota proporzionale di redditività provocata dalla fissazione del concambio minimo”*. Del resto è evidente come ad un simile risultato sia possibile giungere solo ove non sia comunque ottenibile a seguito della negoziazione un risultato in termini di predeterminazione del rapporto di cambio comunque migliore. In altre parole la fissazione di un concambio minimo è legittimo ma presuppone comunque lo sforzo da parte dell'organo amministrativo consistente nell'aver tentato di spuntare il rapporto di cambio quanto più elevato possibile.

Da una maggiore capacità di reddito si determinerebbe un incremento del valore aggregato della partecipazione facilitandone il disinvestimento sul mercato e realizzandosi l'interesse tipico del socio specie nel contesto della società quotata.<sup>287</sup>

Ciò permetterebbe di discostarsi quantomeno in misura contenuta dai vincoli dati dall'art. 2441 co. 6 c.c. che assumerebbero la funzione di limiti mobili alle scelte dell'organo gestorio.

In conclusione, non si potrebbe ritenere che esista un sopraprezzo giusto ma tutt'al più si potrebbe dire che esistano corretti metodi di valutazione dello stesso<sup>288</sup>. La tutela del socio dovrebbe pertanto passare da un'esatta valutazione dei due interessi contrapposti, soggetta inevitabilmente alla discrezionalità tecnica dell'organo amministrativo, ed essere giustificata alla luce dei vantaggi complessivi derivanti dall'operazione. Ove gli amministratori non rispondessero al dovere di corretta gestione in relazione alla valutazione e al contemperamento degli opposti interessi in termini di bilanciamento tra l'interesse individuale e interesse collettivo, al socio non rimarrebbero che rimedi di natura impugnatoria (cfr. art. 2388 co. 4 c.c.) e risarcitoria (art. 2395 c.c. responsabilità per danno diretto da sovrapprezzo incongruo) nei limiti di cui all'art. 2379 ter c.c.<sup>289</sup>

---

<sup>287</sup> Sul punto cfr. P. G. Jaeger, *L'interesse sociale rivisitato quarant'anni dopo*, in *Giur. comm.* 2000.

<sup>288</sup> In termini generalissimi cfr. N. Irti, *Persona e mercato*, in *Riv. Dir. Civ.* 1995, I, 292.

<sup>289</sup> Ove pertanto si verifichi che il sovrapprezzo sia fissato in misura incongrua, la tutela del socio si sposta sul piano reale ex art. 2388 co. 4 c.c. e risarcitorio. Cfr. V. Pinto, nt. 243, il quale contrariamente a quanto in queste sede sostenuto ritiene che l'organo amministrativo incontri un limite fisso alla determinazione del sovrapprezzo azionario dato dal valore del patrimonio netto reale sulla sia della posizione espressa da G. Mucciarelli, M. S. Spolidoro, nt. 159 ed è per tale motivo che, coerentemente con quanto sostenuto, ritiene esservi un azzeramento della discrezionalità tanto da configurarsi un diritto endocorporativo del socio suscettibile di condurre all'attivazione della tutela demolitoria. L'A. da ultimo citato nega altresì ogni rilevanza alla diminuzione della redditività aziendale ai fini dell'applicazione della disposizione sul conflitto d'interesse nonché rispetto alla possibilità per i soci di agire nei confronti degli amministratori ex art. 2393 bis c.c. in contrapposizione all'ipotesi di danno diretto. Sul punto cfr. V. Pinto, nt. 243. Ove invece si aderisse alla tesi in questa sede sostenuta, l'attivazione del rimedio reale dipenderebbe da una condotta abusiva dell'organo amministrativo non suscettibile di essere ricompresa entro confini predeterminati dal legislatore. Per quanto attiene alla tutela risarcitoria la determinazione di un sovrapprezzo incongruo dovrebbe costituire un danno diretto attivabile individualmente dal socio danneggiato ai sensi dell'art. 2395 c.c. Il danno consisterebbe nella diminuzione ingiustificata del valore della partecipazione subito per effetto del trasferimento indebito di ricchezza in favore del terzo ad opera dell'organo amministrativo. Nel caso di specie la società non può ritenersi danneggiata in quanto la lesione colpisce il patrimonio del socio senza passare per un danno patrimoniale né reddituale dell'ente. In questo caso l'attribuzione del risarcimento non comporta un ingiustificato aggiramento delle regole sulla distribuzione del capitale tanto da giustificare la c.d. canalizzazione del danno nei confronti della società. A ragionare diversamente e quindi ritenendosi che si tratti di danno riflesso l'azione collettiva nei confronti degli amministratori condurrebbe al risultato paradossale per cui il risarcimento del danno, confluendo nelle casse sociali, andrebbe indirettamente a beneficio del terzo sottoscrittore che aveva già preventivamente beneficiato della sottoscrizione ad un prezzo incongruo. La responsabilità colpirebbe anche l'organo di controllo ed eventualmente il terzo a titolo di induzione all'inadempimento ove si configurasse la responsabilità per danno diretto come contrattuale, o a titolo di cooperazione nell'illecito ove si configurasse come extracontrattuale (tesi quest'ultima ritenuta prevalente in dottrina). Il tema ricorda molto da vicino l'analoga fattispecie della fusione tra società. L'integrazione tra due complessi produttivi potrebbe avvenire, sia pur con *technicalities* diverse, anche nell'ambito di un aumento di capitale sociale ove sia attuato con conferimento in natura (specie nell'ipotesi di conferimento d'azienda o di ramo d'azienda). Ove invece avvenga a pagamento la vicenda circolatoria, che nella fusione è assimilabile ad una permuta, nell'aumento risulta caratterizzata da uno schema vicino alla vendita. In ogni caso si assiste ad uno scambio di azioni a fronte di una diversa prestazione data dal denaro o da beni, rispetto alla quale

Preso atto della possibilità di determinare un sovrapprezzo di importo minore rispetto al valore patrimoniale ove esigenze di massimizzazione del valore dell'investimento lo ritenessero opportuno, occorre affrontare il diverso problema relativo all'individuazione delle circostanze in cui l'organo amministrativo debba cercare di spuntare il sovrapprezzo massimo possibile.

Come ricordato, l'ordinamento italiano diversamente da altri ordinamenti tra cui quello tedesco, non impone un limite massimo all'emissione azionaria in esercizio del potere delegato.

Ne consegue, in astratto la legittimità di collocamenti privati per un ammontare consistente tanto da attribuire al terzo entrante una quota partecipativa rilevante.

---

è necessaria un'attività valutativa del patrimonio in relazione al beneficio arrecato alla compagine sociale nel suo complesso. L'aspetto dell'incremento di produttività è maggiormente evidente nell'ambito della fusione posto che è facile intuire la sinergia produttiva derivante dall'integrazione dei complessi produttivi, ciononostante non si ravvisano ostacoli ad immaginarla anche rispetto all'ipotesi di aumento di capitale ove l'interesse sociale lo esige o per conferimento di beni in natura. Ebbene così come il rapporto di cambio individua una relazione tra l'interesse conservativo del socio e la stima dei patrimoni delle due società oggetto di integrazione, l'erronea valutazione del complesso aziendale che comporta una perdita di valore e di peso amministrativo non può che essere per le stesse ragioni sopradette, ascritta alla dimensione della lesione alla sfera giuridica individuale del singolo socio e riconducibile pertanto all'alveo dell'art. 2395 c.c. sul punto per tutti M. Maugeri, *Il danno da concambio "incongruo"*, in *Giur. Comm.* 2015, 308 ss. in senso conforme sempre relativamente al danno da concambio incongruo A. Genovese, *La responsabilità per danno nella fusione di società*, in *Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, III, Torino, 2015, 1375 ss. diversamente, ove invece l'aumento del capitale con esclusione del diritto di opzione, (ma anche in opzione), conduca ad un decremento della redditività del patrimonio preesistente (si pensi ad esempio ad un conferimento in natura improduttivo, o un conferimento in denaro da parte di un terzo realizzato in una fattispecie di saturazione della capacità produttiva della società tanto da determinare un decremento della stessa), non si ravviserà un danno diretto in capo alla sfera giuridica personale del socio (il patrimonio di quest'ultimo non viene direttamente toccato), piuttosto ci sarà un danno alla capacità dell'impresa di produrre reddito e conseguentemente si potrà ravvisare un danno potenziale tanto da condurre evidentemente all'applicazione dell'art. 2391 c.c. ove, come nel caso di specie, la delibera sia assunta dall'organo amministrativo. sul punto cfr. L. Enriques, nt. 271 A. Vicari, nt. 271, L. Mengoni, nt. 271, e la responsabilità dell'organo amministrativo sarà ascrivibile all'art. 2393 e 2393 bis c.c. suscettibile di essere invocata o dalla maggioranza o da una minoranza qualificata. Con riferimento al danno alla redditività derivante dalla fusione cfr. A. Vicari, nt. 271, e A. Genovese, in questa nota, 1375 ss. ove si riferisce al danno da fusione "*predatoria*".

Nell'ambito dell'aumento di capitale sostenere però che la misura del sovrapprezzo dipenda dall'intensità dell'interesse sociale inteso in termini di produttività marginale, non indicando nel patrimonio netto il limite minimo, comporta un incremento dei margini di discrezionalità che rende più difficile l'accertamento dell'abuso. Ciononostante, ove si riesca a dimostrare l'irragionevolezza del risultato, indipendentemente dalla naturale discrezionalità valutativa operata da parte dell'organo amministrativo, la tutela risulterà congrua rispetto al risultato prefissato. Rispetto dunque al danno diretto da sovrapprezzo incongruo, il socio potrà, come ricordato, agire nei confronti direttamente degli amministratori che si sono resi responsabili e dei sindaci o della società di revisione, oppure nei confronti della società la quale risponderà del danno in forza del rapporto organico che lega l'organo amministrativo alla stessa e poi quest'ultima potrebbe agire in rivalsa ex art. 2049 c.c. nei confronti dell'organo amministrativo. Concretamente il socio avrà maggiore interesse ad agire verso la società ove abbia ragione di temere l'incapienza del patrimonio dell'amministratore. Ciononostante è evidente che l'azione nei confronti della società porterà ad un risultato parzialmente inefficiente posto che il socio agente a seguito della liquidazione del risarcimento, subirà pro quota un danno derivante dall'esborso proveniente direttamente dalla società e quindi in parte il danno verrà autoliquidato. Il ripristino della posizione economica dipenderà dall'azione di rivalsa della società verso gli amministratori. Discorso diverso è quello in base al quale la tutela del socio verso l'organo amministrativo abbia natura risarcitoria o indennitaria. Senza soffermarsi sul punto che non costituisce oggetto della presente trattazione, si rinvia ai contributi più recenti, e in particolare con riferimento all'aumento di capitale P. Beltrami, *L'invalidità delle deliberazioni assembleari ex art. 2379 ter*, in *Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, III, Torino, 2014. e A. Genovese, in questa nota quest'ultima con riferimento al danno da fusione.

In certe circostanze si potrebbe ritenere che gli amministratori abbiano il dovere di imporre un sovrapprezzo che tenga in considerazione anche il premio derivante dall'attribuzione di una percentuale azionaria consistente.

Ove pertanto l'assegnazione di un notevole numero di azioni permetta al terzo di esercitare un peso rilevante dal punto di vista amministrativo, si potrebbe ritenere che vi sia la necessità di tenere in considerazione nella valutazione del sovrapprezzo anche tale circostanza ove però ciò non possa essere controbilanciato dal particolare vantaggio che la società possa ricevere dal nuovo socio in ragione della particolare produttività del suo conferimento o della particolare situazione in cui versa la società.

Inoltre, non potrebbe escludersi che l'organo amministrativo in esercizio del potere delegato possa, conformemente ai criteri individuati dalla delega e all'ammontare massimo consentito, attribuire al socio entrante anche il controllo della società<sup>290</sup>.

In questi casi gli amministratori, anche in ragione dell'interesse dei soci di minoranza, avrebbero l'obbligo di conseguire le migliori condizioni possibili, in termini di sovrapprezzo, tanto da ritenersi che, anche nell'ambito della disciplina dell'aumento di capitale, possa parlarsi di un *premio del controllo*.<sup>291</sup>

---

<sup>291</sup> Sul punto cfr. M. Stella Richter Jr. *Trasferimento del controllo e rapporti tra soci*, Milano, 1996.

##### *5) Momento esecutivo della deliberazione consiliare e scansione del procedimento*

Ove si ritenesse di condividere i risultati finora raggiunti, si evince come il contenuto minimo della clausola statutaria attributiva del potere delegato si riduce nell'ambito della spa chiusa, all'indicazione dell'ammontare massimo del capitale autorizzato, alla durata nonché all'indicazione astratta delle categorie di soggetti beneficiari o dei beni oggetto di conferimento non essendo comunque possibile ritenere ricompreso nell'ambito dei criteri cui fa riferimento l'art. 2443 c.c. l'indicazione dei criteri di determinazione del prezzo. Diversamente nell'ambito di una spa quotata, invece, l'indicazione dei criteri potrebbe risolversi semplicemente nell'indicazione dei criteri legali di esclusione del diritto di opzione senza la necessità di individuare concretamente le categorie astratte dei beneficiari e degli interessi ritenuti rilevanti.

L'indicazione degli elementi minimi della clausola statutaria permette di interpretare il rinvio operato dall'art. 2443 c.c. in termini di compatibilità con l'art. 2441 co. 6 c.c.

Ricordando brevemente il procedimento descritto dalla norma sopra richiamata, l'organo amministrativo ha l'obbligo di predisporre una relazione che giustifichi le ragioni dell'esclusione dell'opzione e i criteri adottati ai fini della determinazione del prezzo di emissione e di comunicarla all'organo di controllo il quale entro 15 giorni dalla data prevista per la convocazione deve rendere un parere sulla congruità del prezzo di emissione.

Le suddette documentazioni devono rimanere depositate nei 15 giorni antecedenti l'assemblea al fine di permettere ai soci una valutazione ponderata dei termini economici dell'operazione in maniera funzionale all'espressione consapevole del voto in assemblea.

Nel caso dell'aumento delegato, a seconda del contenuto della clausola statutaria attributiva della delega, varierà la documentazione e lo scandirsi dei passaggi procedurali.

Partendo dall'ipotesi in cui la clausola statutaria contenga esclusivamente gli elementi minimali sopra indicati, è evidente come il coordinamento tra la fase procedimentale descritta dall'art. 2441 co. 6 c.c. e il momento assembleare attributivo della delega risulta impraticabile.

La mancata individuazione del beneficiario delle azioni o dell'oggetto del conferimento, impediscono sia di motivare l'attribuzione del potere delegato sia di predeterminare un prezzo (o come visto giustificati criteri di determinazione dello stesso). Ove si trattasse di una delega per un aumento di capitale con conferimento in natura è evidente come la perizia non possa essere predisposta in una fase temporale in cui il bene non è stato nemmeno individuato.

Ne consegue che il rispetto del procedimento descritto dalla disciplina generale non può che essere spostato nella fase attuativa della delega<sup>292</sup>, e quindi rispetto al concreto esercizio del potere delegato consistente nella deliberazione consiliare di aumento del capitale sociale.

Non è dato condividere pertanto la posizione assunta da una parte della dottrina e una parte degli orientamenti notarili in materia rispetto all'interpretazione dell'art. 2443 c.c. in tema di rinvio di compatibilità con il 2441 co. 6 c.c.

Secondo una parte degli interpreti e della prassi notarile, infatti, la documentazione prevista dalla disposizione da ultimo richiamata andrebbe suddivisa nei due momenti rilevanti della fattispecie dell'aumento delegato.

La relazione dell'organo amministrativo sulle ragioni giustificative dell'esclusione, andrebbe predisposta al momento di conferimento della delega e quindi al momento dell'introduzione della clausola statutaria, mentre la relazione dell'organo di controllo sulla congruità del prezzo di emissione nella fase antecedente rispetto alla delibera consiliare di aumento del capitale.

Ad avviso di chi scrive, la suddivisione del procedimento in due momenti non terrebbe conto della funzione e del contenuto della relazione dell'organo amministrativo prevista dall'art. 2441 co. 6 c.c.

Infatti ove la delibera fosse assunta dall'assemblea, la relazione presentata dal cda assume la funzione fondamentale di giustificare le ragioni che *in concreto* e rispetto a quel particolare interesse giustificano l'esclusione del diritto di opzione e la predisposizione di quei particolari criteri ai fini della determinazione del prezzo.

Nelle pagine precedenti si è insistito su quanto rilevi la valutazione specifica rispetto alla situazione che concretamente assume rilevanza ai fini del compimento dell'operazione.

Del resto è proprio il contenuto dell'informazione resa dall'organo amministrativo che permette ai soci non solo di esprimere un voto consapevole ma anche eventualmente di procedere all'impugnazione

---

<sup>292</sup> M. Speranzin, *sub. art. 2443*, in *La società per azioni*, a cura di P. Abbadessa e G. B. Portale, 2016, 2679 – 2680. Già precedentemente cfr. M. Speranzin, *sub. art. 2443*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, a cura di F. D'Alessandro, Piccin, 2011, 883 ss.; H. Hirte, nt. 218; C. A. Busi, *Aumento di capitale sociale nella spa e nella srl*, Milano, 2010 453 ss. sul punto si rinvia all'evoluzione giurisprudenziale dell'ordinamento tedesco e alla nota sentenza del BGH del caso Siemens/Nold resa nel 1997. L'equilibrio raggiunto dalla pronuncia tuttavia è stato drammaticamente spezzato da un'altra sentenza del BGH, Magusta Commerzbank secondo cui la relazione informativa sulle ragioni di esclusione del diritto di opzione non dovrebbe necessariamente essere resa prima della deliberazione del Vorstand ma successivamente in modo tale da agevolare il compimento dell'operazione ed evitare un rallentamento assunto come incompatibile con la funzione del capitale autorizzato. Ad avviso dei giudici tedeschi, infatti, l'informazione avrebbe dovuto essere resa solo successivamente alla prima assemblea utile. Con ciò impedendosi in concreto il sindacato da parte dei soci sul contenuto della deliberazione esponendo le minoranze azionarie ad un vuoto di tutela. L'adesione alla tesi sostenuta dai giudici tedeschi del 2005, comporterebbe specie nell'ambito delle società quotate, ad un vuoto di tutela insopportabile alla luce del regime di impugnabilità delle delibere di aumento di capitale previsto dall'art. 2379 ter c.c. Con toni preoccupati rispetto alla tendenza giurisprudenziale tedesca cfr. H. Hirte, nt. 218 favorevole alla necessità del deposito preventivo ai fini di una ponderazione della scelta di impugnare la deliberazione cfr. V. Pinto, nt. 243.

della deliberazione ove manifesti i vizi tipici della deliberazione assembleare caratterizzanti l'esclusione del diritto di opzione ed ascrivibili all'abuso di potere della maggioranza o al conflitto d'interesse<sup>293</sup>.

E dunque se il contenuto della relazione del cda deve assolvere alle predette funzioni e se allo stesso tempo non può non darsi rilievo alla circostanza specifica che concretamente viene assunta a giustificazione del compimento dell'operazione, non risulta condivisibile prevedere che la stessa relazione debba essere resa solamente al momento di attribuzione della delega<sup>294</sup>.

Come evidenziato precedentemente, varie ragioni inducono a ritenere che la clausola statutaria attributiva del potere delegato non debba individuare in concreto i beneficiari dell'operazione. Conseguentemente la predisposizione di un'unica relazione al momento dell'attribuzione della delega non potrebbe essere idonea a svolgere la funzione ponderativa di controllo ex ante ed ex post che tipicamente assolve la documentazione prevista dall'art. 2441 co. 6 c.c.<sup>295</sup>.

Il documento, nell'ambito di una società chiusa ove l'indicazione dei criteri si risolverebbe nell'indicazione di macrocategorie di beneficiari, non potrà che avere un contenuto più ristretto necessariamente riassuntivo che permette solamente di giustificare in astratto la scelta di attribuire tali poteri all'organo delegato<sup>296</sup>. Diversamente nell'ambito di una società aperta, la possibilità di rinviare ai criteri legali, potrebbe addirittura rendere superflua a partire da quel momento, la predisposizione della relazione posto che l'ampia discrezionalità riconosciuta all'organo amministrativo impedisce di svolgere ogni tipo di valutazione.

Sicuramente la relazione dell'organo amministrativo non potrà indicare le ragioni che in concreto giustificano l'esclusione del diritto di opzione né indicare i criteri utilizzati per la determinazione del prezzo.

Preso atto dell'importanza della documentazione prevista dall'art. 2441 co. 6 c.c. ai fini non solo della valida e consapevole manifestazione del diritto di voto ma anche ai fini dell'impugnazione della deliberazione consiliare, non è possibile condividere la posizione di chi ritiene soddisfatto il requisito di compatibilità con l'art. 2441 co. 6 c.c. dalla sola predisposizione di una relazione generica prevista al momento attributivo del potere delegato<sup>297</sup>.

Occorrerà necessariamente predisporre nella fase successiva di esercizio della delega una relazione che in concreto giustifichi le ragioni dell'esclusione del diritto di opzione e i criteri utilizzati ai fini della determinazione del prezzo di emissione.

---

<sup>293</sup> Sulla funzione dell'informazione societaria in termini generali cfr. D. Latella, *Informazione societaria e tutela delle minoranze nelle società quotate*, in *Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, III, Torino, 2014.

<sup>294</sup> Sul punto vedi le osservazioni avanzate dalla Massima n. 8 del Consiglio Notarile di Milano, nonché da S. Cerrato, nt. 205.

<sup>295</sup> Sul punto M. Speranzin, 292.

<sup>296</sup> M. Speranzin, nt. 292.

<sup>297</sup> Nuovamente Massima n. 8 Consiglio notarile di Milano.

Inoltre tale documentazione dovrà essere inviata all'organo di controllo o alla società di revisione al fine di permettere la predisposizione della relazione sulla congruità del prezzo di emissione stabilito dall'organo amministrativo.

La predisposizione di un'unica relazione dal contenuto inevitabilmente generico al momento dell'attribuzione del potere delegato non risulta conforme con la *ratio* della disposizione principale non permettendo di ritenere integrata la funzione informativa e al contempo necessaria ai fini di un sindacato *ex post* della decisione concreta.

Allo stesso tempo non è giustificata la posizione manifestata da un orientamento notarile secondo cui sarebbe necessario la duplicazione della documentazione prevista dall'art. 2441 co. 6 c.c. sia alla fase di conferimento della delega sia alla fase di esercizio del potere delegato<sup>298</sup>.

La tesi della duplicazione presuppone che la clausola statutaria attributiva della delega debba necessariamente indicare elementi che, alla luce delle considerazioni sopra riportate, potrebbe invero essere ritenuti superflui.

Ove si aderisse alle osservazioni sopra riportate inerenti al contenuto minimo della clausola statutaria ne discenderebbe inevitabilmente il respingimento della necessità di una duplicazione delle relazioni tanto alla fase iniziale quanto alla fase esecutiva.

E dunque in conclusione l'interpretazione corretta dell'art. 2443 c.c. dovrebbe condurre a ritenere che gli oneri informativi previsti dall'art. 2441 co. 6 c.c. debbano essere predisposti solo e unicamente al momento in cui si concretizzano tutti gli elementi caratteristici dell'operazione consistenti nell'individuazione del beneficiario, nella determinazione dei criteri per la fissazione del prezzo e infine nella determinazione, appunto, del prezzo di emissione.

Occorre tuttavia soffermarsi su un ulteriore aspetto del fenomeno in questa sede considerato e consistente nella necessità o meno da parte dell'organo amministrativo dell'onere di procedere al deposito della documentazione nel termine previsto dall'art. 2441 c.c. presso la sede sociale<sup>299</sup>.

In dottrina si è sostenuto che la documentazione di cui alla norma precedente assolva la funzione di garantire una consapevole manifestazione del diritto di voto in sede assembleare<sup>300</sup>.

Ne consegue, a dire di questi autori che, venendo meno il momento deliberativo rispetto all'assunzione della decisione concreta, il deposito e il termine previsto per lo stesso non troverebbero una giustificazione razionale<sup>301</sup>.

---

<sup>298</sup> Cfr. Massima Consiglio Notarile delle tre Venezie, HG29.

<sup>299</sup> Sul punto nuovamente V. Pinto, nt. 243.

<sup>300</sup> Per tutti G. Giannelli nt. 209 F. Guerrera nt. 230.

<sup>301</sup> Cfr. P. Marchetti, *Gli aumenti di capitale*, in AA. VV. *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2003, 267 ss. nonché G. Balp – M. Ventoruzzo, nt. 277.

Il trasferimento dalla fase assembleare ad un contesto per definizione non partecipativo qual è quello consiliare renderebbe superfluo il preventivo deposito che potrebbe essere surrogato dalla previsione nella clausola statutaria dei criteri nonché dall'allegazione al verbale notarile della deliberazione consiliare suscettibile di pubblicità attraverso la necessaria iscrizione al registro imprese<sup>302</sup>.

Riprendendo le considerazioni sopra sviluppate, la previsione di criteri più o meno astratti, a seconda che la società sia chiusa o aperta, individuati nella clausola statutaria attributiva del potere delegato non costituisce un argomento sufficiente per sostenere l'insussistenza dell'obbligo di deposito preventivo della documentazione presso la sede sociale di cui all'art. 2441 co. 6 c.c.

Infatti la limitazione più o meno stringente della discrezionalità dell'organo delegato pur costituendo elemento caratteristico della fattispecie in esame non permette di per sé di surrogare la funzione di tutela data dall'informazione preventiva.

Indipendentemente dal grado di dettaglio della delega, l'organo amministrativo potrebbe pur sempre deliberare in violazione dei parametri normativi e statutari dettati per la legittimità dell'operazione determinando una lesione dei diritti dei soci. Questi ultimi, in assenza di un deposito preventivo, sarebbero sprovvisti della possibilità di reagire prontamente rispetto al vizio deliberativo.

Se dunque l'argomento esposto dalla citata dottrina non appare sufficiente per escludere l'obbligo del preventivo deposito, occorre chiarire la funzione delle documentazioni indicate dalla disposizione da ultimo citata.

Come rilevato inizialmente, il preventivo deposito della relazione dell'organo amministrativo e della relazione dell'organo di controllo o della società di revisione permettono, nell'ipotesi di aumento di capitale deliberato dall'assemblea, non solo una manifestazione consapevole del voto da parte di tutti i soci, ma anche la possibilità di operare un sindacato *ex post* della deliberazione<sup>303</sup>.

In altre parole il lasso di tempo considerato dalla disciplina ordinaria permette ai soci non solo di ponderare l'esercizio del diritto di voto ma anche l'esercizio delle tutele impugnatorie e risarcitorie rispetto all'operato dell'organo assembleare.

Lo spostamento dell'operazione alla competenza sia pur delegata dell'organo amministrativo conduce a ritenere che, se da un lato la maggiore autonomia decisionale del cda si giustifica per le ragioni sopra spiegate, dall'altro occorre tenere in considerazione che ad una maggiore discrezionalità corrisponde inevitabilmente una maggiore possibilità di abuso nei confronti delle minoranze.

Inoltre il decentramento decisionale che tipicamente caratterizza le decisioni consiliari all'interno della società per azioni, se da un lato viene incontro alle esigenze più volte evidenziate, dall'altro necessita di interpretazioni del dato normativo volte ad incrementare i contropoteri di cui la minoranza può disporre alla stregua di un meccanismo di *check and balances* volto a garantire l'esistenza di una serie di

---

<sup>302</sup> Cfr. G. Giannelli, nt. 209

<sup>303</sup> In termini analoghi cfr. V. Pinto, nt. 243, 248-249.

controlli reciproci funzionali ad una migliore distribuzione delle competenze tra organi anche e soprattutto rispetto a materie di competenza delegata<sup>304</sup>.

E ciò anche e soprattutto alla luce della nuova disciplina in materia di impugnazione delle delibere di aumento di capitale che all'art. 2379 *ter* c.c. prevede una riduzione dei tempi previsti per l'ottenimento della tutela reale specie nell'ambito delle società quotate in mercati regolamentati<sup>305</sup>.

La disposizione da ultimo richiamata trova applicazione non soltanto rispetto alle delibere assembleari ma anche rispetto alle delibere consiliari ove la competenza assembleare venga delegata all'organo amministrativo<sup>306</sup>.

Occorre quindi capire se il deposito preventivo della documentazione costituisca un passaggio necessario o meno al fine di dare un'adeguata tutela alle minoranze azionarie esposte ad eventuali abusi deliberativi dell'organo di gestione.

È sicuramente vero che la tutela reale e risarcitoria potrebbe essere attivata indipendentemente dall'informazione preventiva dal momento che l'informazione dei soci potrebbe essere assicurata dalla semplice pubblicità della deliberazione presso il Registro delle Imprese con tutta la documentazione allegata<sup>307</sup>.

Tuttavia l'aumento del capitale potrebbe essere eseguito contestualmente alla deliberazione, impedendo così soprattutto nelle società aperte, la tutela reale data dall'impugnazione.

Il deposito della documentazione potrebbe venire incontro all'esigenza di assicurare ai soci di minoranza una tutela maggiore permettendo l'attivazione di *rimedi cautelari* prima dell'esecuzione della delibera di aumento impedendo il consolidamento degli effetti delle sottoscrizioni.

Occorre notare infatti che il problema si pone esclusivamente nell'ambito delle società per azioni chiuse dal momento che l'art. 72 Regolamento Emittenti impone alle società quotate in mercati regolamentati di provvedere alla preventiva informazione attraverso la messa a disposizione del pubblico delle documentazioni in oggetto nel termine di 15 giorni prima della deliberazione.

Si potrebbe replicare che tale onere informativo sia funzionale esclusivamente all'informazione del mercato. Tuttavia le argomentazioni sopra sviluppate permettono di ritenere che la funzione del deposito preventivo miri anche nelle società per azioni aperte ad assicurare una maggiore tutela dei soci di minoranza.

---

<sup>304</sup> Sul punto le considerazioni di M. Libertini, in M. Libertini – C. Angelici, *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. Dir. Comm.* 2015, 1 ss.

<sup>305</sup> Sull'esame della disposizione cfr. P. Marchetti, *Art. 2379 ter*, L'assemblea a cura di A. Picciau, in Commentario alla riforma del diritto societario, a cura di P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2007. Nonché P. D. Beltrami, *L'invalidità delle deliberazioni assembleari ex art. 2379 ter*, in *Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, III, Torino, 2014.

<sup>306</sup> A. Pisani Massamormile, *Invalidità delle deliberazioni del consiglio di amministrazione*, in *Liber Amicorum Gianfranco Campobasso*, II, Torino, 2007.

<sup>307</sup> Critica questa posizione M. Speranzin, *sub. art. 2443*, in *Le società per azioni*, a cura di P. Abbadessa e G. B. Portale, 2016, 2679 – 2680. Già precedentemente cfr. M. Speranzin, *sub. art. 2443*, in Commentario romano al nuovo diritto delle società, a cura di F. D'Alessandro, Piccin, 2011, 883 ss.

Allo stesso tempo l'assenza di ogni riferimento a tale obbligo di informazione preventiva nella spa non aperta potrebbe indurre a ritenere che, in un contesto chiuso, la maggiore vicinanza tra i soci e il management permetta di giustificare un'interpretazione restrittiva del dato normativo in tema di informazione preventiva.

Anche tale osservazione non merita accoglimento. Infatti il tipo società per azioni indipendentemente dalla dimensione concreta assunta dalla società presuppone una forte distanza tra soci e organo di gestione.

Conferma di quanto detto potrebbe essere la diversa disciplina prevista in tema di aumento di capitale nella srl. Nel tipo società a responsabilità limitata il mancato richiamo dell'art. 2481 e 2481 bis dell'art. 2441 co. 6 c.c. si giustifica proprio in relazione ai maggiori poteri informativi di cui dispongono i soci nei confronti dell'organo amministrativo<sup>308</sup>.

Si fa riferimento a quanto previsto dall'art. 2476 co. 2 c.c. che riconosce ai soci il diritto di avere dagli amministratori notizie sullo svolgimento degli affari sociali e di consultare i libri sociali e i documenti relativi all'amministrazione.

L'inesistenza di una simile disposizione all'interno del tipo spa induce ad enfatizzare la rilevanza delle norme inerenti l'informazione preventiva a tutela delle minoranze azionarie e ciò indipendentemente dalla dimensione concreta assunta dalla società per azioni.

Giova ricordare inoltre quanto previsto in tema di fusioni semplificate delegate all'organo amministrativo ai sensi degli artt. 2505 e 2505 bis c.c.

Le norme da ultimo richiamate impongono nel caso di delega statutaria all'organo amministrativo della delibera di approvazione del progetto di fusione, di rispettare quanto disposto dall'art. 2501 ter co. 3 e 4 c.c. nonché l'obbligo di deposito previsto dall'art. 2501 septies c.c.

Più precisamente, è imposto all'organo amministrativo il rispetto di un lasso temporale di trenta giorni tra la pubblicazione del progetto di fusione e la delibera di approvazione dello stesso.

Si è rilevato che il termine di trenta giorni sia posto nell'interesse dei soci<sup>309</sup> e non dell'organo di gestione<sup>310</sup> proprio al fine di permettere la tutela impugnatoria preventiva della deliberazione. Infatti

---

<sup>308</sup> Cfr. F. Guerrera, G. A. Rescio, *sub art. 2481*, in S.r.l. Commentario dedicato a G. B. Portale, a cura di A. Dolmetta e G. Presti, Giuffrè, 2011, 890 ss.

<sup>309</sup> V. Pinto, nt. 243. Contra tuttavia G. Ferri jr. – G. Guizzi, *Il progetto di fusione e i documenti preparatori*, in *Il nuovo diritto delle società Liber Amicorum Gianfranco Campobasso*, IV, Torino, 2006, 246 ss. secondo cui il termine sarebbe funzionale esclusivamente all'esercizio del diritto dei soci di minoranza di richiedere la convocazione dell'assemblea al fine di deliberare sul compimento dell'operazione anche alla luce di una lettura conforme al dettato dell'art. 25 – 27 Direttiva Cee 78/855. In senso analogo cfr. F. Magliulo, *La fusione delle società*, 2008.

<sup>310</sup> Contra sebbene non motivata *Massima del Consiglio notarile delle tre venezie*, LE7. Nell'ordinamento tedesco una recente pronuncia del BGH 10 ottobre 2005 caso *Mangusta/Commerzbank I*, ha ritenuto che ragioni di efficienza e celerità dell'operazione non imponessero una preventiva informazione dei soci sulle ragioni e sulle condizioni dell'operazione di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione. Critico sulla sentenza poc'anzi citata per le stesse ragioni espone H. Hirte, *Issuing new shares and pre-emptive rights, recent issues in european corporate statutes*, in *La società per azioni oggi, Atti del convegno internazionale di studi di Venezia* 10 – 11 novembre 2006, a cura di P. Balzarini, A. Carcano, M. Ventoruzzo, Giuffrè 2007, 733 ss.

sarebbe astrattamente possibile che alla deliberazione seguisse immediatamente il compimento dell'atto di fusione (nel rispetto di quanto previsto dall'art. 2503 c.c.), con la conseguenza di consolidare tutti gli effetti dell'operazione.

Più precisamente nell'ambito della disciplina della fusione semplificata i soci di minoranza godrebbero oltre che del termine di 8 giorni per esercitare il diritto di chiedere la convocazione dell'assemblea per deliberare sull'approvazione del progetto anche dell'ulteriore lasso di tempo previsto dalla disciplina generale (cfr. art. 2501 ter c.c.)

Due termini quello di 8 giorni e quello ulteriore di 22 giorni residui posti nell'interesse dei soci per finalità diverse. Il primo per richiedere lo spostamento della competenza all'organo assembleare, il secondo per prevenire il compimento di abusi da parte dell'organo delegato. In tutto questo periodo sussiste l'obbligo di deposito dei documenti di cui all'art. 2501 septies c.c. funzionale all'esercizio dei diritti sopra richiamati.

Il confronto con la disciplina della fusione permette di avvalorare la conclusione per cui anche ove l'esclusione del diritto di opzione venisse delegata all'organo gestorio, le regole sull'informazione preventiva non potrebbero subire deroghe di sorta per il semplice spostamento della competenza.

In definitiva il richiamo all'applicazione in quanto compatibile dell'art. 2441 co. 6 c.c. non potrebbe condurre ad una diminuzione di tutela dei soci di minoranza i quali proprio in ragione dello spostamento di competenza dovrebbero essere maggiormente tutelati.

L'informazione preventiva, dunque, mira a tutelare non solo l'interesse partecipativo dell'azionista nel contesto assembleare ma anche l'interesse dei soci ad acquisire per tempo gli elementi necessari per impugnare una deliberazione di aumento del capitale idonea a ledere i loro diritti endocorporativi ai sensi dell'art. 2388 co. 4 c.c.<sup>311</sup>

---

<sup>311</sup> V. Pinto, nt. 243.

6) *Momento di determinazione del prezzo di emissione ed esercizio del potere delegato;*

Tornando al tema della fissazione del prezzo di emissione, occorre tenere in considerazione il fatto che vi potrebbero essere delle circostanze rispetto alle quali, anche in sede di aumento delegato del capitale con esclusione del diritto di opzione, la predeterminazione del prezzo di emissione in sede di deliberazione consiliare potrebbe condurre a risultati inefficienti ai fini della riuscita dell'operazione.

Infatti potrebbe ritenersi opportuno al fine di evitare che eventuali oscillazioni dei valori di mercato possano condurre ad un'obsolescenza del prezzo di emissione, che la deliberazione dell'organo amministrativo non fissi un prezzo preciso di emissione ma semplicemente un prezzo suscettibile di essere corretto tenendo conto dell'andamento delle quotazioni non solo rispetto alla fase precedente la deliberazione stessa, ma anche rispetto alla fase successiva<sup>312</sup>.

Tale accorgimento si manifesterà quantomai opportuno soprattutto nell'ambito di quelle società caratterizzate da un flottante limitato ove la notizia del lancio di un aumento di capitale a favore di un determinato soggetto possa condurre ad un deprezzamento o un innalzamento repentino dei titoli azionari dovuto all'avvertimento da parte degli investitori di eventuali asimmetrie informative<sup>313</sup>.

Si tratta di una prassi avallata già da prima della riforma del 2003, con riferimento all'ipotesi in cui l'organo deliberante fosse l'assemblea dei soci<sup>314</sup>.

Nulla pertanto vieterebbe di riproporre le medesime considerazioni anche rispetto alla fattispecie dell'aumento delegato dal momento che le esigenze che giustificano tale espediente potrebbero essere le medesime.

Infatti tra la delibera di aumento e la fase della sottoscrizione potrebbe passare un lasso di tempo tale da determinare, come detto precedentemente, un'obsolescenza del prezzo predeterminato in fase deliberativa.

Il problema principale attiene evidentemente alla necessità o meno di prevedere un prezzo minimo (anche ed eventualmente inferiore al valore patrimoniale) correggibile solo verso l'alto oppure un prezzo aperto anche verso il basso.

Partendo dalla prima ipotesi (prezzo aperto verso l'alto), non sembrano esistere particolari problemi in relazione alla tutela della posizione patrimoniale dei soci.

La possibilità per l'organo amministrativo di aggiornare a ridosso dell'emissione il prezzo in aumento non comporta per i soci il rischio di un pregiudizio al valore della loro partecipazione, anzi si tratta

---

<sup>312</sup> Sul problema del rischio di obsolescenza del prezzo di emissione recentemente P. Marchetti, *Le novità in materia di S.p.A., Le operazioni sul capitale sociale: casi pratici e tecniche di redazione del verbale notarile*, in Fondazione italiana per il notariato.

<sup>313</sup> Sugli effetti del lancio di un aumento di capitale sul prezzo dei titoli cfr. M. Bigelli, *Gli aumenti di capitale sociale nelle società quotate*, Torino, 1990.

<sup>314</sup> Sul dibattito cfr. A. Mignoli, nt. 155; G. Mucciarelli nt. 146; G. Mucciarelli, M. S. Spolidoro, nt. 159.

evidentemente di una soluzione funzionale ad assicurare una maggiore tutela nei confronti degli stessi al fine di riadeguare il prezzo di emissione ad un valore quanto più rispondente al valore di mercato del titolo.

Tuttalpiù si potrebbe porre un problema relativamente alla necessità di tutelare i terzi sottoscrittori dell'aumento.

Parte della dottrina infatti ha ritenuto che il limite del patrimonio netto costituisse anche un limite massimo alla fissazione del prezzo di emissione in ragione della necessità di tutelare l'affidamento dei terzi in relazione alla reale consistenza patrimoniale dell'impresa<sup>315</sup>.

Ebbene non è sembrato verosimile rintracciare nell'indicazione prevista dall'art. 2441 co. 6 c.c. tale funzione essendo la disposizione ispirata unicamente alla tutela della posizione patrimoniale dei soci.

I terzi diversamente sarebbero tutelati dall'informazione continua<sup>316</sup> che la società sarebbe costretta a dare al mercato nonché dalla pubblicazione del prospetto informativo ove l'offerta non fosse rivolta in favore di soggetti qualificati.

Il tema inoltre ricorda e riprende la legittimità della prassi delle c.d. *aste competitive*<sup>317</sup> della cui legittimità parte della dottrina dubitava in epoca passata<sup>318</sup>, ma che oggi anche alla luce della nuova disciplina sull'esclusione semplificata del diritto di opzione non sembra possibile dubitare.

Infatti le considerazioni sfavorevoli rispetto al sistema delle aste competitive era legato al fatto che a determinare il prezzo di emissione dovesse essere la società. il prezzo di emissione non avrebbe dovuto essere la risultante dell'incontro di domanda e offerta da parte dei sottoscrittori.

Il problema a quanto pare atteneva alla sfiducia che si riponeva nel mercato e che avrebbe potuto condurre alla formazione di un prezzo incongruo<sup>319</sup>.

Tuttavia le preoccupazioni sollevate non apparivano particolarmente rilevanti dal momento che ove la società avesse individuato un prezzo minimo la mancata previsione di un prezzo massimo lasciandosi la determinazione dello stesso allo spontaneismo del mercato, non avrebbe mai condotto ad un pregiudizio per i soci quanto piuttosto alla possibilità che gli stessi avrebbero potuto ottenere il migliore risultato possibile non essendo spiegabile né opportuno un contenimento del prezzo ad un massimale predeterminato<sup>320</sup>.

---

<sup>315</sup> G. M. M. Rivolta, nt.173

<sup>316</sup> P. Marchetti, nt. 198 e G. Mucciarelli, nt. 146

<sup>317</sup> Sul punto D. Preite, nt. 247; P. Marchetti, nt. 198; G. Mucciarelli, nt.146; G. Mucciarelli, M. S. Spolidoro, nt. 159

<sup>318</sup> G. Rossi, *Concorrenza, mercati finanziari e diritto societario*, in *Riv. Soc.* 1999, I, 1305 ss.

<sup>319</sup> In termini dubitativi G. Mucciarelli, M. S. Spolidoro, nt. 159

<sup>320</sup> D. Preite, nt. 247

Inoltre la legittimità del prezzo aperto verso l'alto trova un riscontro normativo testuale nella disciplina del collocamento dell'inoptato rispetto alla quale l'organo amministrativo è all'opposto tenuto alla ricerca del massimo prezzo possibile da parte dei terzi investitori<sup>321</sup>.

È pertanto sicuramente legittima la possibilità da parte dell'organo amministrativo di fissare un prezzo di emissione aperto verso l'alto suscettibile di essere corretto volta per volta a seconda dell'andamento della quotazione<sup>322</sup>.

La relazione della società di revisione sulla congruità si dovrà necessariamente riferire alla determinazione del prezzo indicato nella deliberazione consiliare, permettendo ai soci di effettuare una valutazione sulla possibilità di procedere eventualmente all'impugnazione della delibera stessa ove il prezzo non sia valutato in termini di congruità.

Il problema più pressante si pone, invece, rispetto alla possibilità di lasciare l'organo amministrativo la facoltà di fissare un prezzo determinato suscettibile di essere corretto non solo verso l'alto ma anche verso il basso, in relazione all'andamento della quotazione<sup>323</sup>.

Il problema è evidente dal momento che lasciare la fissazione del prezzo allo spontaneismo del mercato potrebbe condurre ad un collocamento da un lato adeguato, ove l'andamento rifletta il valore reale della partecipazione, dall'altro significherebbe esporre i soci ad un vuoto di disciplina e conseguentemente di tutela<sup>324</sup> dal momento che il parere della società di revisione non potrebbe tener conto dell'evoluzione dei prezzi di mercato successivi, impedendo ai soci di procedere ad un sindacato tempestivo rispetto all'operato dell'organo amministrativo. Si pensi ad esempio il caso in cui il terzo sottoscrittore o soggetti vicini allo stesso, al fine di determinare una discesa dei prezzi riescano a manipolare l'andamento del titolo procedendo ad una dismissione di partecipazioni in misura consistente, tanto da condurre ad un deprezzamento funzionale ad un collocamento a condizioni vantaggiose obliterandosi completamente il presupposto del controllo fornito dalla società di revisione<sup>325</sup>.

A fronte di questo *impasse*, ove l'andamento dei prezzi dovesse essere decrescente tanto da condurre ad un'obsolescenza del prezzo originariamente predeterminato nel minimo, l'organo amministrativo sarebbe tenuto a non dar corso all'operazione e a riattivare il procedimento riconvocando l'assemblea

---

<sup>321</sup> Sul punto P. Marchetti, nt. 198

<sup>322</sup> F. Maccabruni, nt. 281

<sup>323</sup> Sul punto G. Mucciarelli, nt. 146

<sup>324</sup> G. Mucciarelli, nt. 146

<sup>325</sup> Tale fattispecie potrebbe facilmente verificarsi nell'ambito di una società con scarso flottante rispetto alla quale interventi manipolativi sui prezzi potrebbero essere facilmente realizzabili da chi detenga partecipazioni in misura consistente. Per il rischio di una manipolazione del prezzo di mercato cfr. D. Preite, nt. 247, 883 ss. nonché più recentemente con riferimento al criterio di determinazione del prezzo previsto dall'art. 2441 co. 4 c.c. in tema di esclusione semplificata cfr. P. Marchetti, *Gli aumenti di capitale*, in *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statuari (Consiglio Notarile di Milano. Scuola del notariato della Lombardia. Federnotizie)*, Milano, 2003, 267 – 287. Certo è che la discesa del valore dei titoli potrebbe effettivamente riflettere una tendenza corretta rispetto al valore reale del titolo giustificandosi un inseguimento del prezzo a ribasso da parte degli amministratori ove invece il mercato di riferimento non sia facilmente esposto a manovre manipolative e ciò si verifica nel caso in cui il flottante sia particolarmente ampio. Nuovamente D. Preite, nt. 247.

per procedere alla deliberazione, oppure riesercitando il potere delegato, revocando la precedente deliberazione e deliberando nuovamente l'operazione alla luce del mutamento delle circostanze concrete<sup>326</sup>.

Al fine di evitare un blocco del procedimento deliberativo, con conseguente ostacolo rispetto ad una efficiente ricapitalizzazione, potrebbe essere previsto in sede di deliberazione consiliare un prezzo suscettibile di essere adeguato verso il basso alla luce di un criterio fisso basato su indici di variazione predeterminati, tanto da escludere una totale discrezionalità dell'organo amministrativo<sup>327</sup> e da permettere una valutazione sulla congruità non solo del prezzo ma anche del criterio adottato, da parte della società di revisione, evitandosi in questo modo il pericolo di un comportamento abusivo da parte dell'organo amministrativo del tutto sganciato dalla possibilità di un controllo esterno funzionale ad una tutela sia pure *ex post* da parte dei soci.

E' inoltre da ritenersi legittima, in quanto estranea al divieto previsto dall'art. 2381 c.c., la prassi adottata dall'organo amministrativo di molte società, di delegare un amministratore delegato rispetto alla possibilità di fissare il prezzo di emissione ove la discrezionalità sia contenuta entro certi limiti (essendo a tal fine sufficiente la previsione di un prezzo minimo o dei criteri di rettifica) tanto da evitare che la decisione possa essere assunta in via del tutto arbitraria da parte di quest'ultimo, permettendo allo stesso tempo di venire incontro ad un'esigenza di celerità che la stessa convocazione dell'intero consiglio di amministrazione non permetterebbe<sup>328</sup>.

---

<sup>326</sup> Per un'impostazione analoga cfr. F. Maccabruni, nt. 281 lasciare il prezzo aperto verso il basso se da un lato non permette alla società di revisione un controllo generale sulla congruità del prezzo, dall'altro esporrebbe i soci al rischio di non poter valutare opportunamente l'ammontare del pregiudizio subito. E' vero che questi ultimi potrebbero contestare comunque il prezzo di emissione, ma in assenza di un riscontro documentale della società di revisione l'esperimento della tutela risarcitoria sarebbe molto complessa soprattutto ove si aderisse alla tesi della natura risarcitoria del danno direttamente subito dal socio.

<sup>327</sup> Cfr. P. Marchetti, nt. 198

<sup>328</sup> Sul punto cfr. quanto detto nel cap. I in relazione alla nuova disciplina vigente nello Stato del Delaware ove l'art. 161 del DLGC prevede la possibilità di delegare anche un soggetto terzo rispetto all'organo amministrativo del potere di predeterminare il prezzo di emissione purchè la delega proveniente dal *board* sia sufficientemente predeterminata.

7) *Bilanciamento tra l'interesse individuale alla conservazione della quota proporzionale e l'interesse collettivo ad opera dell'organo amministrativo nelle spa chiuse e nelle spa quotate.*

Preso atto del fatto che il prezzo di emissione dipende dall'intensità dell'interesse collettivo giustificativo dell'esclusione del diritto di opzione, occorre soffermarsi sul rapporto tra interesse individuale al mantenimento della proporzionalità della quota partecipativa e l'interesse comune giustificativo dell'esclusione del diritto.

Fermo restando quanto detto in relazione al significato da attribuire al termine criteri utilizzato dall'art. 2443 c.c., sia in una società chiusa sia in una società aperta l'individuazione dell'interesse sociale è demandata in ogni caso all'organo amministrativa.

Tuttavia nulla si dice in relazione al *giudizio qualitativo* che quest'ultimo è chiamato a svolgere rispetto al rapporto tra l'interesse conservativo soddisfatto dal diritto di opzione e l'interesse collettivo che ne giustifica l'esclusione o quantomeno la limitazione<sup>329</sup>.

Il problema del rapporto tra i due interessi nasce dall'interpretazione dell'art. 2441 co. 5 c.c. dove si dice che l'esclusione dell'opzione può avvenire quando l'interesse della società lo esige.

Tralasciando le ipotesi previste dal co. 4 e dal co. 8 (non spettanza del diritto di opzione per il caso di conferimenti in natura e per il caso di offerta delle azioni ai dipendenti), una risposta univoca rispetto all'interpretazione della clausola generale utilizzata dal co. 5 dell'art. 2441 c.c. non può essere data senza tener conto del contesto tipologico di riferimento.

L'interpretazione della norma deve pertanto collegarsi *in primis* alla funzione svolta dal diritto di opzione a seconda del fatto che la società sia chiusa o aperta.

Come osservato inizialmente, il diritto di opzione non costituisce un elemento prenormativo tanto che lo stesso non era contemplato dal codice di commercio<sup>330</sup>.

La funzione assolta dal diritto di opzione veniva, come detto, svolta dal diritto di recesso e pertanto potremmo dire che ciò che si tutelava nelle operazioni di aumento del capitale non era l'interesse conservativo della pregressa posizione partecipativa, ma l'interesse patrimoniale<sup>331</sup>.

Certo è che come analizzato la situazione si è modificata a seguito del codice del 1942 nel quale l'istituto venne introdotto per la prima volta.

L'avvento normativo del diritto di opzione però non sciolse i dubbi in relazione alla funzione assolta dal diritto stesso.

---

<sup>329</sup> Pone il problema del rapporto tra i due interessi S. Cerrato, nt. 205 prendendo atto che la riforma del 2003 non ha risolto il problema interpretativo legato all'incerta formulazione dell'art. 2441 co. 5 c.c.

<sup>330</sup> Notano l'inessenzialità del diritto di opzione tanto E. Ginevra, nt. 264 quanto F. M. Mucciarelli, nt. 284, A. Abu Awadd, nt. 234.

<sup>331</sup> Nuovamente R. Montessori, nt. 268.

Ciononostante l'evoluzione del sistema normativo ne ha accentuato la funzione patrimoniale riconoscendosi legislativamente anche a favore di categorie di soggetti non portatori di interessi *latu* senso amministrativi quali gli azionisti di risparmio e i titolari di obbligazioni convertibili<sup>332</sup>.

Il riconoscimento del diritto di opzione in capo anche a queste categorie di finanziatori dell'impresa risulta *ictu oculi* funzionale alla conservazione del valore intrinseco della loro partecipazione posto che i primi sono per definizione privi del diritto di voto e i secondi potrebbero non esercitare mai il diritto di conversione<sup>333</sup>.

Tuttavia però non si potrebbe ritenere che la funzione assolta dall'opzione si limiti sempre e comunque ad una tutela meramente patrimoniale posto che l'interesse conservativo del socio specie nell'ambito della società per azioni chiusa è comunque una componente pregnante della partecipazione azionaria.

Nell'ambito di società chiuse di piccole/medie dimensioni, l'esistenza di soci di controllo o comunque di azionisti che concentrano parte rilevante delle loro risorse nell'ambito di una determinata attività organizzata sotto forma di società per azioni, non può non condurre a ritenere che l'opzione mira in determinati contesti a garantire anche il mantenimento del peso proporzionale<sup>334</sup>.

Il divario normativo tra spa chiusa e aperta, si avverte particolarmente con riferimento alla disciplina del diritto di prelazione, funzionale, come evidenziato, ad una tutela accrescitiva, assente nelle spa quotate e invece riconosciuto nell'ambito di società per azioni chiuse.

La ragione del mancato riconoscimento della prelazione nelle quotate, infatti può essere spiegato in ragione del fatto che l'interesse *accrescitivo* del socio potrebbe essere realizzato ugualmente attraverso l'acquisto dei diritti inoptati direttamente sul mercato<sup>335</sup>.

E già si avverte come l'interesse accrescitivo, che comunque costituisce un *minus* dell'interesse conservativo, possa essere surrogato da una forma di autotutela privata solo in presenza di un mercato di riferimento.

Un ulteriore indizio della diversità di funzioni del diritto di opzione nell'ambito della spa quotata è dato dall'art. 2441 co. 4 c.c. dove si permette l'inserimento di una clausola statutaria che legittimi l'esclusione del diritto di opzione nei limiti del 10% senza prevedere il rispetto di tutte le disposizioni che tipicamente caratterizzano l'esclusione ordinaria del diritto nell'ambito delle società chiuse e delle spa aperte che non contemplano tale previsione contrattuale<sup>336</sup>.

La norma da ultimo citata, è ispirata anch'essa alla logica della tutela patrimoniale del socio, affidandosi la tutela conservativa della partecipazione non tanto al rispetto di norme volte a garantire la

---

<sup>332</sup> Sul punto A. Abu Awad, nt. 234

<sup>333</sup> Sul problema del riconoscimento del diritto di opzione a favore degli obbligazionisti convertibili cfr. quanto si è detto relativamente all'ordinamento spagnolo.

<sup>334</sup> Sulla valorizzazione della funzione amministrativa del diritto di opzione, cfr. R. Miccio, *Il diritto di opzione nelle società per azioni*, Napoli, 1947; nonché G. Oppo, nt. 284

<sup>335</sup> Come rilevato da G. Mucciarelli, nt. 146

<sup>336</sup> Sul punto non può che rinviarsi ad A. Abu Awad, nt. 234

proporzionalità quanto piuttosto al comportamento del singolo consistente nella possibilità da parte di quest'ultimo di reperire egli stesso le azioni sufficienti sul mercato.

E' quindi possibile affermare che nell'ambito di una società quotata l'ordinamento tende a tutelare prevalentemente l'interesse patrimoniale, mentre invece nell'ambito di una società chiusa la disciplina si pone contemporaneamente nell'ottica della tutela tanto della posizione amministrativa del socio quanto quella patrimoniale<sup>337</sup>.

Alla luce di questa distinzione è possibile dare un'interpretazione del co. 5 dell'art. 2441 c.c. e capire il rapporto esistente tra interesse conservativo del singolo e interesse comune dei soci.

La dottrina ha dato risposte eterogenee rispetto all'interpretazione del termine esige utilizzato dal legislatore<sup>338</sup>.

Alcuni autori hanno interpretato la disposizione nel senso che l'opzione potesse essere esclusa solo ove l'apertura della società a terzi fosse strettamente necessaria al fine di garantire la salvezza della società.

Altri hanno invece sostenuto un'interpretazione basata sul presupposto per cui l'interesse comune potesse essere realizzato unicamente attraverso l'esclusione del diritto di opzione<sup>339</sup>.

La giurisprudenza di legittimità<sup>340</sup> e altra parte della dottrina<sup>341</sup> hanno invece ritenuto di formulare il rapporto tra l'interesse conservativo e l'interesse collettivo in termini di mera opportunità. E precisamente ove l'interesse assunto come rilevante potesse essere realizzato anche attraverso l'esclusione del diritto di opzione, allora la deliberazione sarebbe stata legittimamente adottata.

Credo che la soluzione all'interpretazione della disposizione debba essere articolata diversamente a seconda del contesto tipologico di riferimento<sup>342</sup>.

---

<sup>337</sup> La necessità di tutelare anche la posizione amministrativa del socio pertanto dipende essenzialmente dall'assenza di strumenti di autotutela per quest'ultimo riconducibili al diritto di recesso o alla possibilità di operare un disinvestimento della partecipazione con la possibilità da parte dei soci di operare al contempo un acquisto di un quantitativo di azioni sufficiente a garantire il mantenimento della posizione endocorporativa originaria. Ciononostante è comunque opportuno prendere atto del fatto che l'ordinamento attuale diversamente dall'ordinamento ante riforma del 2003, ha sicuramente accentuato la rilevanza della componente patrimoniale dell'azione e la degradazione della tutela della componente amministrativa. Ciò peraltro si evince in numerose disposizioni codicistiche: art. 2501 ter, 2506 bis, 2377, 2500, 2501 quater, 2437 lett. g, 2353. Per un approccio fortemente critico in relazione alla tutela della proporzionalità e della posizione amministrativa nelle società azionarie cfr. G. D'Attorre, *Il principio di uguaglianza nella società per azioni*, Milano, 2007.

<sup>338</sup> L. Mengoni, *Interesse sociale ed esclusione del diritto di opzione*, in *Riv. dir. comm.*, 1955, II, p. 281 ss. che, prima della novella del 1986, faceva coincidere la formula "quando l'interesse della società lo esige" con un caso speciale della regola generale posta dall'art. 2373 c.c.

<sup>339</sup> Cfr. G. Ferri, *Interesse della società ed esclusione del diritto d'opzione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1961, II, p. 605 ss.; Id., *Le società*, cit., p. 929 ss.; P.G. Jaeger, *L'interesse sociale*, cit., p. 220 ss; R. Rosapepe, *L'esclusione del diritto d'opzione*, Milano, 1988, p. 54 ss. Cfr. Trib. Roma, 23 marzo 1962, in *Giur. it.*, 1962, I, 2, c. 438 ss., ove si afferma che il requisito obiettivo che legittima l'esclusione dell'opzione sarebbe "uno stato di necessità della società, la quale non trova altra possibilità di recupero di capitale per l'attuazione degli scopi sociali se non mediante il sacrificio del diritto d'opzione dei soci".

<sup>340</sup> Cass., 28 giugno 1980, n. 4089, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1982, II, p. 38 ss

<sup>341</sup> P. Marchetti, nt., 198.

<sup>342</sup> Per un'interpretazione differenziata della disciplina a seconda del tipo sociale concreto cfr. gli AA. citati nel cap. I, per un'interpretazione che tenga in considerazione il fenomeno della quotazione con riferimento all'esclusione dell'opzione cfr. A. Abu Awad, nt. 234. Per un'interpretazione che tenga in considerazione il

Ove l'esclusione ordinaria del diritto di opzione fosse assunta nell'ambito di una società quotata, non sarebbe sbagliato interpretare la disposizione nel senso di richiedere un nesso di strumentalità attenuato tra il perseguimento dell'interesse comune e l'esclusione del diritto di opzione.

In altre parole, potendo i soci soddisfare l'interesse conservativo attraverso l'acquisto diretto delle partecipazioni sul mercato, ferma restando la tutela patrimoniale assolta dal sovrapprezzo, l'organo amministrativo potrebbe legittimamente escludere il diritto di opzione alla luce di una valutazione effettuata in termini di semplice opportunità.

Diversamente in un contesto chiuso, dove la tutela conservativa non è assicurabile attraverso strumenti di autotutela, mancando un mercato di riferimento, il rapporto tra interesse collettivo e interesse individuale alla conservazione dovrebbe essere formulato in termini diversi.

In ogni caso non si può condividere la tesi di chi richiede un nesso di strumentalità forte ritenendo che l'interesse assunto come rilevante debba poter essere raggiunto solo attraverso l'esclusione del diritto di opzione.

Ciò perché aderire a questa tesi presupporrebbe soluzioni incompatibili con lo scopo lucrativo comune<sup>343</sup>. Infatti come ritenuto da una parte della dottrina, sostenere che l'esclusione dell'opzione possa essere deliberata solo quando l'interesse collettivo possa essere realizzato attraverso l'offerta delle azioni a terzi, significherebbe precludere alla società di avvalersi dell'aumento del capitale ogni qual volta esso costituisca il mezzo più conveniente per la realizzazione dell'interesse comune.

Per meglio chiarire quanto detto si pensi all'ipotesi in cui la cooperazione con un determinato soggetto dalla quale potrebbero derivare benefici in termini reddituali per la società possa alternativamente essere realizzata attraverso un aumento di capitale con esclusione dell'opzione oppure attraverso la conclusione di un contratto di associazione in partecipazione.

Ove le condizioni contrattuali previste per il contratto di associazione in partecipazione siano più onerose per la società rispetto alla prima ipotesi, imporre la seconda scelta solo perché il medesimo interesse può essere realizzato diversamente porrebbe i soci in una condizioni peggiore in termini di valore aggregato della partecipazione, rispetto a quella in cui si troverebbero a seguito dell'esclusione del diritto di opzione.

Assumere pertanto come prevalente l'interesse conservativo rispetto all'interesse lucrativo sembra soluzione incompatibile con la graduazione degli interessi comuni afferenti al contratto di società.

Ciò però non significa ritenere che l'esclusione dell'opzione possa essere deliberata quando la scelta risulti semplicemente opportuna<sup>344</sup> poiché ciò significherebbe ammettere che di fronte agli stessi

---

modello empirico P. Spada – M. Sciuto, nt. 212 in contrapposizione a P. Sanfilippo, nt. 212 e P. Abbadessa, nt. 212.

<sup>343</sup> In questo senso N. Robiglio, nt. 200.

<sup>344</sup> Di nuovo N. Robiglio, nt. 200.

benefici tutti parimenti realizzabili a parità di condizioni economiche, la scelta tra le due soluzioni sarebbe indifferente.

La tutela della posizione conservativa, pertanto, in un contesto chiuso non permetterebbe, a parità di vantaggi ottenibili, di scegliere l'esclusione del diritto di opzione.

L'alternativa invece risulterebbe possibile ove la tutela conservativa possa essere garantita in presenza di un mercato liquido alla luce del criterio interpretativo che ispira l'esclusione semplificata del diritto di opzione nell'ambito del diverso contesto tipologico della spa quotata.

Ove pertanto il socio possa autotutelarsi mediante il disinvestimento o l'acquisto diretto delle partecipazioni, il nesso di strumentalità tra l'esclusione del diritto di opzione e il perseguimento dell'interesse sociale nell'ambito dell'esclusione ordinaria potrebbe essere più attenuato tanto da condurre l'interprete ad aderire alla tesi per cui l'esclusione dell'opzione possa essere legittima alla luce di un giudizio di mera opportunità<sup>345</sup>.

L'assenza delle condizioni poc'anzi descritte, e dunque, l'impossibilità per il socio di autotutelarsi contro l'annacquamento partecipativo, oltre alla considerazione per cui nella spa chiusa la posizione organizzativa del socio sia suscettibile di essere maggiormente tutelata rispetto a quanto previsto nella società quotata, dovrebbe condurre ad un inasprimento del nesso di strumentalità richiesto tra il perseguimento dell'interesse collettivo e l'esclusione dell'opzione dandosi comunque rilievo allo scopo lucrativo.

La duplicità di approccio interpretativo muove dall'adesione ad un metodo tipologico e non empirico assumendosi quale presupposto rilevante la possibilità per il socio interessato di autotutelarsi anche dal punto di vista amministrativo<sup>346</sup>.

---

<sup>345</sup> Occorre tuttavia tenere in considerazione il fatto che la necessità di calcolare il sovrapprezzo tenendo in considerazione anche criteri diversi da quelli di mercato potrebbe in ogni caso impedire o quantomeno rendere più gravosa la possibilità di acquistare le azioni sufficiente ad autotutelarsi. In ogni caso l'esistenza di un interesse collettivo quale presupposto per il compimento dell'operazione conduce a valutare con minore rigore la difficoltà del socio di autotutelarsi posto che il criterio dell'autotutela con l'acquisto diretto non costituisce la chiave di lettura della disciplina ordinaria prevista dall'art. 2441 co. 6 c.c.

<sup>346</sup> Nel testo si parla di metodo tipologico in quanto non si assume come rilevante la dimensione dell'impresa societaria quanto piuttosto la quotazione. Indipendentemente dalla qualificazione della spa quotata come tipo sociale diverso, è evidente come l'esistenza di un mercato regolamentato possa condurre a soluzioni interpretative diverse rispetto alla disciplina comune. In realtà ove si aderisse alla tesi per cui la spa quotata non sarebbe un tipo diverso di società ma un submodello della società per azioni, posto che la quotazione sia assimilabile ad un mero fatto e non ad una trasformazione, potremmo parlare piuttosto di metodo empirico senza però cadere nell'accusa proposta da altri autori di incertezza di disciplina. Infatti, la quotazione pur costituendo un fatto è un presupposto accertabile tale da non indurre un problema di incertezza interpretativa nell'attività ermeneutica. Il criterio dell'acquisto diretto che costituisce in realtà la chiave di lettura della disciplina speciale dell'esclusione dell'opzione, potrebbe dunque giustificare anche nell'ambito della spa quotata priva della speciale clausola statutaria, un alleggerimento del nesso di strumentalità tra interesse collettivo e interesse partecipativo / amministrativo del singolo purchè evidentemente a seguito dell'operazione l'acquisto diretto possa costituire un'alternativa valida in termini di costi effettivi presupponendosi che il prezzo non sia stato effettivamente alterato al rialzo o al ribasso.

In ogni caso non risulta condivisibile la tesi che richiede un nesso di strumentalità forte<sup>347</sup> tra il perseguimento dell'interesse collettivo e l'esclusione del diritto di opzione in termini di stretta necessità, non solo rispetto alla finalità comune che caratterizza il contratto sociale, ma anche in ragione della spinta legislativa.

La tutela della posizione originaria del socio, non è più una prerogativa così avvertita dall'ordinamento e ciò è confermato da una serie di riferimenti normativi che danno atto della tendenza a ridurre l'interesse conservativo del socio in funzione di una tutela strettamente patrimoniale (cfr. art. 2506 bis, art. 2501 ter c.c., 2437 co. 1 lett. g c.c., 2353, 2377, 2379 ter c.c., 2441 co. 4.)<sup>348</sup>.

Credo che la tendenza possa essere ancora più avvertita nell'ambito delle società quotate ove infatti l'interesse conservativo viene subordinato all'interesse collettivo e ciò alla luce di una rimodulazione dell'interesse sociale e della concezione stessa dell'investimento azionario che da proprietà attiva si tramuta in una sorta di proprietà passiva<sup>349</sup> tanto da condurre l'interprete a ravvisare una presunzione relativa rispetto al disinteresse del socio riguardo all'esercizio dei diritti amministrativi e patrimoniali. L'interesse di quest'ultimo si appunta principalmente nella possibilità di disinvestire la propria partecipazione alle migliori condizioni possibili. Interesse attenuato per definizione nell'ambito di una società chiusa, priva di un mercato dove poter alienare la partecipazione.

Di ciò se ne può trarre conferma ad esempio dalla disciplina opa in caso di squeeze out azionario o, come rilevato poc'anzi relativamente alla disciplina dell'esclusione semplificata del diritto di opzione.

Il tema verrà ripreso successivamente con riguardo alla disciplina speciale prevista dal co. 4 dell'art. 2441 c.c. tuttavia i risultati interpretativi cui è giunta la dottrina<sup>350</sup> rispetto a quella disposizione aiutano anche avuto riguardo all'interpretazione della disciplina ordinaria.

L'utilizzo di un metodo tipologico dunque risulta compatibile con le considerazioni svolte inizialmente posto che i benefici in termini di coerenza tra la disciplina applicabile e la materia regolata non si oppongono con l'esigenza di certezza non assicurata dal metodo empirico.

In altre parole, differenziare la disciplina in tema di bilanciamento degli interessi da parte dell'organo amministrativo avuto riguardo al fatto che la società sia o meno quotata in un mercato regolamentato, permette di giungere a risultati maggiormente coerenti con il contesto di riferimento<sup>351</sup>.

8) *Parità di trattamento quale limite al potere deliberativo dell'organo delegato?*

---

<sup>347</sup> Recentemente sostenuta da F. M. Mucciarelli, nt. 201, e prima di lui dagli A.A. prima indicati nonché da G. Giannelli, *Esclusione del diritto di opzione e d. P. R. 10 febbraio 1986 n. 30*, in *Riv. Soc.* 1988, 757 – 789.

<sup>348</sup> Sul punto cfr. G. D'Atorre, *Il principio di uguaglianza nella società per azioni*, Milano, 2007 nonché le considerazioni di cui infra.

<sup>349</sup> Cfr. C. Angelici, *Lezioni sulla riforma del diritto societario*, Cedam, 2006.

<sup>350</sup> A. Abu Awad, nt. 234.

<sup>351</sup> Esigenza questa avvertita da P. Sanfilippo, nt. 202 ma non ritenuta sufficiente al fine di distinguere la disciplina applicabile proprio per ragioni di certezza interpretativa. Contra P. Spada – M. Sciuto, nt. 202 nonché G. Zanarone, nt. 202, in ogni caso il problema in questa sede non permette di essere risolto negativamente posto che l'esigenza di certezza è soddisfatta dalla facile accertabilità dello status della quotazione.

Un problema attiguo a quello sopra evidenziato consiste nella necessità o meno da parte dell'organo amministrativo di rispettare la parità di trattamento tra i soci nell'ambito di un'operazione di aumento di capitale nel caso in cui avvenga attraverso l'esclusione del diritto di opzione.

Ove infatti l'esclusione sia giustificata in ragione dell'esistenza di un interesse collettivo riconducibile ad un soggetto terzo rispetto alla compagine sociale, il pregiudizio alla posizione organizzativa riguarderebbe paritariamente tutti i soci azionisti della società in maniera assolutamente paritaria.

Ove invece l'aumento di capitale fosse rivolto ad uno solo di questi, la conseguenza sarebbe l'alterazione della proporzione partecipativa a vantaggio di uno e a discapito degli altri con una diversa ripartizione degli effetti dell'operazione sulle economie individuali degli azionisti.

Il tema impone una considerazione generale che riprende alcune tematiche sopra trattate ma anche necessita di uno sviluppo argomentativo.

L'ordinamento italiano non prevede, a differenza dell'ordinamento tedesco, una regola che espressamente sancisce, in ambito societario, l'esistenza di un principio di parità di trattamento tra i soci.

L'assenza di una previsione espressa fu giudicata positivamente a seguito del recepimento della seconda direttiva comunitaria, dal momento che ove il legislatore avesse diversamente proceduto, l'interprete si sarebbe trovato di fronte ad una regola che in certi casi avrebbe condotto a risultati distonici rispetto alle finalità tipiche del contratto associativo<sup>352</sup>.

Ciononostante si riteneva che il mancato recepimento dell'art. 42 della II direttiva si potesse giustificare in ragione dell'esistenza e del riconoscimento implicito che l'ordinamento interno dava al principio di parità di trattamento tanto da non richiedersi un formale recepimento normativo<sup>353</sup>.

Già da prima del recepimento della Seconda direttiva Comunitaria che tratta della materia di cui in questa sede ci si occupa, la dottrina italiana aveva in vario modo cercato di giustificare l'esistenza in forza di argomentazioni varie tanto da cercare di ricondurre il riconoscimento o attraverso l'esame del dato normativo<sup>354</sup> o attraverso argomentazioni facenti capo a principi generali dell'ordinamento, a volte

---

<sup>352</sup> Sulla parità di trattamento a seguito dell'emanazione della seconda direttiva cfr. C. Angelici, *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv.soc.*1987, I, 12 ss.; F. D'Alessandro, *La Seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. Soc.* 1987, I, 1 ss.

<sup>353</sup> F. D'Alessandro, nt. 352.

<sup>354</sup> G. Pasetti, *Parità di trattamento e autonomia privata*, Padova, 1970 38 ss ad avviso del quale: "... la parità di trattamento consiste nell'inviolabilità di ogni situazione interdipendente quando essa possa essere pregiudicata dall'ampliamento di un'altra situazione interdipendente..."; il riconoscimento di un principio di questo tipo infatti, deve prescindere dalla diretta applicazione dell'art. 3 Cost. il quale nel sancire il principio di uguaglianza formale e sostanziale, si rivolge esclusivamente al legislatore e/o alla pubblica amministrazione. Non si rivela applicabile sul piano privatistico per le ragioni evidenziate dall'A. e riportate nel testo. La negazione della diretta applicazione dell'art. 3 Cost. all'ordinamento privatistico impone, pertanto, la ricerca di un fondamento normativo del principio di parità di trattamento in ogni ramo del diritto rispetto al quale se ne pretende l'applicazione. Fondamento normativo che, potrebbe essere venuto meno a seguito della riforma del diritto societario. Più precisamente, pur non negandosi l'esistenza di alcune disposizioni che ne confermerebbero la presenza, dall'altro lato si rammenta l'esistenza di

frutto di prese di posizione ideologiche<sup>355</sup>. Il problema è stato studiato principalmente in relazione alle deliberazioni assembleari, ma lo spostamento di una competenza assembleare in capo all'organo amministrativo nulla toglie e nulla aggiunge alle conclusioni cui si è addivenuti e cui si addiverrà.

Il problema del resto attiene all'esistenza o meno di un limite per l'organo amministrativo al pari della maggioranza assembleare di trattare i singoli soci da un punto di vista paritario e ove sussista un limite nel capire se questo conduca o meno ad un vizio della deliberazione consiliare per lesione di un diritto suscettibile di condurre all'impugnazione della deliberazione ai sensi dell'art. 2388 co. 4 c.c.

Metodologicamente appare corretto distinguere due concetti: la parità dei diritti e il diritto alla parità<sup>356</sup>.

Il primo attiene al momento regolativo delle posizioni contrattuali e presuppone un'alterazione delle posizioni reciproche per decisione unanime al momento costitutivo. La possibilità di costituire la società differenziando la posizione dei soci attraverso l'attribuzione di azioni di categoria o attraverso conferimenti non proporzionali alle sottoscrizioni implica evidentemente la giustificazione di una disparità regolativa accettata da tutti i soggetti appartenenti alla comunità di riferimento e ricavabile dall'art. 2348 c.c.<sup>357</sup>

Diversamente il diritto alla parità presuppone che *durante societate* la maggioranza non possa alterare la proporzione partecipativa degli azionisti così come fissata nel contratto originariamente<sup>358</sup>.

Affermare l'esistenza di una regola che impedisca l'alterazione della proporzionalità fondandola sulla genesi contrattuale risulterebbe metodologicamente sbagliato sia alla luce dell'evoluzione legislativa, sia in ragione dell'esistenza di uno scopo comune che consentirebbe la modificazione delle situazioni soggettive iniziali e che costituisce la ragione fondante di una serie di deroghe al principio suddetto.

---

disposizioni che si pongono in aperto contrasto col riconoscimento di un diritto alla parità di trattamento in quanto tale indisponibile senza il consenso del socio direttamente pregiudicato dalla modificazione soggettiva. L'A. del resto individuava nell'art. 1108 c.c. il fondamento della propria teoria ritenendo che così come in tema di comunione, anche in tema di società potesse e dovesse farsi applicazione del medesimo principio sotteso alla disposizione citata. Disposizione che impedisce alla maggioranza dei comunisti di porre in essere interventi o modifiche della cosa comune tali da recare pregiudizio agli altri comunisti coinvolti. Tesi avversata dalla dottrina successiva che invece, riconduce l'esistenza del principio della parità di trattamento al rilievo contrattuale del fenomeno societario

<sup>355</sup> G. Oppo, *Eguaglianza e contratto nella società per azioni*, in *Riv. Dir. Civ.* 1974, I, 629 ss.

<sup>356</sup> F. D'Alessandro, nt. 352, 13 ss. sulla stessa linea F. M. Mucciarelli, *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Riv. Soc.* 2004, 180 ss.

<sup>357</sup> Ad avviso della dottrina maggioritaria non si potrebbe ricavare dall'art. 2348 c.c. un indice favorevole all'esistenza di un diritto alla parità posto che la disposizione guarda alla parità nell'ambito della stessa categoria e non nell'area dei rapporti intercategoriale. La disposizione farebbe espresso riferimento non tanto alla parità di trattamento ma alla parità di diritti derogabile in sede regolativa del rapporto contrattuale. Tuttalpiù la disposizione potrebbe essere letta come manifestazione della possibilità per la maggioranza di derogare alla parità attraverso la creazione durante societate di diverse categorie azionarie senza il consenso individuale dei soggetti pregiudicati. Cfr. V. Buonocore, *Le situazioni giuridiche soggettive dell'azionista*, ESI, 1968. Di diverso avviso D. Preite, nt. 359.

<sup>358</sup> Nuovamente G. Oppo, nt. 355, nonché seppur fondando la parità di trattamento su presupposti diversi dalla genesi contrattuale del fenomeno A. Cerrai – A. Mazzoni, *La tutela delle minoranze* in *Riv. Soc.* 1993, 1 ss. anche in *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, a cura di P. Abbadessa e A. Rojo, Milano, 1993, 339 ss. nonché G. Pellizzi, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. Dir. Civ.* 1967, I, 113 e id. *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1988, 353 ss.

La dottrina successiva infatti ha ravvisato nella contrapposizione tra interesse conservativo e interesse lucrativo la giustificazione razionale rispetto alla possibilità di derogare alla parità purchè il secondo interesse possa ragionevolmente considerarsi prevalente rispetto al primo<sup>359</sup>.

E ciò ha permesso di superare l'obiezione favorevole all'esistenza del principio in ragione della strumentalità dell'interesse sociale. Infatti ove si ravvisi un interesse collettivo rivolto alla massimizzazione del valore aggregato delle azioni e conseguentemente rivolto all'incremento della redditività dell'impresa, allora predicare l'esistenza di un diritto alla parità in ragione della strumentalità degli interessi dei soci<sup>360</sup> perderebbe di rilievo posto che la decisione sarebbe parimenti strumentale all'interesse comune pur essendo idonea a creare una diversa ripartizione degli effetti sui singoli consociati<sup>361</sup>.

In altre parole predicare il rispetto del principio di parità non potrebbe condurre a soluzioni che non si pongano in rapporto di strumentalità con l'interesse collettivo che di per sé potrebbe giustificare un trattamento diseguale ove rispondente all'interesse parimenti comune dei membri della società.

Il tema però presuppone una diversa soluzione ove si sviluppi in un'ottica di mercato e su questo si tornerà successivamente<sup>362</sup>.

Ove la deliberazione fosse assunta nell'ambito di una società chiusa l'interesse comune collettivo potrebbe condurre come rilevato ad una deliberazione che produca l'alterazione della misura partecipativa originaria dei soci anche in via disomogenea.

Dall'esame del dato normativo, infatti emerge chiaramente sia la degradazione della tutela del socio da un piano reale ad un piano obbligatorio<sup>363</sup> e dall'altro una tendenza a privilegiare soluzioni improntate alla massima valorizzazione della componente azionaria.

Il tutto spiegabile in un'ottica di efficienza tale per cui la posizione di alcuni individui è suscettibile di essere sacrificata ove il benessere complessivo risulti incrementato<sup>364</sup>.

---

<sup>359</sup> Cfr. D. Preite, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni*, in Trattato delle società per azioni, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, III, Torino, 1993 1 ss. id. L' "Abuso" della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni, Milano, 1992, id. *La destinazione dei risultati nei contratti associativi*, Milano, 1988.

<sup>360</sup> Come sostenuto del resto da R. Sacchi, *Il principio di maggioranza nel concordato e nell'amministrazione controllata*, Milano, 1984. Sulla scia di C. M. Bianca, *Le autorità private*, Napoli, 1977. Confutato da D. Preite, nt. 359.

<sup>361</sup> Sul punto chiaramente N. Robiglio, *Sul raggruppamento di azioni*, in *Riv. Soc.* 1987, 838 ss.

<sup>362</sup> Tuttavia ogni discorso appare adesso prematuro posto che l'art. 92 tuf può costituire sia una riprova dell'esistenza del principio nell'ambito societario sia una riprova del diverso ambito di applicazione tale da fuoriuscire rispetto al contesto associativo. Per la tesi favorevole a rivedere nell'art. 92 tuf la riprova dell'esistenza del principio nella spa quotata pur nell'ambito dei rapporti tra organi sociali e azionisti, cfr. M. Ventoruzzo, *Art. 92*, in *Commentario al testo unico della finanza* diretto da P. Marchetti – L. A. Bianchi, Milano, 1999, 9 ss.

<sup>363</sup> La considerazione attiene al profilo dell'efficienza paretiana come rilevato da F. D'Alessandro, *La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata: ovvero esiste ancora il diritto societario?* In *Riv. Soc.* 2003, 34 ss. nonché R. Sacchi, *Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza*, in *Il nuovo diritto delle società Liber Amicorum Gianfranco Campobasso*, II, Torino, 2006, 135 ss.

<sup>364</sup> L'impostazione risulta compatibile con un criterio di efficienza paretiano mediante compensazione o con un criterio di efficienza Kaldor Hicks. Per quest'ultima impostazione cfr. Eastbrook – Fischell, *L'economia della società*

Ove pertanto il metro di condotta che ispira una corretta gestione sia il perseguimento della massimizzazione del valore delle azioni per effetto di un incremento della redditività azionaria, costituirebbe una violazione del dovere di correttezza la scelta di una soluzione improntata alla tutela della posizione organizzativa a discapito dell'interesse parimenti sociale dell'incremento di valore azionario.

E dunque sarebbe consentito differenziare il concetto di disparità dal concetto di abuso, quest'ultimo ricorrente ogni qual volta non sussista un interesse tale da giustificare l'alterazione delle posizioni originarie<sup>365</sup>.

Ciò ogni qual volta il trattamento differenziato attenga al momento regolativo del rapporto sociale ponendosi il socio in qualità di terzo<sup>366</sup>.

Diverso e non attinente al tema in questa sede affrontato è il problema relativo alla necessità di rispettare un principio di parità ove invece il socio non si ponga quale terzo rispetto alla società ma quale membro del rapporto associativo.

In questo caso la parità torna ad assumere la funzione di regola e come tale non risulta suscettibile di deroghe di alcun tipo.

Ciò risulta evidente rispetto all'ipotesi del richiamo dei conferimenti dovuti, del diritto di intervento, di partecipazione ecc<sup>367</sup>.

In questo ambito il socio non riveste una posizione di estraneità ed un trattamento non paritetico non potrebbe legittimarsi in ragione dell'esistenza di un interesse collettivo non essendo possibile ravvisarsene alcuno.

Il rispetto della parità di trattamento emerge in altre circostanze nelle quali, pur ponendosi il socio in qualità di terzo, non giustificerebbero alcuna discriminazione in ragione dell'impossibilità di rinvenire un interesse a tal fine rilevante. Si pensi all'ipotesi dell'offerta delle azioni del socio receduto, o del socio moroso, o nel caso di acquisto di azioni proprie<sup>368</sup>.

Decisioni dell'organo amministrativo che, diversamente da quella in questa sede considerata, non possono essere considerate aventi rilievo organizzativo ma rientrano nella sfera dei rapporti

---

*per azioni*, Torino, 1993. Per la prima invece cfr. A. Vicari, *Gli azionisti nella fusione di società*, Milano, 2004. Più recentemente per un approccio in termini economici sulla parità di trattamento cfr. N. De Luca, *Unequal treatment and shareholders' welfare growth: fairness v. "precise equality"*, in DJCL, V. 34, 2009; in termini favorevoli rispetto all'esistenza di un principio di parità nell'ambito del contesto statunitense V. Brudney, *Equal treatment of shareholders in Corporate distribution and reorganizations*, in *Cal. L. Rev.*, 1983, 1072 ss.

<sup>365</sup> Sulla distinzione tra disparità di trattamento e deliberazione abusiva per violazione del principio di correttezza cfr. C. Angelici, nt. 281, e oggi C. Angelici, *Società per azioni. Principi e problemi*, in Trattato di diritto civile e commerciale diretto da F. Cicu F. Messineo, Milano, 2102.

<sup>366</sup> Per un'impostazione di questo tipo cfr. G. D'Attorre, *Il principio di uguaglianza nella società per azioni*, Milano, 2007. Seguito da V. Buonocore, *Principio di uguaglianza e diritto commerciale*, in *Giur. comm.* 2008, 570 ss.

<sup>367</sup> G. D'Attorre, nt. 366.

<sup>368</sup> Nuovamente G. D'Attorre, nt. 366, con riferimento alla parità di trattamento nell'acquisto di azioni proprie occorre fare riferimento all'art. 132 T.U.F. coordinandolo con l'art. 92 T.U.F. sul punto cfr. F. M. Mucciarelli, nt. 356.

commutativi<sup>369</sup> nell'ambito dei quali una deroga alla proporzionalità non si giustifica posto che nessuno interesse collettivo giustifica trattamenti differenziati.

E lo stesso può dirsi rispetto alla proporzionalità predicata dall'art. 2442 c.c. operazione nell'ambito della quale si assiste ad uno spostamento di poste contabili non giustificativa di per sé di uno scostamento dalle regole della proporzionalità<sup>370</sup> tanto da ritenere che un'assegnazione non proporzionale non potrebbe essere deliberata se non attraverso l'espreso consenso del socio pregiudicato e ciò non in ragione di un diritto individuale del socio sul patrimonio netto quanto piuttosto in ragione di un diritto del socio ad un trattamento paritario.

Ne consegue che la parità di trattamento costituisce un principio e non una regola tanto da condurre in certi casi ad una sua applicazione in altri ad essere disapplicato<sup>371</sup>.

La parità di trattamento dunque postula, quantomeno in un contesto chiuso, necessariamente che i soggetti possano essere trattati diversamente solo ove ricorrano circostanze tali da permettere un trattamento diverso.

Situazioni diverse suscettibili di essere trattate diversamente. La disuguaglianza infatti si avrebbe ove invece si pretendesse di trattare allo stesso modo situazioni difformi.

E pertanto ogni qual volta il socio assuma la veste di terzo rispetto alla società e si ponga rispetto agli altri in una situazione non omogenea, la scelta dell'organo amministrativo di porre in essere un trattamento differenziato non potrà ritenersi viziata né tantomeno porsi in violazione del principio sopra enunciato.

Ne consegue che una deliberazione di aumento del capitale in favore di un singolo socio o in misura non proporzionale, ogni qual volta la società possa ricevere da quest'ultimo un vantaggio in termini di incremento di valore aggregato delle azioni tale da giustificare un'alterazione del peso partecipativo degli altri soci, non possa che ritenersi legittima alla luce di una valutazione comparata di interessi tutti riferibili al rapporto contrattuale e ove il medesimo vantaggio non possa essere conseguito da nessun altro socio e comunque anche ove così fosse, a condizioni migliori da quelle assicurate dal primo<sup>372</sup>.

Tale soluzione non potrebbe ritenersi in contrasto con l'esigenza di interpretare la normativa interna conformemente alla normativa comunitaria.

Infatti come ricordato l'art. 42 nell'imporre il principio di parità di trattamento non impedisce alla società e per essa ai suoi organi di operare trattamenti differenziati ove i soci si trovino in condizioni diverse. La diversità di condizioni deriva necessariamente dall'esistenza di un interesse parimenti

---

<sup>369</sup> G. D'Attorre, nt. 366

<sup>370</sup> Sul punto cfr. M. Cera, *Il passaggio di riserve a capitale*, Milano, 1988.

<sup>371</sup> Sul punto N. Robiglio, *La parità di trattamento tra soci nella società per azioni*, Tesi di Laurea discussa presso l'Università Statale di Milano 1985/1986.

<sup>372</sup> G. D'Attorre, nt. 366 nonché P. Marchetti, nt. 198.

lucrativo che la società può avere nell'attribuire le azioni a quel determinato soggetto tanto da escludersi l'esistenza di un qualsiasi abuso.

Ne consegue coerentemente che nel caso di specie non si assisterebbe ad alcuna disparità di trattamento né sarebbe possibile configurare un diritto del socio a non subire un'alterazione della proporzione partecipativa originaria.

L'alterazione della proporzionalità partecipativa in quanto tale non costituisce una lesione di un diritto endocorporativo e quindi non potrebbe condurre all'impugnazione ai sensi dell'art. 2388 co. 4 c.c.<sup>373</sup>

L'impugnazione della deliberazione potrà giustificarsi ove ricorra l'abuso che potrebbe verificarsi unicamente a fronte in un'irragionevole esclusione del diritto di opzione e, quindi, in assenza di un interesse concreto compatibile con i criteri delineati nella delega o nel mancato rispetto del bilanciamento di interessi sopra riferito.

L'impugnazione pertanto potrà fondarsi, sull'illogicità, l'incoerenza o infine in caso di assenza delle ragioni fondanti l'esclusione del diritto di opzione non già semplicemente a causa dell'alterazione della posizione partecipativa originaria.

---

<sup>373</sup> Sul punto le acute osservazioni di V. Pinto, nt. 243 contra F. M. Mucciarelli, nt. 356.

9) *Società quotate, esclusione semplificata del diritto di opzione e delega all'aumento del capitale sociale all'organo amministrativo.*

La riforma del diritto societario del 2003 ha modificato sostanzialmente la disciplina del diritto di opzione relativamente alle società per azioni quotate in un mercato regolamentato sulla base di quanto previsto già dalla legge delega.

Infatti l'art. 4 co. 9 lett. b) l. 366/2001 prevedeva: “una opportuna differenziazione” della disciplina della delega all'esclusione del diritto di opzione nelle società quotate e la relazione illustrativa sottolineava l'opportunità di tratteggiare una disciplina che ridimensionasse la tutela corporativa, tanto più logica allorchè la società abbia un azionariato diffuso per il quale la suddetta tutela è meno rilevante.

Il legislatore delegato è intervenuto in materia di esclusione del diritto di opzione modificando l'art. 2441 co. 4 c.c. prevedendo che, nell'ambito delle società quotate in mercati regolamentati, lo statuto può altresì escludere il diritto di opzione nei limiti del dieci per cento del capitale preesistente, a condizione che il prezzo di emissione corrisponda al valore di mercato delle azioni e ciò sia confermato in apposita relazione da un revisore legale o da una società di revisione legale<sup>374</sup>.

Diversamente l'art. 2443 c.c. come esaminato, non prevede una disciplina differenziata per il caso in cui l'assemblea attribuisca all'organo amministrativo la delega per l'esclusione del diritto di opzione ove la società sia quotata in un mercato regolamentato dettando una disciplina apparentemente unitaria volta a regolare tutte le fattispecie astrattamente riconducibili all'ambito di applicazione della disposizione. Infatti il rinvio operato dall'art. 2443 c.c. agli artt. 2441 co. 4 e co. 5 c.c. permette di ricomprendere anche la possibilità di delega dell'esclusione dell'opzione in forma semplificata.

Prima di soffermarsi sulla disciplina della delega appare necessario trattare della disposizione generale prevista all'art. 2441 co. 4 secondo periodo del c.c. al fine di pervenire ad una soluzione coerente per l'ipotesi in cui la deliberazione sia assunta dall'organo amministrativo.

La norma, infatti, ricorda molto da vicino l'analoga disposizione contenuta nel par. 186 dell'Aktg secondo cui “un'esclusione del diritto di opzione è ammessa in particolare purchè l'aumento del

---

<sup>374</sup> Con riferimento all'art. 2441 co. 4 c.c. cfr. A. Abu Awad, nt. 234, G. Balp – M. Ventoruzzo, *Esclusione del diritto di opzione nelle società con azioni quotate nel limite del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, in Riv. Soc. 2004, 833 ss.; P. Marchetti, *Gli aumenti di capitale, Il nuovo ordinamento delle società (Consiglio Notarile di Milano. Scuola del Notariato della Lombardia. Federnotizie)*, Milano, 2003, 267 ss. P. Greco, *Art. 2441, Commentario alla riforma delle società* a cura di Santoro – Sandulli, Milano, 2004; F. Guerrera, *Art. 2441, in Commentario del diritto delle società* a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Milano, 2004; M. Speranzin, *Art. 2441, in Commentario romano al diritto delle società* a cura di F. D'Alessandro, Roma, 2007; E. Ginevra, *La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale*, in Riv. Soc. 2008; G. Giannelli, *L'aumento di capitale a pagamento*, in *Il nuovo diritto delle società Liber Amicorum Gianfranco Campobasso*, III, Torino, 2007; A. Blandini, *Società quotate e società diffuse*, in *Trattato di diritto civile del Consiglio Nazionale del Notariato*, diretto da P. Perlingeri, Napoli, 2005; S. Cerrato, *Art. 2441, in Il nuovo diritto societario* a cura di G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, 1500 ss.; S. Cerrato, *Le deleghe di competenze assembleari nella società per azioni*, Giuffrè. 2009; per alcuni riferimenti cfr. altresì V. Pinto, nt. 243 e G. D'Attorre, nt. 366.

capitale sociale mediante conferimenti in denaro non superi la decima parte del capitale sociale e il prezzo di emissione non sia notevolmente inferiore al prezzo di borsa”.

Occorre ricordare, come evidenziato nelle pagine precedenti, che una forma di esclusione semplificata del diritto di opzione è stata prevista anche nell’ordinamento francese in cui espressamente l’emissione viene limitata nei limiti del 10% del capitale sociale prevedendosi la necessità di rispettare un intervallo temporale tra un aumento e l’altro nonché la possibilità di riservare l’emissione solo al mercato mediante un’offerta pubblica di sottoscrizione.

Con riguardo al par. 186 dell’Aktg, nei capitoli precedenti si è fatto riferimento all’interpretazione che della disposizione ha dato la dottrina e la giurisprudenza tedesca specie con riferimento all’aumento delegato del capitale sociale, tuttavia le due disposizioni quella italiana e quella da ultimo richiamata presentano già ad una prima lettura alcune diversità che ne sottendono una diversa filosofia ispiratrice.

L’art. 2441 co. 4 prevede che la c.d. esclusione semplificata del diritto d’opzione sia subordinata all’introduzione di una clausola statutaria *ad hoc* che facoltizzi gli organi sociali a procedere all’aumento del capitale sociale avvalendosi della disciplina speciale.

Inoltre la disposizione italiana diversamente da quella tedesca subordina il limite del 10% al capitale preesistente e non prevede la possibilità almeno apparentemente di uno scostamento in difetto né in eccesso del prezzo di emissione dal prezzo di mercato.

Diversamente dalla disciplina ordinaria sull’esclusione del diritto di opzione non contempla la necessità del procedimento di cui all’art. 2441 co. 6 c.c.

Infine un’ulteriore differenza dalla disciplina tedesca consiste nell’omissione circa la natura del conferimento che possa giustificare l’esclusione nei limiti del 10% del capitale.

Analogamente a quanto omissis di prevedere in Germania e diversamente da quanto espressamente previsto in Francia, l’art. 2441 co. 4 c.c. non specifica né i destinatari dell’emissione né la necessità di rispettare un intervallo temporale minimo tra un’emissione e l’altra.

Inoltre l’art. 2441 co. 4 c.c. non permette di individuare il parametro in base al quale il limite del 10% del capitale debba valutarsi potendosi astrattamente ritenere rilevanti sia il capitale sociale esistente al momento dell’introduzione della clausola sia il capitale sociale preesistente alla deliberazione di aumento.

Tutti questi aspetti devono pertanto essere coordinati con la funzione della disposizione e con la ratio sottesa a questa speciale facoltà consentita solo rispetto alle società quotate sui mercati regolamentati.

Come evidenziato precedentemente, ad una maggiore dispersione dell'azionariato corrisponde un naturale disinteressamento dell'azionista rispetto alle vicende gestionali.

La partecipazione azionaria muta la propria configurazione passando da uno strumento di compartecipazione alle decisioni aziendali ad uno strumento di puro investimento. L'esistenza di un mercato in cui negoziare i titoli azionari permette la realizzazione dell'interesse tipico dell'azionista consistente nella dismissione della partecipazione alle condizioni migliori.

La disposizione da ultimo citata, dunque, deve essere collocata nell'ambito di un contesto tipologico ove la partecipazione assume una veste diversa dal contesto tipico della società per azioni chiusa. La naturale vocazione al disinvestimento presuppone, dunque, un disinteresse partecipativo dell'azionista interessato più che ai profili amministrativi della partecipazione a quelli patrimoniali.

È nell'ambito di questo contesto che occorre valutare la disciplina dell'opzione e conseguentemente individuare la ratio della disciplina speciale in questa sede esaminata.

Come rilevato inizialmente, l'opzione manifesta una duplice natura e funzione: da un lato permette il mantenimento del peso organizzativo in termini di mantenimento delle prerogative amministrative e partecipative in senso ampio, dall'altro mira a tutelare il valore economico dell'azione permettendo al socio che esercita l'opzione di riservarsi il valore originario della partecipazione mantenendo intatto il peso partecipativo anche avuto riguardo alla consistenza patrimoniale della società.

Se dunque il primo aspetto, quello relativo al mantenimento della posizione amministrativa, risulta per certi versi superfluo<sup>375</sup> in un contesto disperso, dall'altro la tutela della posizione patrimoniale del socio risulta conseguibile attraverso modalità diverse.

Nell'esaminare le fasi e il procedimento imposto dalla legge e dalla normativa secondaria caratterizzanti l'offerta in opzione delle azioni si sono verificati i problemi legati alle tempistiche di reperimento del capitale e alle conseguenze che l'allungamento dei tempi può produrre sul prezzo di emissione.

Alla luce dei risultati raggiunti sembra pertanto che la disposizione di cui all'art. 2441 co. 4 c.c. assolva proprio alla funzione di conciliare le due diverse istanze: da un lato facilitare la raccolta del capitale, dall'altro tutelare la posizione economica dei soci.

Preso atto del diffuso disinteresse dei soci rispetto al mantenimento della proporzionalità nella sua componente partecipativa, l'istituto dell'opzione manifesta tutte le sue incongruenze nell'ambito di una società quotata in un mercato regolamentato.

Infatti i soggetti che volessero mantenere tali prerogative, privati del diritto di opzione, potrebbero autotutelarsi mediante l'acquisto diretto delle partecipazioni sul mercato regolamentato<sup>376</sup>.

La previsione del limite del 10%, infatti, si giustificerebbe in relazione al fatto che il mancato riconoscimento del diritto di opzione contenuto nell'ambito di quel limite, incidendo in misura

---

<sup>375</sup> Sul punto cfr. E. Ginevra, *Sub art. 2441 c.c.*, in *La società per azioni* diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, II, Giuffrè, 2016, 2637 ss.

<sup>376</sup> Nuovamente E. Ginevra, nt. 375, 2638; A. Abu Awadd, nt. 234.

relativamente contenuta sul flottante, non costituirebbe un ostacolo significativo per i soggetti interessati all'acquisto diretto delle partecipazioni sufficienti al mantenimento delle prerogative originarie<sup>377</sup>.

Se fosse effettivamente questo il senso del limite indicato dalla disposizione<sup>378</sup>, sarebbe corretto affermare che il legislatore avrebbe operato una presunzione assoluta di rispondenza dell'emissione contenuta entro il suddetto limite all'interesse sociale<sup>379</sup>.

È dunque possibile ritenere che, diversamente dalle società per azioni chiuse, nelle società aperte la visione pluralista dell'interesse sociale comprensiva dell'interesse alla proporzionalità intesa quale mantenimento dello status quo ante originario, possa essere rimodulata nel senso di depotenziare la rilevanza di quel profilo per esaltare maggiormente il profilo della massimizzazione della redditività azionaria.

E ciò del resto tiene conto del reale interesse degli azionisti i quali titolari di percentuali infinitesimali o comunque ridotte del capitale sociale non potrebbero vantare alcuna utilità rispetto al mantenimento della proporzionalità né in termini di incidenza sulla gestione né in termini di remunerazione dell'investimento.

Tornando alla considerazione di cui sopra, la piena corrispondenza con l'interesse sociale permetterebbe da un lato di ritenere sussistente una presunzione assoluta di conformità alla stesso operata per scelta legislativa, dall'altro e conseguentemente, giustificerebbe il mancato richiamo espresso a quanto previsto dalla disciplina ordinaria in termini di giustificazione delle ragioni dell'esclusione del diritto.

---

<sup>377</sup> Dunque la previsione di un limite pari al 10% si giustificerebbe solo ove l'emissione sia rivolta ad un soggetto determinato e non dovrebbe peraltro fare riferimento all'ipotesi in cui la società proceda ad un collocamento mediante offerta pubblica di sottoscrizione. In quest'ultima ipotesi infatti, la possibilità data per definizione a tutti i soci di procedere alla sottoscrizione diretta delle azioni, potrebbe condurre l'interprete a ritenere che l'art. 2441 co. 4 c.c. non si riferisca al collocamento pubblico ma solo al collocamento privato. Sul punto cfr. A. Abu Awadd, nt. 234.

<sup>378</sup> In questo senso cfr. A. Abu Awadd, nt. 234 ; in senso diverso tuttavia G. Balp – M. Ventoruzzo, nt. 374 secondo i quali il significato del limite del 10% consisterebbe nella scarsa rilevanza di un'emissione contenuta entro detto limite sulla posizione organizzativa / amministrativa degli azionisti. La critica a questa tesi potrebbe essere data dal fatto che l'ordinamento italiano, diversamente da quello francese, e analogamente a quello tedesco non pongono un limite temporale entro cui procedere ad un successivo aumento sempre nel limite del 10% confermando l'irrilevanza per la tutela della posizione amministrativa degli azionisti. Posizione che, invece, risulta tutelata dall'ordinamento francese in cui oltre alla previsione di un intervallo temporale tra le varie deliberazioni, l'esclusione semplificata è ammessa ove sia rivolta unicamente al mercato. Per le criticità relative ad una serie di emissioni nei limiti del 10% con innalzamento della base di calcolo del suddetto limite cfr. F. Guerrera, nt. 374 il quale invoca a tutela della posizione del socio il rispetto del principio di buona fede nell'esecuzione del contratto. Occorre infatti ricordare che l'ordinamento italiano stabilisce che il flottante minimo delle società quotate in mercati regolamentati italiani deve essere almeno pari al 25% del capitale a meno che la Consob non autorizzi espressamente la quotazione in presenza di un flottante più basso. Per flottante s'intende la diffusione dell'azionariato e quindi il fatto che almeno la percentuale indicata non sia posseduta da soggetti titolari di partecipazioni qualificate pari ad almeno il 2% del capitale o appartenenti a patti di sindacato.

<sup>379</sup> Posizione questa condivisa dalla dottrina maggioritaria. Cfr. M. Speranzin, nt. 374 ; C. A. Busi, nt. 292; G. Balp – M. Ventoruzzo, nt. 374; P. Marchetti, nt. 374 Contra S. Cerrato, nt. 374 e 205 e in termini dubitativi R. Sacchi, nt. 229.

Lascia peraltro perplessi la scelta del legislatore di subordinare l'operatività della disciplina ad un'espressa previsione statutaria.

Infatti, elemento caratterizzante la disciplina speciale sembra essere unicamente l'esistenza di un mercato regolamentato di scambio dei titoli azionari ragion per cui si sarebbe potuto prevedere, analogamente a quanto previsto dal legislatore tedesco, un'attenuazione dei vincoli legislativi imposti dalla seconda direttiva con riferimento al semplice fatto della quotazione indipendentemente dalla previsione di un'espressa clausola statutaria.

In ogni caso è proprio l'esistenza di un mercato regolamento che ha suggerito nelle pagine precedenti, un'attenuazione dell'interpretazione di cui all'art. 2441 co. 5 nella parte in cui si prevede un nesso di strumentalità qualificato tra la decisione di esclusione del diritto di opzione e la ricorrenza di un determinato interesse sociale.

Preso atto della scelta legislativa, non si può non tenere in considerazione la modificazione della disciplina applicabile alla società per azioni a seguito dell'introduzione della clausola statutaria. Ed è pertanto possibile ritenere che la scelta di introduzione della clausola di cui all'art. 2441 co. 4 c.c. comporti effettivamente il passaggio da un tipo sociale ad un subtipo all'interno della spa quotata in cui effettivamente si assiste, come detto, ad una rimodulazione dell'interesse sociale cui corrisponde un *alleggerimento* della componente partecipativa.

Tornando a quanto detto poc'anzi, occorre notare tuttavia che l'acquisto diretto delle azioni si pone quale strumento di tutela alternativo rispetto al diritto di opzione<sup>380</sup>.

Ebbene come rilevato da una parte della dottrina, l'alternatività delle tutele sarebbe coerente con un'impostazione assunta dal legislatore all'esito della riforma.

Basti pensare all'alternativa tra tutela reale e tutela risarcitoria nella disciplina dell'invalidità assembleare e degli atti societari, all'alternatività di tutele caratterizzanti le clausole di gradimento, all'ipotesi di recesso per cambio del controllo ex art. 2497 *quater* c.c. nonché all'ipotesi prevista in tema di scissione non proporzionale in cui il recesso sostituisce la previgente tutela reale prevista dalla precedente disposizione consistente nella facoltà di opposizione del socio colpito dall'alterazione partecipativa<sup>381</sup>.

Ebbene anche in quest'ipotesi l'acquisto diretto surrogando il diritto di opzione si porrebbe quale strumento diverso ma pienamente rispondente al contesto tipologico di riferimento.

Le differenze tra opzione e autotutela sono evidenti: da un lato il socio è destinatario passivo di una tutela dal sapore paternalistico, dall'altro invece l'acquisto della partecipazione presuppone un contegno attivo che peraltro si rinviene anche nell'esercizio del diritto di opzione.

---

<sup>380</sup> L'aspetto viene evidenziato da molti AA. tra cui M. Notari, *Appunti sul diritto di opzione nella riforma delle società*, in *Riv. Not.* 2002, I, 841 – 849, e nella recente monografia di A. Abu Awadd, nt. 234.

<sup>381</sup> Cfr. A. Abu Awadd, nt. 234

La privazione dell'opzione, tuttavia, comporta per il socio la perdita della possibilità di alienare il diritto sebbene si è correttamente osservato che chi non lo esercita difficilmente lo dismetterà colpito da quell'apatia razionale caratterizzante l'azionista nell'ambito di un contesto ad azionariato diffuso. In ogni caso anche la tutela della dismissione dell'opzione perde di rilievo se solo si pensi all'ipotesi in cui il deprezzamento del titolo in occasione del lancio di un aumento di capitale ne comporta automaticamente l'azzeramento del valore di scambio. Alla luce di queste brevi osservazioni, nulla osterebbe a ritenere che le due forme di tutela siano perfettamente assimilabili quanto agli interessi tutelati.

### *10) Una lettura coerente del parametro di determinazione del prezzo*

L'art. 2441 co. 4 c.c. diversamente dal criterio utilizzato dall'art. 2441 co. 6 c.c. ancora la determinazione del prezzo di emissione al valore di mercato delle azioni tanto da richiedere una relazione da parte della società di revisione volta ad accertarne la corrispondenza e non la congruità.

La diversità di criteri permette di cogliere la diversità di funzioni sottostanti alle due forme di esclusione semplificata.

La possibilità di prescindere da un interesse sociale al fine di compiere l'operazione permette di considerare gli azionisti in qualità di meri investitori rispetto ai quali la vicenda dell'aumento di capitale con azioni offerte al terzo deve essere letta coerentemente con quanto previsto dall'art. 92 tuf<sup>382</sup> al fine di garantire una parità di trattamento nella possibilità di soddisfare un'esigenza conservativa dal punto di vista dell'acquisto azionario.

La previsione di un prezzo ancorato al valore di mercato permette di ritenere che la disposizione miri oltre che ad assicurare una rapida ricapitalizzazione della società anche a tutelare i soci dal punto di vista dell'acquisto e della dismissione delle partecipazioni.

Infatti diversamente dalla disciplina tedesca l'ordinamento italiano non permette quantomeno espressamente di prevedere un prezzo inferiore o superiore al prezzo di mercato parlando di prezzo corrispondente (sebbene non coincidente).

La previsione deve essere inquadrata nell'ambito del contesto delineato. Infatti la possibilità di prevedere un prezzo inferiore o superiore al valore di mercato, indipendentemente dalle modalità di calcolo seguite per la determinazione, comporta il rischio di un decremento o incremento del prezzo causato da una reazione del mercato al compimento dell'operazione.

Ove la società operasse un forte sconto rispetto al prezzo di mercato ingiustificato rispetto alle condizioni di mercato assunte quale parametro di calcolo del prezzo, il mercato e dunque gli investitori potrebbero ritenere che la società stessa versi in condizioni tali da richiedere una ricapitalizzazione a condizioni eccessivamente favorevoli stante l'incapacità di recuperare risorse finanziarie presso istituti di credito<sup>383</sup>.

Diversamente il pagamento di un premio potrebbe in certe circostanze determinare una sopravvalutazione del titolo con un'impennata in rialzo dei prezzi.

---

<sup>382</sup> Il parallelo viene colto da G. Giannelli, nt. 204, in senso parzialmente diverso A. Abu Awadd, nt. 234

<sup>383</sup> E' un classico problema di asimmetrie informative tra insiders e outsiders. Si potrebbe tuttavia ritenere che l'obbligo di comunicazione della relazione dell'organo amministrativo previsto dal regolamento emittenti Consob art. 72 allegato E, abbia la funzione di evitare tale asimmetria informativa in vista della tutela degli investitori al fine di giustificare le ragioni economiche dell'aumento di capitale. Sul contenuto dell'informazione si tornerà successivamente.

Tanto la riduzione del valore quanto il rialzo incontrollato potrebbero pregiudicare la possibilità per il socio di acquistare azioni sul mercato alle stesse condizioni praticate nei confronti del terzo e precisamente un'impennata dei prezzi condurrebbe ad una maggiore difficoltà di mantenere inalterato il peso partecipativo, una decrescita dei prezzi condurrebbe i soci a disinvestire radicalmente non permettendosi in questo modo il mantenimento della posizioni originaria.

La legittimità di previsioni di sconti o premi dovrebbe valutarsi in ragione dell'incidenza sui prezzi in misura tale da evitare effetti riflessi sul prezzo delle azioni tanto da impedire ai soci interessati l'acquisto del quantitativo di azioni sufficiente.

Inoltre occorre rilevare come il criterio utilizzato dall'art. 2441 co. 4 c.c. presupponendo una lettura del fenomeno in un'ottica di mercato non permetterebbe di tenere in considerazioni altri criteri tra cui quello patrimoniale previsto dall'art. 2441 co. 6 c.c.<sup>384</sup>

Sebbene tale possibilità permetta di tutelare il socio dal punto di vista patrimoniale meglio di quanto non avverrebbe attraverso il mero riferimento al prezzo di mercato, l'utilizzo di criteri diversi potrebbe incidere sul prezzo tanto da riflettersi sul valore di mercato in maniera tale da rendere più difficoltoso il disinvestimento o il reinvestimento.

Deve pertanto ritenersi che la diversità dei due criteri risponda alla diversa chiave di lettura delle disposizioni in tema di esclusione del diritto di opzione. L'esclusione semplificata dunque guarda gli azionisti come investitori più che come soci e deve necessariamente prescindere da ogni valutazione di matrice societaria – associativa volta a tutelare i soci dal solo punto di vista statico. Il criterio del prezzo di mercato dunque deve pertanto valutarsi in ragione dell'influenza che l'operazione produce rispetto alla possibilità di disinvestire e reinvestire in titoli della stessa società in ogni caso tenendo in considerazione l'esigenza di tutelare il socio attivo rispetto a quello passivo.

È per tutte queste ragioni che l'acquisto diretto può costituire la chiave di lettura della norma potendosi qualificare come tutela alternativa al diritto di opzione.

La possibilità di autotutelarsi mediante l'acquisto diretto delle partecipazioni sul mercato costituendo la chiave interpretativa del limite del 10% permette di risolvere altri problemi interpretativi posti dalla norma primo tra tutti il riferimento al capitale preesistente.

---

<sup>384</sup> In senso diverso S. Cerrato, nt. 205, ma ciò coerentemente con la posizione assunta dall'A. secondo il quale si tratterebbe di una semplice presunzione di conformità relativa con l'interesse sociale essendo parimenti a quanto previsto dalla disciplina ordinaria l'organo amministrativo tenuto al rispetto dei parametri previsti dai co. 5 e 6 dell'art. 2441 c.c.

## 11) Il capitale preesistente

Come accennato poc'anzi la disposizione non chiarisce se il limite del 10% debba essere calcolato avuto riguardo al capitale esistente alla data di introduzione della clausola<sup>385</sup> o alla data della delibera di aumento<sup>386</sup>.

Ove si aderisse a quanto poc'anzi sostenuto, dovendo la disposizione essere interpretata in relazione alla possibilità per i soci di autotutelarsi acquistando direttamente le azioni sul mercato, occorre verificare se a ridosso della deliberazione, l'aumento di capitale offerto al terzo possa effettivamente incidere sul flottante tanto da impedire ai soci interessati l'acquisto delle partecipazioni<sup>387</sup>.

E dunque il riferimento al limite del 10% non può che riferirsi al capitale esistente (dunque sottoscritto) al momento della deliberazione<sup>388</sup>.

A ragionare diversamente, parametrando il limite del 10% al momento introduttivo della clausola, la società potrebbe essere privata della possibilità di procedere a successivi aumenti di capitale anche ove il flottante risulti incrementato tra il momento di introduzione della stessa e la data dell'assunzione della deliberazione per effetto ad esempio del lancio di un'offerta pubblica di sottoscrizione avvenuta medio tempore<sup>389</sup>.

Tale soluzione tuttavia comporta un problema particolare<sup>390</sup>.

Preso atto del fatto che la disposizione non preclude il lancio di più aumenti uno dietro l'altro diversamente da quanto previsto in Francia, ancorare il limite del 10% al capitale esistente al momento della deliberazione presuppone la possibilità che la base di calcolo del limite s'incrementi in aumento<sup>391</sup>. Si ipotizzi che la società abbia un capitale di 100 e deliberi un aumento di 10. Ove l'aumento fosse tutto sottoscritto il capitale giunge a 110. Il limite del 10% dovrebbe ricalcolarsi su 110 e dunque il nuovo aumento dovrebbe essere pari a 11.

In questo modo progressivamente si assisterebbe ad un decremento più che proporzionale del flottante.

---

<sup>385</sup> In questo senso cfr. M. Speranzin, nt. 374; P. Marchetti, nt. 374;

<sup>386</sup> S. Cerrato, nt. 205; A. Abu Awadd, nt. 234

<sup>387</sup> Nuovamente A. Abu Awadd, nt. 234

<sup>388</sup> In senso conforme anche E. Ginevra, nt. 375, 2638.

<sup>389</sup> Per un'interpretazione restrittiva con riferimento al limite del 10% relativo alla delega all'aumento del capitale nell'ordinamento tedesco cfr. H. Hirte, Pfeifer, *L'evoluzione del diritto delle imprese e delle società in Germania negli anni 1996 e 1997*, in Riv. Soc. 2002, 667 ss. favorevoli alla tesi sostenuta dal Tribunale di Monaco secondo cui il limite del 10% dovrebbe impedire all'organo amministrativo di procedere a più di un aumento di capitale posto che il parametro di valutazione dovrebbe essere il capitale esistente al momento di conferimento della delega. Sentenza richiamata nel saggio di G. Balp – M. Ventoruzzo, nt. 374.

<sup>390</sup> Problema evidenziato tra gli altri da F. Guerrera, nt. 374.

<sup>391</sup> Preoccupato di una simile eventualità è P. Montalenti, *La società quotata*, in AA. VV. *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, v. IV, t. 2 Padova, 2004; nonché P. Marchetti, nt. 374 il quale tuttavia sembra favorevole alla possibilità per l'organo amministrativo di procedere a plurimi aumenti privati affidando la tutela dei soci non ad un implicito divieto ex ante quanto piuttosto a tutele risarcitorie e demolitorie da effettuarsi ex post. Cfr. P. Marchetti, *La gestione della spa*, in *Le grandi opzioni della riforma*, a cura di G. Cian, Milano, 2004.

Ciò però non impedisce in astratto di valutare volta per volta se l'aumento possa o meno incidere sulla possibilità per i soci interessati ad acquistare le azioni sufficienti al mantenimento della proporzione originaria.

In realtà il problema dell'incremento della base di calcolo deve essere relativizzato in ragione dell'ampiezza del flottante azionario.

Infatti ove il flottante sia particolarmente ampio, assistendosi ad un fenomeno di dispersione dell'azionariato, un incremento della base di calcolo risulterebbe del tutto irrilevante ai fini della possibilità per il socio di reperire azioni in misura sufficiente.

Potrebbe tuttavia accadere che in ragione dell'ampiezza (scarsa) del flottante anche una sola emissione destinata ad un determinato soggetto possa precludere il compimento di una nuova operazione ove la riduzione della diffusione azionaria sia tale da impedire l'attivazione dello strumento di autotutela.

Da ciò discende la consapevolezza della criticità applicativa della disposizione variabile a seconda del contesto azionario di riferimento<sup>392</sup>.

Tuttavia ove si aderisse al percorso finora condotto, la necessità di valutare volta per volta la possibilità da parte dei soci interessati rispetto al mantenimento della proporzione originaria, permette di verificare con *sufficiente certezza* le ipotesi in cui la disposizione si presti ad un utilizzo abusivo o meno<sup>393</sup>.

Infatti ove l'emissione destinata ad un terzo, possa condurre ad una riduzione del flottante in misura tale da non consentire il reperimento delle azioni sufficienti, la società e per essa i suoi organi dovranno necessariamente procedere o ad un aumento rispettoso del diritto di opzione o procedere ad un'esclusione del diritto di opzione giustificata da un interesse sociale comune di volta in volta ricorrente.

Ove diversamente si procedesse alla deliberazione attraverso lo strumento dell'esclusione semplificata la deliberazione sarebbe annullabile ai sensi dell'art. 2377 o, nel caso in cui deliberata dall'organo amministrativo, ex art. 2388 co. 4 c.c.

---

<sup>392</sup> Un'interpretazione di questo tipo dovrebbe condurre a ritenere che la clausola statutaria possa essere inserita in un contesto societario a proprietà dispersa o quantomeno caratterizzato dall'assenza di soci stabili e di controllo. Sul problema relativo al trasferimento del controllo a seguito di una deliberazione di esclusione semplificata dell'opzione cfr. quanto detto precedentemente e quanto si dirà successivamente.

<sup>393</sup> La sufficienza del flottante idoneo a rendere possibile l'autotutela dei soci dovrà costituire presupposto indefettibile della relazione di accompagnamento che sebbene non espressamente prevista dall'art. 2441 co. 4 c.c. è imposta dal regolamento emittenti art. 71 allegato a.

## 12) Esclusione statutaria del diritto di opzione e compatibilità con il diritto comunitario

Preso atto della ratio della disposizione e coerentemente affrontati i problemi inerenti alla misura dell'emissione e del prezzo, occorre soffermarsi su un aspetto particolarmente complesso che risulterà decisivo ai fini della problematica in questa sede affrontata dell'aumento delegato.

L'art. 2441 co. 4 c.c. prevede la possibilità per lo statuto di escludere il diritto di opzione nei limiti del 10% del capitale preesistente.

Partendo dal presupposto per cui la disposizione opererebbe una presunzione assoluta di conformità all'interesse sociale, occorre valutare se con tale clausola statutaria lo statuto autorizzi l'organo deliberante ad escludere volta per volta il diritto di opzione<sup>394</sup> oppure si attui un'esclusione a monte ex ante del diritto di opzione nella sua configurazione astratta<sup>395</sup>.

La risposta al quesito postula necessariamente una considerazione preliminare tra diritto astratto di opzione e diritto concreto<sup>396</sup>.

Il concetto di diritto astratto di opzione costituisce il frutto di un'impostazione interpretativa volta a ritenere il mantenimento della proporzionalità assicurata dall'opzione quale prerogativa indisponibile dal principio maggioritario<sup>397</sup>.

Il diritto astratto di opzione dunque muove da una visione del fenomeno societario attributiva di diritti individuali indisponibili da parte dei soci quale conseguenza di un approccio interpretativo condizionato da una precomprensione di tipo normativistico. In altre parole il diritto di opzione nella sua configurazione astratta costituirebbe una sorta di principio normativo ineliminabile nemmeno attraverso una scelta statutaria.

Tale conclusione risulterebbe a prima vista coerente con la disciplina comunitaria ove viene espressamente negata la possibilità per gli statuti di limitare o escludere il diritto di opzione, essendo tuttavia legittima un'esclusione del diritto volta per volta sulla base di singole deliberazioni sociali.<sup>398</sup>

Anche il legislatore comunitario avrebbe pertanto quantomeno apparentemente impedito ai singoli Stati membri di procedere ad un'esclusione statutaria del diritto di opzione affermando l'indisponibilità del c.d. diritto astratto di opzione e giungendo a ritenere sacrificabile solo il diritto di opzione concreto.

Alla luce di questo ragionamento si dovrebbe ritenere, anche ai fini di un'interpretazione della disposizione conforme al diritto comunitario, che lo statuto non possa escludere il diritto astratto di

---

<sup>394</sup> In questo senso cfr. S. Cerrato, nt. 374; M. Speranzin, nt. 374

<sup>395</sup> In questo senso invece, cfr. G. Giannelli, nt. 374 e A. Abu Awad, nt. 243.

<sup>396</sup> Sulla differenza tra diritto astratto di opzione inteso quale diritto preesistente alla deliberazione e diritto concreto di opzione inteso quale diritto che sorge per effetto della deliberazione cfr. R. Nobili, nt. 67. Distingue tra diritti rinunciabili (e perciò derogabili nello statuto originario) e diritti irrinunciabili (inderogabili dallo statuto originario) T. Ascarelli, *Sui poteri della maggioranza e alcuni limiti*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, 101 ss.

<sup>397</sup> Nuovamente T. Ascarelli, nt. 396.

<sup>398</sup> Cfr. art. 33 co. 4 Direttiva 2012/30/UE rifusione II Direttiva secondo cui: *"Il diritto di opzione non può essere escluso o limitato dallo statuto o dall'atto costitutivo. L'esclusione o la limitazione possono essere tuttavia decise dall'assemblea..."*

opzione ma possa semplicemente legittimare gli organi sociali a deliberare volta per volta l'esclusione del diritto di opzione<sup>399</sup>.

Su questa posizione si arresta una parte della dottrina italiana sulla base delle considerazioni sopra sviluppate<sup>400</sup>.

Tuttavia come rilevato nel corso di tutto il presente contributo il diritto di opzione non costituisce un concetto afferente al dato del reale come tale ineliminabile, ma si risolve in una scelta normativa avvenuta in Italia nel 1942 e comune alla totalità degli ordinamenti degli Stati appartenenti all'UE<sup>401</sup>.

Tale affermazione conduce pertanto a ritenere che il diritto di opzione ove si ponga a tutela di interessi meramente economici e non amministrativi, possa essere una tutela surrogabile<sup>402</sup>.

Ne è conferma sia l'inesistenza del diritto di opzione prima della riforma del 1942 sia l'evoluzione normativa e giurisprudenziale che ha caratterizzato l'ordinamento statunitense<sup>403</sup>.

Ove pertanto l'opzione assolvesse al mero interesse patrimoniale del socio come tipicamente avviene nell'ambito di un contesto diffuso, la sua sostituibilità con strumenti alternativi permette di ritenere che si tratti di una tutela di cui l'ordinamento effettivamente non ha bisogno posto che i vantaggi derivanti dal riconoscimento del diritto sono minori degli svantaggi eventualmente derivanti da una sua eliminazione.

Se pertanto in un contesto diffuso il diritto di opzione si rivela a certe condizioni superfluo e per certi versi inutile<sup>404</sup>, e ove si ritenesse che l'opzione costituisca un concetto normativo *non ineliminabile* per scelta statutaria, si potrebbe arrivare a sostenere che l'art. 2441 co. 4 c.c. preveda un'ipotesi di non spettanza del diritto di opzione verificandosi un'esclusione preventiva ex ante decisa dai soci nell'ambito del contesto assembleare<sup>405</sup>.

---

<sup>399</sup> Sul punto cfr. sia pur prima della riforma A. Cerrai – A. Mazzoni, nt. 358, secondo i quali una delibera che incide per il futuro sul diritto di opzione è nulla per contrasto con l'art. 2441 c.c. cfr. altresì G. Marasà, *Modifiche del contratto sociale e modifiche dell'atto costitutivo*, in Trattato delle società per azioni, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, VI, Torino, 1993 61 ss.

<sup>400</sup> Cfr. gli AA. della nota precedente. Sul punto cfr. M. Speranzin, *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio nella s.r.l.*, Giappichelli, Torino, 2012, 26, con riferimento alla disciplina della srl. Sul tema si tornerà successivamente.

<sup>401</sup> Cfr. G. La Banca, *Il diritto di opzione nella disciplina comunitaria*, in AA. VV., *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro e A. Patroni Griffi, Milano, 1984 619 ss.; F. La Malfa, *Aumento di capitale e delega al consiglio di amministrazione*, in AA. VV. *La seconda direttiva Cee in materia societaria*, a cura di L. Buttaro e A. Patroni Griffi, Milano, 1984, 499 ss.; M. Notari, *Appunti sul diritto di opzione nella riforma delle società*, in *Riv. Not.* 2002, I, 841 – 849. per un'interpretazione del dato normativo conformemente al paradigma comunitario G. B. Portale, *Uguaglianza e contratto*, Silloge in onore di G. Oppo, *Riv. Dir. Comm.* 1990; recentemente H. Hirte, nt. 309.

<sup>402</sup> A. Abu Awad, nt. 234.

<sup>403</sup> Sul punto si rinvia alle considerazioni iniziali.

<sup>404</sup> Sottolineano la superfluità dell'opzione e la non imprescindibilità dell'istituto E. Ginevra, nt. 375 ; F. M. Mucciarelli, nt. 285.

<sup>405</sup> Posizione questa sostenuta da P. Greco, nt. 374 e più recentemente da G. Giannelli, nt. 374 e A. Abu Awadd, nt. 243.

Ciò dunque permetterebbe di ritenere che gli organi competenti non debbano di volta in volta deliberare l'esclusione del diritto di opzione posto che tale diritto, nei limiti previsti e considerati dalla disposizione, sarebbe stato già precedentemente eliminato a seguito di un atto di autonomia statutaria.

Tale conclusione si presta ad essere avallata dalla considerazione per cui la fattispecie de qua, non presupponendo il ricorrere di uno specifico interesse sociale, renderebbe superflua una deliberazione che si limitasse ad escludere il diritto di opzione in assenza di una scelta strategica di natura gestoria realizzabile attraverso l'aumento di capitale destinato a terzi<sup>406</sup>.

In quest'ottica l'esclusione del diritto di opzione non costituirebbe una decisione autonoma ma una scelta contrattuale che conduce alla degradazione dell'offerta a terzi da decisione indipendente a contenuto organizzativo a mera *modalità esecutiva* dell'operazione di aumento del capitale sociale<sup>407</sup>.

Tale conclusione tuttavia si presta ad un'obiezione afferente all'incompatibilità di tale previsione normativa con l'ordinamento comunitario che, come ricordato, espressamente pone il divieto di esclusione statutaria del diritto di opzione<sup>408</sup>.

È opinione pacifica quella per cui ove la disciplina interna si presti a più interpretazioni, l'interprete dovrebbe preferire quella più coerente con la disciplina comunitaria<sup>409</sup>.

Occorre ricordare che la materia dell'opzione è disciplinata da una direttiva comunitaria che diversamente dalla fonte regolamentare (a meno che non si tratti di provvedimento self executive), non può produrre effetto diretto orizzontale nei singoli ordinamenti ove la stessa non sia recepita con normativa di rango primario.

Il criterio dell'interpretazione conforme permetterebbe di supplire ad un vuoto normativo o in alternativa, come nel caso di specie, permetterebbe di evitare procedure di infrazione rispetto ad una disposizione astrattamente contrastante con la disciplina comunitaria.

E dunque se ci si fermasse ad un'interpretazione meramente letterale si dovrebbe ritenere che l'art. 2441 co. 4 c.c. legittimi solo in futuro l'esclusione del diritto prestandosi in ogni caso alle obiezioni sopra riferite.

Passando da un processo interpretativo fondato sulla lettera della legge ad un'interpretazione fondata sugli scopi della direttiva e dunque teleologica<sup>410</sup>, occorre tenere in considerazione l'art. 42 della seconda direttiva volto a garantire la parità di trattamento ai soci che si trovano nelle medesime condizioni.

---

<sup>406</sup> In altre parole la necessità di un'esclusione ad hoc del diritto costituirebbe un inutile formalismo in ossequio ad un adagio dottrinale per cui l'opzione non possa essere oggetto di un'esclusione a monte.

<sup>407</sup> In questo senso A. Abu Awad, nt. 243; G. Giannelli, nt. 243.

<sup>408</sup> Sottolineano una presunta incompatibilità con la seconda direttiva comunitaria sia S. Cerrato nt. 205; A. Blandini, nt. 374; M. Notari, nt. 160; diversamente ritiene di poter superare l'ostacolo dato dal divieto previsto con la II direttiva A. Abu Awad, nt. 374 nonché sia pur senza motivare sul rapporto tra disciplina interna e comunitaria G. Giannelli, nt. 374 facendo riferimento al rispetto dell'art. 92 tuf quale presupposto di legittimità dell'operazione purchè il prezzo sia corrispondente al valore di mercato.

<sup>409</sup> Nella manualistica comunitaria cfr. G. Tesauo, *Diritto dell'Unione europea*, Cedam, 2010.

<sup>410</sup> Nuovamente G. Tesauo, nt 409.

Il problema dunque deve necessariamente spostarsi sulla finalità che l'opzione tende ad assicurare che si risolve nel rispetto di una parità formale tra tutti i soci.

La destinazione dell'aumento ad un soggetto terzo, tuttavia, pone i soci tutti parimenti nella stessa posizione di pregiudizio quantomeno amministrativo / partecipativo. Dunque ogni riferimento alla parità di trattamento appare fuori luogo.

Ove la posizione del socio fosse avulsa dal contesto associativo per essere attratta nella fattispecie dell'investimento, il concetto di parità potrebbe trovare nuovamente applicazione tenuto in considerazione il fatto che il socio e il terzo potrebbero entrambi essere beneficiari dell'offerta. E dunque sia che l'offerta fosse rivolta ad un terzo sia che fosse rivolta ad un socio che assume la veste di terzo nell'ambito della fattispecie considerata, il rispetto della parità di trattamento si avrebbe in ogni caso posto che gli altri soci interessati all'acquisto delle azioni avrebbero le stesse medesime possibilità di investimento assicurate al socio / terzo beneficiario<sup>411</sup>.

Ciò pertanto presuppone una lettura della parità di trattamento nelle società quotate diversa da quella cui si assiste nell'ambito delle società chiuse.

Infatti il rispetto della parità nelle società chiuse presuppone che a fronte di identità di condizioni la società non possa operare trattamenti differenziati.

Come visto solo il ricorrere di un determinato interesse sociale in capo ad un socio giustifica l'alterazione delle proporzioni partecipative altrui.

Nella fattispecie dell'esclusione semplificata manca la necessità di giustificare l'esclusione attraverso l'esistenza di un interesse ulteriore e diverso. Ne consegue che apparentemente la società violerebbe il principio di parità ove desse una preferenza ad un socio rispetto ad un altro.

Tuttavia una lettura più attenta dell'art. 92 tuf permetterebbe di riconsiderare il concetto di parità di trattamento a livello di disciplina di mercato<sup>412</sup>.

La disposizione fa riferimento non ai soci o ai titolari di partecipazioni sociali quanto piuttosto ai titolari di strumenti finanziari emessi dall'emittente quotato in un mercato regolamentato italiano che si trovino in condizioni identiche.

La necessità di prevedere un trattamento egualitario tra soggetti che potrebbero anche non essere soci impone di rivedere la concezione tradizionale del fenomeno associativo riconsiderando il concetto di parità alla luce delle circostanze che accomunano tutti i soggetti che concorrono al finanziamento dell'impresa siano essi soci e non soci.

---

<sup>411</sup> In questi termini G. Giannelli, nt. 374 ; e in parte similmente A. Abu Awad, nt. 234

<sup>412</sup> Sul tema già da ora cfr. M. Montanari, *Il principio di parità di trattamento fra disciplina del mercato mobiliare e diritto delle società*, in *Giur. comm.*, I, 1996, 899, 900-02 P. Fabrizio, *Sub. art. 92*, in Commentario al testo unico della finanza a cura di G. Alpa e G. Capriglione, M. Ventrone, *Sub. art. 92*, in Commentario al Testo Unico della finanza, a cura di P. Marchetti e L. A. Bianchi, 1998; ; F. M. Mucciarelli, *Sulla parità di trattamento nella società per azioni quotata*, in *Riv. Soc.* 2004, P. Masi, *sub. art. 92*, in Commentario al testo unico della finanza, a cura di G. F. Campobasso, Utet.

Al fine di capire in cosa si sostanzia l'obbligo di assicurare una parità di trattamento occorre dunque verificare l'esistenza di un minimo comune denominatore tra soci e non soci e ciò permette di escludere ogni riferimento al profilo organizzativo/amministrativo<sup>413</sup>.

La spettanza di diritti endocorporativi è caratteristica delle azioni ma non necessariamente ricorre rispetto ad altre forme di finanziamento tra cui le obbligazioni, strumenti finanziari, opzioni, warrants futures ecc.

Ciò che accomuna i portatori di strumenti finanziari generalmente intesi è l'aspettativa di guadagno intesa in termini di disinvestimento<sup>414</sup>.

Ciò peraltro risulta coerente con le disposizioni chiaramente ispirate ad esigenze di tutela della parità intesa come necessità di assicurare ai soggetti che si trovano nelle medesime circostanze le stesse aspettative di guadagno.

---

<sup>413</sup> In questo senso G. D'Attorre, nt. 366 ; nonché M. Montanari, nt. 412; e successivamente F. M. Mucciarelli, nt. 412: *“Poiché l'enunciato contenuto nell'art. 92 T.U.F. si riferisce a tutti i proprietari di strumenti finanziari, i "fatti" rilevanti per sindacare la legittimità di una discriminazione sono solo quelli che possono essere comuni a tutti i proprietari tanto di azioni, quanto di altri strumenti. Si tratta, allora, di un'eguaglianza rispetto a valori e interessi attinenti al rapporto "proprietario" che intercorre tra il titolare e lo strumento finanziario. Quest'aspetto merita qualche riflessione ulteriore e a tale proposito occorre compiere una precisazione. Parlando di "proprietà", non si devono confondere due diversi piani, che spesso vengono giustapposti a causa dell'impiego del medesimo vocabolo. Si deve distinguere, infatti, il diritto fondamentale ad essere proprietari ed a disporre dei "propri" beni, dal rapporto di "appartenenza" tra una singola persona ed un bene (46). Nel primo senso la "proprietà" è un diritto fondamentale e in quanto tale spetta a "tutti"; nel secondo, invece, la "proprietà" è un diritto reale singolare, può essere oggetto di scambio ed è espressione delle diseguaglianze materiali tra gli uomini. L'elemento comune a tutti i proprietari di strumenti finanziari, e solo a loro, non è il diritto fondamentale (47), ma l'appartenenza del singolo bene a ciascun proprietario. Tale elemento comune, per essere tale, deve prescindere dal "bene" di cui gli individui sono proprietari, ossia deve essere a loro comune qualunque sia il tipo di strumento finanziario detenuto (azione, obbligazione o altro). Il criterio per accomunare eguali ad eguali, allora, può essere solamente il legame proprietario in quanto tale e, quindi, concernere l'esercizio delle singole facoltà di cui la proprietà privata si compone. In questa maniera si riesce a spiegare, sotto un profilo dogmatico, perché, quando la società intende acquistare azioni proprie, essa sia tenuta a proporre un'offerta pubblica d'acquisto. In tale maniera essa offre a tutti i proprietari attuali dello strumento, ed a ognuno di essi, la possibilità empirica di vendere il proprio bene. Anche le azioni, quindi, rilevano esclusivamente come "beni" appartenenti al patrimonio privato del loro titolare, al pari di qualsiasi altro strumento finanziario. Nessun significato è attribuito al profilo "interno" dell'azione così come degli altri strumenti, ossia all'insieme dei diritti, poteri, doveri e oneri sintetizzati dal vocabolo "partecipazione". Unico aspetto che rileva è, al contrario, quello "esterno" dello strumento: il rapporto di proprietà tra un soggetto ed il bene, la possibilità di disporre di quest'ultimo ed il suo valore di scambio”*. Contra A. Vicari, *Gli azionisti e la fusione delle società*, Milano, 2004, 41 ss. nonché M. Ventoruzzo, nt. 412 oltre che P. Masi, nt. 412, secondo cui la parità di trattamento dovrebbe guardare all'intera posizione organizzativa del socio posto che l'identità di condizioni non possa configurarsi che con riferimento a soggetti posti tendenzialmente nell'ambito della stessa categoria di soggetti opportunamente differenziando rispetto a circostanze nell'ambito delle quali la diversità di strumenti finanziari non impedisce un trattamento differenziato. Tornando al tema de qua il rispetto della parità di trattamento non potrebbe prescindere dalla posizione di socio nell'ambito del contratto associativo inquadrandosi piuttosto nell'ambito tradizionale. Ad avviso dell'A. pertanto permettere trattamenti differenziati che non tengano i considerazioni gli effetti derivanti da alterazioni della proporzione partecipativa non terrebbe conto i riflessi in termini di capital gain derivanti dall'annacquamento della partecipazione. sul punto potrebbe astrattamente replicarsi dicendo che rispetto a partecipazioni minime l'annacquamento partecipativo non dovrebbe produrre effetti rilevanti in termini di valore di cessione fermo restando l'assunto di base per cui l'operazione dovrebbe pur sempre essere rivolta alla massimizzazione del valore azionario tanto da impedire un deprezzamento del titolo. Deprezzamento impedito tra l'altro dal criterio della corrispondenza tra prezzo praticato e valore di mercato.

<sup>414</sup> M. Montanari, nt. 412 ; G. D'Attorre nt. 366.

Si pensi all'obbligo di rispetto della parità di trattamento nella disciplina dell'acquisto azioni proprie nonché nell'ambito opa<sup>415</sup>.

Ambito nel quale il profilo organizzativo non assume una portata tale da ritenersi ricompreso nell'area dell'art. 92 tuf come si evince dagli art. 111 e 108 tuf.

Dunque se la parità di trattamento presuppone l'attribuzione a ciascun socio della medesima possibilità di guadagno, ogni alterazione della componente amministrativa ove finalizzata alla massimizzazione del valore aggregato delle azioni, non incidendo sull'aspettativa di guadagno del socio<sup>416</sup>, non costituisce una violazione della regola di parità anche ove conduca ad una ripartizione dei benefici organizzativi in via non proporzionale. E se ciò nelle spa chiuse è giustificabile solo ove sussista un interesse sociale, l'esistenza di un mercato che permetta l'alienazione della partecipazione conduce a ritenere pienamente compatibile con l'art. 92 e con l'art. 42 della direttiva la possibilità di collocare l'aumento del capitale anche solo a favore di un socio o di un terzo senza necessità di deliberare previamente l'esclusione del diritto di opzione.

In altre parole, se la funzione della disciplina dell'opzione è quella di garantire la parità di trattamento e se la parità di trattamento può essere realizzata, nell'ambito di un contesto di mercato, attraverso il conseguimento dell'aspettativa di guadagno realizzabile mediante l'alienazione del titolo, un'esclusione statutaria del diritto di opzione nei limiti del 10%, , non condurrebbe ad una violazione della disciplina e sarebbe pienamente compatibile con la finalità cui la disciplina comunitaria è preposta<sup>417</sup>. Infatti in un contesto aperto il socio potrebbe autotutelarsi dal punto di vista amministrativo acquistando un numero di azioni sufficiente a mantenere inalterata la percentuale partecipativa pregressa.

---

<sup>415</sup> Sul punto G. D'Attorre, nt. 366

<sup>416</sup> E non credo che l'annacquamento del peso organizzativo a fronte di un incremento di valore aggregato possa costituire una diminuzione del possibilità di disinvestimento del titolo. Contra M. Ventoruzzo, nt. 412.

<sup>417</sup> Alla luce di questo ragionamento, essendo la parità di trattamento da intendersi nel senso di attribuire a tutti i soci identiche aspettative di guadagno prescindendosi dagli effetti non proporzionali in termini di ripartizione delle prerogative organizzative, si dovrebbe considerare legittimamente adottata una deliberazione di aumento del capitale deliberata tanto dall'assemblea quanto dall'organo amministrativo e rivolta anche a favore di un soggetto già socio. La tutela degli altri soci è data dalla possibilità di acquistare alle stesse condizioni le azioni offerte al socio in maniera tale da autotutelarsi anche sotto l'aspetto organizzativo. Considera legittima la delibera di aumento da parte del consiglio di amministrazione rivolta unicamente ad un soggetto già socio V. Pinto, nt. 243, non essendo possibile ad avviso dell'A. qualificare la parità di trattamento come un vincolo predeterminato all'agire degli organi sociali. Credo che la posizione dell'A. sia condivisibile in astratto, ma adattata al contesto concreto dell'esclusione semplificata, suscettibile di essere rivista alla luce della riformulazione del principio. Dubitativi sulla possibilità di procedere ad un aumento destinato in favore del singolo socio G. Balp – M. Ventoruzzo, nt. 374. Inoltre, la compatibilità con la disciplina comunitaria potrebbe essere affermata anche relativamente alla necessità di giustificare l'operazione alla luce di quanto previsto dalla disciplina secondaria del regolamento emittenti. Il mancato recepimento dell'art. 29 bis della II direttiva non osta alla possibilità di interpretare la disciplina interna nel senso sopra proposto alla luce del fatto che: a) la disciplina secondaria impone la previsione di un obbligo informativo sia pur dal contenuto differenziato rispetto a quello previsto dalla disciplina ordinaria di esclusione del diritto (sul punto si tornerà successivamente); b) la posizione organizzativa dei soci viene tutelata sia pur mediante una diversa tecnica di tutela (rectius autotutela) compatibile e coerente con il principio di parità di trattamento declinato in maniera diversa alla luce della componente del mercato.

Pertanto, alla luce di un'interpretazione teleologica della direttiva, non sembra possibile ritenere preclusa all'autonomia statutaria un'esclusione ex ante del diritto di opzione. In altre parole, in presenza della suddetta clausola statutaria per offrire le azioni ad un terzo (nell'ipotesi anche ad un socio), non sarebbe necessario escludere di volta in volta il diritto concreto di opzione<sup>418</sup>.

---

<sup>418</sup> L'assenza di tutele compensative caratterizzata dal mercato delle partecipazioni impedirebbe di ritenere legittima nell'ambito di una spa chiusa una clausola statutaria del medesimo tenore.

### 13) Delega all'organo amministrativo ed esclusione statutaria del diritto di opzione

Quanto detto ha una diretta e notevole rilevanza in tema di aumento delegato del capitale con riferimento all'esclusione semplificata del diritto di opzione.

Come ricordato, l'art. 2443 c.c. rinviando alle cause di esclusione previste dalla disciplina dell'art. 2441 co. 4 e 5 c.c. include ovviamente anche l'ipotesi prevista dal secondo periodo del co. 4<sup>419</sup>

Tale rimando permette di svolgere alcune considerazioni.

Preso atto della legittimità di una clausola statutaria che escludendo il diritto astratto di opzione comunque permette di rispettare la parità di trattamento tra i soci in termini di corrispondenza tra prezzo di emissione e valore di mercato, occorre capire se l'art. 2443 c.c. possa trovare una deroga rispetto alla fattispecie considerata.

Come ricordato nelle pagine precedenti, l'art. 2443 c.c. impone di prevedere nella delega dei criteri cui l'organo amministrativo si deve attenere nell'esecuzione della stessa. Tali criteri riguardano le categorie di beneficiari e in generale sottendono l'interesse che astrattamente potrebbe giustificare la compressione del diritto.

L'omessa previsione dei criteri nella delega statutaria inficerebbe la validità della delibera consiliare in quanto la delega all'esclusione dell'opzione si sostanzia in realtà in una doppia delega.

La prima avente ad oggetto l'esclusione dell'opzione che, come più volte rilevato, si risolve in una scelta gestoria, la seconda avente ad oggetto la possibilità di emettere azioni quale strumento di attuazione della scelta gestoria assunta a monte, in termini generici dai soci, e successivamente concretizzabile dall'organo amministrativo.

Tutto questo ragionamento presuppone evidentemente l'esistenza, quale presupposto per l'operatività dell'esclusione dell'opzione, di un interesse sociale che giustifichi l'operazione e che attiene alla decisione gestoria sottostante la scelta di escludere il diritto.

In altre parole è la necessaria esistenza di un interesse collettivo quale presupposto ulteriore della disciplina dell'esclusione a richiedere l'indicazione dei criteri e la configurabilità di una doppia delega di potere.

Alla luce di quanto detto precedentemente, è giustificabile ritenere che nella disciplina dell'esclusione speciale dell'opzione l'interesse sociale giustificativo dell'operazione è presunto dalla legge e si risolve nella necessità di operare una ricapitalizzazione della società in tempi brevi e senza le lungaggini del procedimento ordinario al fine di incrementare la produttività del capitale investito.

---

<sup>419</sup> Per la possibilità di estendere l'applicazione dell'art. 2441 co. 4 anche all'ipotesi di delega all'emissione di un prestito obbligazionario convertibile ai sensi dell'art. 2420 ter c.c. cfr. G. Balp, *Emissione di obbligazioni convertibili, obbligazioni con warrant e warrant di sottoscrizione abbinati ad azioni con esclusione "semplificata" del diritto di opzione*, in Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti, Egea, 2011, 25 ss.

Diversamente la presunzione di conformità all'interesse sociale e la preventiva esclusione a monte del diritto di opzione da parte dell'organo assembleare, permette di ritenere che la clausola statutaria attributiva della delega all'esclusione del diritto non debba contenere l'indicazione dei criteri previsti dall'art. 2443 c.c. stante il fatto che la deliberazione, non presupponendo la necessità di un interesse sociale collettivo a monte, *non si configura in termini di doppia delega di potere*.

Come detto poc'anzi, nulla vieta di considerare l'offerta delle azioni a terzi quale mera modalità esecutiva dell'aumento<sup>420</sup> a seguito della scelta statutaria operata dai soci stessi e rispetto alla quale l'organo deliberante chiamato di volta in volta ad aumentare il capitale sociale risulta indifferente.

Ne consegue pertanto, in presenza di una clausola statutaria che a monte prevede l'esclusione astratta del diritto di opzione, la piena legittimità di una delega di poteri all'organo amministrativo senza la necessità di individuare i criteri cui lo stesso deve attenersi<sup>421</sup>. In altre parole, l'omissione dei criteri si giustifica in relazione alla presunzione assoluta di conformità all'interesse sociale operata dal legislatore con riferimento all'esclusione statutaria del diritto di opzione nei limiti del 10%.

La tutela dei soci di minoranza e comunque dell'intera compagine sociale dovrebbe ricavarsi dall'obbligo di emettere le azioni ad un prezzo corrispondente al valore di mercato al fine di permettere

---

<sup>420</sup> Ritiene che l'esclusione del diritto di opzione costituisca una semplice modalità esecutiva dell'aumento del capitale quantomeno con riferimento alla disciplina della Srl, M. S. Spolidoro, *L'aumento del capitale sociale nella srl*, in Rds, 2007.

<sup>421</sup> Nel caso di specie l'organo amministrativo potrebbe avvalersi della clausola statutaria anche ove la delega non richiami espressamente tale possibilità. Ciò in base alla considerazione per cui la delega all'esclusione del diritto di opzione non costituisce una delega ulteriore in quanto l'opzione nei limiti della percentuale indicata è stata esclusa a monte da parte dell'organo assembleare. La qualificazione dell'offerta a terzi quale mera modalità esecutiva dell'aumento porta a ritenere che tale possibilità costituisca una libera scelta dell'organo deliberante. Sul punto cfr. G. Giannelli, nt. 374 e A. Abu Awadd, nt. 234 contra S. Cerrato, nt. 205; nonché in termini dubitativi M. Speranzin, nt. 374. Il primo aderendo ad un'interpretazione particolarmente restrittiva della disciplina dell'esclusione semplificata del diritto di opzione ritiene che la stessa ove l'aumento del capitale sia rivolto ad un soggetto individuato, si risolva in una presunzione relativa di conformità all'interesse sociale e, conseguentemente ritiene applicabile in ogni caso la disciplina ordinaria prevista dall'art. 2441 co. 5 c.c. In altre parole ove la società volesse escludere il diritto di opzione nei limiti del 10% dovrebbe in ogni caso giustificare l'operazione e dunque dovrebbe indicare un interesse collettivo realizzabile mediante l'esclusione del diritto di opzione dei soci. tale impostazione dunque conduce a ritenere applicabile anche all'esclusione semplificata, l'art. 2443 c.c. ove impone la previsione di criteri cui l'organo amministrativo dovrà attenersi qualificandosi in ogni caso come una duplice delega da un lato avente ad oggetto l'esclusione dell'opzione, dall'altro di aumento del capitale sociale. Diversamente secondo M. Speranzin, nt. 374 pur ritenendosi che l'esclusione semplificata dell'opzione presupponga una presunzione assoluta di conformità all'interesse sociale, ritiene che la clausola statutaria non permetta un'esclusione ex ante del diritto di opzione, e dunque occorre una delibera che volta per volta lo escluda in concreto. E' per tale motivo che anche ad avviso di quest'ultimo occorrerebbe prevedere l'indicazione di criteri generici nell'ambito della clausola statutaria attributiva della delega, cui l'organo amministrativo dovrà conformarsi. Ciononostante però la deliberazione consiliare non dovrà essere assistita da una relazione dal contenuto analogo a quanto previsto dalla disciplina ordinaria, presupponendosi la conformità dell'operazione all'interesse collettivo. Sulla necessaria indicazione dei criteri previsti nella clausola attributiva della delega per l'ipotesi di esclusione semplificata del diritto di opzione, cfr. altresì P. Marchetti, nt. 374; nonché F. Guerrera, nt. 374 In senso diverso, conformemente a quanto sostenuto nel testo cfr. T. Stamatopoulos, citato da M. Speranzin, nt. 374 con riferimento però alla diversa disciplina tedesca del par. 202 che richiama in quanto compatibile il par. 186 dell'Aktg.

il rispetto della parità di trattamento in termini di acquisto e dismissione delle partecipazioni nel mercato aperto.

L'esistenza di una tecnica di tutela alternativa, data dall'acquisto diretto delle partecipazioni azionarie, consente un'interpretazione restrittiva del dato normativo con specifico riferimento alle società che hanno introdotto la clausola statutaria di cui all'art. 2441 co. 4 c.c.

Ne consegue, pertanto, che l'organo amministrativo in presenza di una delega generica all'aumento del capitale sociale potrebbe, anche in assenza di un'espressa delega all'esclusione del diritto di opzione<sup>422</sup>, avvalersi della clausola statutaria e collocare l'aumento a terzi o anche a singoli soci purchè venga rispettata la ratio della disposizione consistente nel permettere l'acquisto diretto delle azioni e conseguentemente, evitare una riduzione del flottante ad un livello tale da impedire l'attivazione della tecnica di tutela compensativa.

Ove si volessero condividere le conclusioni raggiunte, allora l'organo amministrativo potrebbe, pur sempre con il limite dato dall'ammontare massimo previsto nella delega, procedere anche a più aumenti del capitale sociale ciascuno nel limite del 10%, anche uno di seguito all'altro purchè le plurime emissioni non incidano sul flottante residuo tanto da impedire la possibilità per i soci interessati di ottenere alle medesime condizioni un quantitativo di azioni tale da mantenere invariato il peso partecipativo.

La possibilità di giungere a questa conclusione deriva dal fatto che nell'ambito di una società quotata proprio in ragione dell'esistenza di un mercato regolamentato, l'autonomia statutaria, con riferimento alla materia in questa sede esaminata, acquisisce spazi maggiori di quanto non sia consentito nell'ambito di una società chiusa<sup>423</sup>.

---

<sup>422</sup> La superfluità di un'apposita delega ad escludere il diritto di opzione, dipende come detto, dal fatto che lo statuto avrebbe previsto a monte l'esclusione del diritto stesso. In questo caso infatti, l'esclusione dell'opzione da decisione autonoma cui l'aumento di capitale si pone come decisione ancillare, diviene modalità esecutiva ricompresa nel potere implicito dell'organo delegato.

<sup>423</sup> Sul punto cfr. P. Marchetti, *Autonomia statutaria e società per azioni quotata*, in *Riv. Soc.* 2000, ad avviso del quale: *"Il legislatore del TU 58/1998, e con un progressivo sforzo di maturazione il progetto di riforma Mirone, giungono a proporre un criterio ben definito per risolvere il trade-off tra autonomia statutaria e imperatività delle regole di diritto societario. Il criterio è quello della correlazione funzionale tra apertura della società, nel senso di ricorso al finanziamento esterno diffuso (attraverso la richiesta di risparmio sia a titolo di capitale di rischio sia a titolo di capitale di credito) e peso della componente delle norme inderogabili. Tanto minore è il ricorso al risparmio diffuso tanto maggiore può essere lo spazio dell'autonomia statutaria e viceversa. Da tale impostazione consegue - e desidero subito sottolinearlo con forza - che anche dove (cioè nelle società che in qualche misura fanno, per così dire, appello al pubblico risparmio) sussiste il "bisogno" di norme imperative, tali norme dovranno comunque essere funzionali alla tutela degli investitori, mentre nelle aree disciplinari in cui siffatta esigenza non sussiste o è minore, può trovare ampio spazio anche per le società che fanno appello al risparmio la autonomia statutaria." ... "Credo che considerazioni analoghe valgano per gli spazi di autonomia che il Progetto, pur con qualche timidezza, riserva in tema di aumento di capitale. A me pare che l'art. 4 n. 9 lettera b) apra la prospettiva di una modulazione statutaria della disciplina dell'esclusione dell'opzione capace di agevolare il finanziamento sul mercato aperto. In particolare, nell'ipotesi di società con titoli quotati in un mercato regolamentato l'esigenza di reperire nuovi finanziamenti sul mercato dovrebbe poter condurre l'assemblea con le ordinarie maggioranze assembleari ed il consiglio su delega dell'assemblea stessa ad una, almeno parziale ma comunque robusta, facoltà di esclusione dell'opzione ove il rispetto delle posizioni patrimoniali dei soci sia assicurato da emissioni a prezzo in linea con l'andamento di borsa"*

Il riconoscimento di una maggiore apertura dell'autonomia statutaria deriva dalla considerazione per cui la tutela delle minoranze azionarie è rimessa ad una valutazione di mercato che permette di avvalersi di tecniche di tutela compensative.

Il socio di una società quotata nella quale viene inserita una clausola statutaria che prevede l'esclusione astratta del diritto di opzione, dovrà essere consapevole del fatto che la società e per essa il suo organo amministrativo potrà aumentare il capitale, ove ragioni di produttività lo richiedano, anche modificando gli equilibri societari preesistenti sia pur con i limiti sopra individuati e cioè garantendo in un'ottica di parità di trattamento, la possibilità di avvalersi di tutele compensative tali da far sì che i soci possano autotutelarsi rispetto all'alterazione della posizione organizzativa originaria.

L'introduzione della clausola, attributiva di tale potere implicito in capo all'organo amministrativo, comporta pertanto il passaggio da un modello di spa ad un altro in cui il profilo organizzativo della partecipazione non viene tutelato direttamente<sup>424</sup>.

La posizione dell'azionista viene vista sotto il profilo dell'investimento e ciò comporta una riconsiderazione della funzione della partecipazione azionaria che trasfigura da strumento di compartecipazione alla gestione sociale a strumento di investimento funzionale al disinvestimento alle migliori condizioni possibili.

È proprio nel contesto di una società quotata che la disciplina dell'opzione può essere rivista in termini completamente diversi. Se infatti la competenza assembleare si giustificava in ragione della necessità di tutelare la posizione organizzativa del socio, la possibilità di concepire l'offerta a terzi ricompresa in un potere implicito in capo all'organo amministrativo trova una propria giustificazione in ragione della diversa rilevanza assunta dalla componente organizzativa della partecipazione nell'ambito di una società quotata in un mercato regolamentato. La superfluità dell'indicazione dei criteri nella clausola attributiva della delega è giustificabile proprio alla luce del fatto che il disinteresse del socio al mantenimento delle partecipazioni originarie non giustifica un vincolo di scelta in capo all'organo amministrativo rispetto all'utilizzo di un potere che incide sulla sfera dei diritti sociali sempreché tuttavia rimanga

---

<sup>424</sup> Ebbene il passaggio da un sub modello ad un altro potrebbe condurre a ritenere che l'introduzione della clausola statutaria determini un'alterazione delle condizioni di rischio dei soci in termini di modifica dei diritti di voto e di partecipazione. In quest'ottica pertanto potrebbe giustificarsi l'insorgere di un diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437 co.1 lett. g) c.c. sul punto cfr. A. Abu Awadd, nt. 234 tuttavia il riconoscimento del diritto di recesso deve essere inquadrato nell'ambito del contesto di riferimento. E' nota l'ostilità del legislatore rispetto al riconoscimento del diritto di recesso rispetto alle società quotate. si pensi al divieto previsto dall'art. 2437 c.c. di introdurre ipotesi di recesso facoltative nelle spa quotate in ragione dell'effetto perturbatore che l'exit potrebbe avere sulle condizioni di mercato del titolo azionario. inoltre si potrebbe pensare, sempre in un'ottica di alternative delle tutele che il recesso potrebbe non dover essere riconosciuto stante la possibilità per i soci di disinvestire le proprie partecipazioni mediante l'alienazione delle stesse direttamente sul mercato azionario. cfr. infatti nell'ottica dell'alternativa l'art. 2497 quater lett. c) c.c. In questo secondo senso cfr. G. Giannelli, nt. 374 in termini dubitativi M. Speranzin, nt. 374.

impregiudicata la possibilità di autotutelarsi attraverso strumenti di tutela compensativi (acquisto diretto sul mercato regolamentato)<sup>425</sup>.

La diversa impostazione dunque permette di riconoscere un maggiore spazio di autonomia contrattuale ai soci in un contesto tipologico in cui si dovrebbe assistere ad una tendenziale separazione tra proprietà e controllo azionario. La distanza dei soci dall'organo amministrativo dunque permette di riconsiderare le prerogative tipiche dell'azionista in un'ottica di maggiore efficienza del sistema funzionale ad un utilizzo più flessibile della disciplina dell'aumento del capitale che, rimessa all'organo gestorio, permetterebbe di cogliere le reali esigenze imprenditoriali della società in tempi rapidi e con maggiore tempestività senza la necessità di individuare vincoli predeterminati all'agire di quest'ultimo.

Tale lettura dell'art. 2443 c.c. in combinato disposto con l'art. 2441 co. 4 c.c. del resto, risulta compatibile con quanto previsto dalla legge delega che permetteva di differenziare la disciplina dell'aumento delegato a seconda che la società fosse quotata o chiusa.

La mancanza della necessaria presenza di criteri in caso di delega all'esclusione semplificata dell'opzione si giustifica proprio in ragione della diversa considerazione che l'esclusione dell'opzione assume a seconda del contesto societario di riferimento nonché a seconda dell'esistenza di un'esclusione statutaria effettuata a monte da parte dei soci.

Ciò, infatti, produce delle conseguenze notevoli con riferimento al profilo esecutivo e relativamente al momento in cui assolvere agli obblighi informativi e al contenuto degli stessi, ma sul punto si tornerà successivamente.

---

<sup>425</sup> Per un'impostazione analoga A. Abu Awadd, nt. 234.

*14) Momento esecutivo dell'operazione di aumento delegato con esclusione semplificata del diritto di opzione.*

Preso atto della superfluità di un'espressa indicazione nella delega all'organo amministrativo della possibilità di avvalersi della possibilità di escludere l'opzione ai sensi dell'art. 2441 co. 4 c.c. occorre soffermarsi sulle modalità esecutive dell'operazione avuto riguardo precipuamente agli obblighi informativi che l'organo deliberante ha il dovere di porre in essere.

L'art. 2441 co. 4 secondo periodo, prevede esclusivamente l'obbligo da parte della società di revisione di pronunciarsi sulla corrispondenza tra il prezzo di emissione e il valore di mercato.

Non viene fatto alcun riferimento alla relazione informativa dell'organo amministrativo prevista dall'art. 2441 co. 6 c.c.

L'omissione trova la propria giustificazione nella presunzione assoluta di conformità all'interesse sociale dell'emissione contenuta nei limiti del 10% del capitale preesistente.

Nella disciplina ordinaria di esclusione dell'opzione infatti occorre necessariamente individuare, come visto, un interesse collettivo che giustifichi l'operazione e di tale individuazione occorre riferire giustificandosi non solo la scelta ma anche la relazione qualificata tra esclusione dell'opzione e l'interesse stesso assunto a ragione dell'esclusione.

La relazione prevista dall'art. 2441 co. 6 c.c. infatti costituisce non solo un'informazione strumentale alla decisione ma anche all'impugnazione della deliberazione.

Ove invece l'interesse sociale sia presunto, tale relazione potrebbe non essere richiesta.

Tuttavia occorre considerare che se da un lato la normativa primaria non la prevede espressamente, l'art. 72 del regolamento emittenti invece, prevede la necessità da parte dell'organo amministrativo di predisporre 15 giorni prima della deliberazione la relazione illustrativa sulle ragioni dell'operazione da mettere a disposizione del pubblico.

La funzione della relazione prevista dalla disciplina secondaria non può essere parificata alla relazione prevista dalla normativa primaria con riferimento all'esclusione ordinaria del diritto di opzione.

L'organo amministrativo, infatti, non dovrà giustificare l'operazione analogamente a quanto avviene nell'ambito della disciplina ordinaria tutt'al più dovrà giustificare i progetti d'investimento cui l'emissione risulta strumentale indipendentemente dall'interesse sociale di cui il terzo potrebbe non essere portatore<sup>426</sup>.

---

<sup>426</sup> La previsione dell'obbligo di predisporre una relazione informativa dal contenuto diverso da quella prevista per l'esclusione ordinaria del diritto di opzione, permette di superare ogni problema di incompatibilità tra la disciplina interna e quella comunitaria che all'art. 29 II direttiva impone per ogni esclusione del diritto di opzione una relazione dell'organo amministrativo che giustifichi l'operazione anche per il caso di aumento delegato di capitale. Occorre ricordare che la proposta di modifica poi non attuata della II direttiva prevedeva espressamente che ove l'aumento delegato di capitale sociale fosse effettuato con emissione di azioni ad un prezzo corrispondente al prezzo di mercato la relazione dell'organo amministrativo avrebbe dovuto essere prevista al momento della deliberazione consiliare. Il mancato recepimento della modifica proposta tuttavia non impedisce di ritenere che la predisposizione di una relazione sia pur dal contenuto diverso da quella prevista normalmente

La giustificazione dell'aumento rivolto a terzi, pertanto, deve leggersi in un'ottica di mercato e non in un'ottica associativa posto che la relazione illustrativa risulta coerente con la finalità dell'informazione che contraddistingue gli emittenti quotati e dunque rivolta alla necessità di una *corretta valutazione da parte degli investitori delle scelte operate dalla società in un'ottica di corretta formazione del prezzo* strumentale al superamento delle asimmetrie informative che potrebbero riguardare i soggetti esclusi dall'operazione. L'alleggerimento del contenuto informativo della relazione prevista dalla disciplina secondaria dunque risulta giustificata alla luce di tutto quanto finora sostenuto con riferimento alla spa quotata e all'emissione azionaria che la contraddistingue.

La possibilità per i soci interessati di autotutelarsi attraverso l'acquisto diretto delle partecipazioni costituisce la ragione per cui l'ordinamento sia a livello di normazione primaria che secondaria permette tale alleggerimento motivazionale.

Tuttavia proprio in relazione alla *ratio* dell'esclusione semplificata, la relazione dell'organo amministrativo oltre all'informazione al mercato relativamente agli obiettivi d'investimento collegati all'aumento del capitale, dovrà allo stesso tempo rendere conto della possibilità per i soci di procedere all'acquisto diretto delle azioni sufficienti al mantenimento della percentuale partecipativa originaria proprio in relazione alle caratteristiche del flottante attuale e della diffusione azionaria sussistente al momento della deliberazione.

Ne consegue che come ricordato l'impossibilità di attivare l'autotutela alternativa dell'acquisto diretto sul mercato regolamentato costituirebbe causa di invalidità della deliberazione consiliare ai sensi dell'art. 2388 co. 4 c.c.<sup>427</sup>

Passando agli altri aspetti procedurali, diversamente dall'ipotesi di esclusione dell'opzione con offerta delle azioni al pubblico, l'esclusione dell'opzione semplificata con offerta delle azioni ad un terzo investitore qualificato sia esso o meno socio, permette un alleggerimento procedimentale notevole consistente nel venir meno dell'obbligo previsto dalla disciplina secondaria di pubblicazione del prospetto informativo<sup>428</sup>.

Ciò produce effetti favorevoli in termini di tempistiche di conclusione dell'operazione riducendosi lo spazio temporale nell'ambito del quale si potrebbe assistere ad un'oscillazione del prezzo di emissione tra la delibera di aumento e la sottoscrizione.

---

per l'esclusione dell'opzione, in un momento successivo da quello dell'attribuzione della delega possa risultare incompatibile con la disciplina comunitaria per tutte le ragioni sopra sviluppate nel testo. Nello stesso senso M. Speranzin, nt. 374.

<sup>427</sup> La semplificazione dell'esclusione dell'opzione deve altresì leggersi anche nell'ottica di una riduzione delle possibilità di impugnazione della deliberazione consiliare rispetto all'ipotesi in cui si proceda ad un'esclusione ordinaria dello stesso. Come analizzato nel cap. precedente infatti la deliberazione consiliare presa in forza del combinato disposto degli art. 2443 e 2441 co. 5 c.c. potrebbe essere impugnata non solo per difformità tra il contenuto della delega (difformità dai criteri), ma anche in relazione ad un'omessa, carente o illogica motivazione delle ragioni sostanziali di esclusione del diritto.

<sup>428</sup> Notano gli effetti favorevoli di questa esenzione in termini di velocizzazione del procedimento G. Balp – M. Ventoruzzo, nt. 374.

Con riferimento al prezzo di emissione, occorre tenere in considerazione l'obbligo previsto dall'art. 2441 co. 4 c.c. informativo da parte della società di revisione sulla corrispondenza del prezzo di emissione al valore di mercato.

La relazione di corrispondenza sul prezzo (e non di congruità), mira ad assicurare l'equivalenza quantomeno tendenziale tra il prezzo di emissione e il valore di mercato dei titoli funzionale a permettere quella parità di trattamento sopra descritta in relazione alla possibilità di reperire direttamente le azioni sul mercato regolamentato.

Particolarmente problematica è l'individuazione non solo dei parametri cui agganciare il prezzo di emissione ma anche il periodo di tempo rilevante entro cui occorre procedere all'individuazione dei valori rilevanti nonché se sia opportuno o meno prevedere un prezzo fisso o un prezzo che tenga conto delle possibili oscillazioni del valore del titolo tra la data di annuncio dell'operazione (pubblicazione della relazione informativa) e il momento di effettivo collocamento delle azioni.

Partendo dal periodo temporale di riferimento occorre prendere le mosse da quanto previsto dalla disciplina ordinaria di esclusione del diritto di opzione con riferimento alle società quotate dove si fa riferimento al fatto che l'organo amministrativo oltre al patrimonio netto deve tenere in considerazione la quotazione nel periodo di sei mesi antecedente la delibera di aumento.

Come evidenziato precedentemente, nella disciplina ordinaria il riferimento alla quotazione costituisce un mero fattore correttivo di cui tenere conto per il buon esito dell'operazione rispetto alle risultanze del patrimonio netto.

Ebbene, posto che i due criteri (quello dell'esclusione ordinaria e quello previsto dal 2441 co. 4 in caso di esclusione semplificata) muovono da esigenze diverse, allora è dato ricavare che gli amministratori non potrebbero tenere in considerazione un lasso temporale così lungo. Altrimenti il prezzo di emissione potrebbe non essere rispondente al prezzo attuale sacrificando il buon esito dell'operazione.

Il periodo temporale di riferimento non potrebbe pertanto essere lo stesso preso in considerazione per la disciplina ordinaria ma dovrebbe variare a seconda dell'andamento pregresso delle quotazioni.

Ove l'andamento del titolo non abbia subito particolari oscillazioni, gli amministratori dovrebbero tenere in considerazione un periodo di tempo limitato, ove invece il titolo abbia subito alterazioni in termini di prezzo rilevanti il periodo di tempo considerato dovrebbe essere più lungo al fine di verificare l'esistenza di una media di prezzi tale da non condurre a risultati non rispondenti alla valutazione che il mercato opera con riferimento alla data della deliberazione.

Problema diverso è quello di capire se la delibera debba o possa prevedere un prezzo fisso o un prezzo variabile tra un range di valori determinando dei criteri cui gli amministratori debbano attenersi.

Occorre pertanto ribadire le conclusioni alle quali si è giunti precedentemente con riferimento alla disciplina ordinaria di esclusione dell'opzione.

La scelta se prevedere un prezzo fisso nella deliberazione o un range di valori entro cui gli amministratori possono determinare il prezzo di emissione dipenderebbe dalle caratteristiche del flottante.

Ove la società abbia un flottante ampio<sup>429</sup>, tanto da ritenersi che il lancio dell'operazione non possa ragionevolmente condurre ad un'alterazione del prezzo dei titoli, allora l'organo amministrativo potrebbe prevedere un prezzo fisso rispetto al quale la società di revisione possa esprimere il proprio parere sulla corrispondenza con il prezzo di mercato.

Diversamente ove la società abbia un flottante ridotto<sup>430</sup>, essendo il lancio dell'operazione suscettibile di determinare un'alterazione del prezzo di emissione sarà possibile prevedere in sede di delibera un criterio entro il quale l'organo amministrativo dovrà attenersi nella predeterminazione del prezzo di emissione.

Ciò tuttavia non impedisce alla società di revisione di esprimere un parere sulla corrispondenza che sta volta non avrà ad oggetto un prezzo fisso quanto piuttosto una forchetta di valori o un criterio entro cui l'organo amministrativo potrà individuare il prezzo di emissione.

Riprendendo le considerazioni precedentemente svolte sulla funzione del criterio di emissione, l'organo amministrativo potrà prevedere degli sconti sull'emissione o un premio a seconda delle contingenze del periodo o dell'ammontare del pacchetto azionario, purchè ciò non precluda la possibilità per gli altri soci di procedere alla tutela compensativa data dall'acquisto diretto delle partecipazioni sul mercato.

---

<sup>429</sup> P. Marchetti, nt. 374

<sup>430</sup> P. Marchetti, nt. 374

## CAPITOLO IV

### AUMENTO DELEGATO, EMISSIONE DI AZIONI SPECIALI E TUTELA DEI SOCI DI CATEGORIA

*Sommario: 1) Premessa; 2) Delegabilità della determinazione del contenuto del privilegio e submodelli azionari; 3) Libera scelta delle categorie azionarie già in circolazione; 4) La nozione di pregiudizio di categoria nella delibera di aumento di capitale sociale: riflessi e problematiche concernenti il rapporto tra tutela degli azionisti speciali ed esercizio del potere delegato. Diversa configurazione della nozione di pregiudizio a seconda del submodello azionario.*

#### *1) Premessa*

Con riferimento al tema dell'aumento di capitale sociale delegato, si è ritenuto assumere nel presente contributo un approccio interpretativo volto a differenziare la misura del potere delegabile all'organo amministrativo con riferimento ai singoli aspetti dell'operazione, a seconda del fatto che la società abbia o meno fatto ricorso al mercato del capitale di rischio mediante la quotazione.

E precisamente ad una maggiore diffusione dell'azionariato dovrebbe corrispondere una maggiore ampiezza di poteri delegabili, e al contempo, un riconoscimento più ampio di poteri impliciti dell'organo amministrativo.

Ciò lo si è visto soprattutto con riferimento al contenuto minimo della delega assembleare il cui grado di dettaglio è maggiore nell'ambito di una società chiusa e minore nell'ambito di una società facente appello al mercato del capitale di rischio.

La scriminante è data dal fatto che solo nell'ambito di una società a capitale disperso può giustificarsi un diverso ruolo dell'organo amministrativo in relazione ad una funzione tradizionalmente di competenza dei soci.

La trasfigurazione della funzione della partecipazione da proprietà attiva a proprietà passiva, con il conseguente disinteressamento del socio dalla gestione sociale, giustifica la scelta interpretativa di ampliare la discrezionalità dell'organo amministrativo soprattutto in ragione dell'individuazione dell'interesse collettivo che giustifica la compressione del diritto di opzione.

In particolare tali conclusioni risultano giustificate dai risultati interpretativi raggiunti con riguardo alla c.d. esclusione semplificata del diritto di opzione dove addirittura si è riconosciuto all'organo amministrativo della società la possibilità di emettere azioni a favore di terzi considerandosi tale operazione quale prerogativa implicita e quale momento meramente esecutivo dell'operazione stante la scelta statutaria della società stessa di procedere ad un'esclusione del diritto astratto di opzione.

Se, dunque, la strada tracciata può risolversi in un *climax* ascendente dei poteri del cda a seconda della maggiore apertura della società al mercato, al fine di favorire un rapido adattamento della società alle esigenze finanziarie legate alla raccolta di *equity*, sembra possibile porsi nella medesima prospettiva con riferimento alla possibilità di demandare all'organo amministrativo la scelta del contenuto concreto delle azioni da emettere e, di graduare diversamente i margini di autonomia statutaria con riferimento a tale fattispecie, a seconda che si tratti di società chiusa o di società aperta quotata in un mercato regolamentato.

Le ragioni sottostanti la scelta di emettere azioni speciali si risolvono nella necessità di attrarre e rendere più appetibile la sottoscrizione di capitale in momenti di particolare necessità finanziaria.

A seguito della riforma del 2003 il contenuto che può assumere una categoria azionaria è stato ampliato radicalmente mantenendosi fermi dei limiti di carattere tipologico sia con riferimento all'aspetto patrimoniale che propriamente organizzativo. Si pensi al divieto del patto leonino e ad un tendenziale principio di corrispondenza tra potere e rischio. Principio quest'ultimo suscettibile di un forte ridimensionamento.

Nell'area di questi limiti che possono avere un contenuto più o meno rigido a seconda delle scelte interpretative che non costituiscono oggetto della presente indagine, l'autonomia statutaria ha conosciuto un ampliamento notevolissimo proprio al fine di incrementare l'appetibilità dell'investimento azionario a seconda della domanda di equity proveniente dall'esterno anche in un'ottica di concorrenza tra gli ordinamenti.

Quest'ultima è stata principalmente la ragione che ha spinto il legislatore ad introdurre per le società chiuse e con certi limiti per le società quotate, la possibilità di emettere azioni a voto plurimo.

Senza scendere nel contenuto che possono assumere le azioni speciali soprattutto a seguito della riforma del diritto societario, è necessario partire dall'inquadramento della modalità di emissione della categoria azionaria.

L'art. 2348 c.c. infatti permette alla società di creare nuove categorie azionarie mediante una modificazione dello statuto di competenza dell'assemblea straordinaria.

Come noto le azioni possono essere emesse o mediante un aumento di capitale sociale o mediante una conversione azionaria.

Decisioni queste di competenza assembleare che si giustifica in ragione del fatto che la scelta in ordine al contenuto concreto dei diritti associati alle azioni, come detto, influisce sulla posizione dei soci all'interno delle dinamiche societarie, e conseguentemente, sulla misura dei diritti e dei poteri di ciascuno all'interno dell'impresa azionaria.

Tuttavia è in ogni caso percepibile, soprattutto con riferimento alla prima modalità di creazione, come la decisione in ordine alla scelta del contenuto concreto dell'azione di futura emissione possa avere una connotazione fortemente gestoria in quanto funzionale ad una migliore raccolta di capitali.

La doppia anima dell'aumento del capitale sociale si manifesta ancor più fortemente ove l'aumento stesso avvenga mediante emissione di categorie speciali di azioni.

Da un lato modificazione complessa dello statuto tale da determinare un'incidenza diretta sui diritti dei soci, dall'altra operazione di alta gestione la cui programmazione dipende da valutazioni strategiche legate all'amministrazione della società.

La sequenza che tipicamente contraddistingue l'emissione di azioni di categoria presuppone una proposta dell'organo amministrativo seguita da decisione dell'organo assembleare che potrebbe qualificarsi quasi come una ratifica finale di una decisione già assunta altrove.

E, dunque, molto spesso il passaggio assembleare si risolve in una fase da un lato di trasparenza decisionale ma allo stesso tempo di scarsa utilità in quanto si tratta, come detto, di procedere ad una ratifica di una decisione già presa e, in definitiva, di un passaggio per certi versi inutile per altri fonte di lungaggini ingiustificate.

Tali inconvenienti si manifestano come più volte notato in contesti particolarmente diffusi caratterizzate da una forte apatia degli azionisti minimi i quali difettano per le ragioni più volte evidenziate di validi incentivi per partecipare alla fase assembleare e per incidere sul risultato della votazione.

Diversamente il dibattito assembleare assume una configurazione diversa ogni qual volta la compagine sia di dimensioni più contenute e, conseguentemente, caratterizzata da maggiori incentivi partecipativi.

Queste diverse visioni del fenomeno assembleare portano a ritenere giustificabile, come più volte ripetuto, un atteggiamento di maggiore apertura a soluzioni interpretative volte ad attribuire una forte discrezionalità all'organo amministrativo nell'ambito di contesti aperti e minore discrezionalità nell'ambito di contesti chiusi.

E tale approccio interpretativo potrebbe valere anche con riferimento all'aspetto della scelta del contenuto delle categorie azionarie di futura emissione nell'ambito di un aumento di capitale delegato all'organo gestorio.

## *2) Delegabilità della determinazione del contenuto del privilegio e submodelli azionari*

L'art. 2443 c.c. a seguito della miniriforma del 1986 ha eliminato il riferimento alla possibilità di emettere solo azioni ordinarie con ciò permettendo di delegare all'organo amministrativo anche la scelta del contenuto delle azioni di nuova emissione.

Potrebbe dunque avanzarsi il dubbio se sia consentito all'organo amministrativo emettere azioni speciali senza che né lo statuto né la delega contemplino tale possibilità.

È bene partire dall'esame di altre legislazioni.

Nell'ordinamento tedesco il par. 204 dell'AGKT, prevede testualmente che: il consiglio di gestione decide sul contenuto dei diritti e sulle condizioni di emissione delle azioni se l'autorizzazione non contiene alcuna disposizione. La decisione del consiglio di gestione richiede l'autorizzazione del consiglio di sorveglianza; la stessa disposizione si applica alla decisione del consiglio di gestione di cui al par. 203 co 2, sull'esclusione del diritto di opzione.

Se esistono azioni privilegiate senza diritto di voto si possono emettere azioni privilegiate con privilegio prevalente o equivalente nella distribuzione dell'utile o del patrimonio sociale solo se l'autorizzazione dispone in tal senso".

La disciplina tedesca, dunque, lascia ampio spazio nella scelta del contenuto delle azioni all'organo amministrativo ad eccezione dell'ipotesi in cui la società abbia già in circolazione azioni privilegiate senza diritto di voto.

Il par. 202 della legge azionaria tedesca tuttavia subordina l'autorizzazione all'aumento del capitale da parte del consiglio di gestione a precise limitazioni:

- in primo luogo la delibera assembleare attributiva della delega prevede un quorum deliberativo minimo dei  $\frac{3}{4}$  del capitale sociale rappresentato in assemblea;
- l'autorizzazione non può superare l'emissione di un quantitativo di azioni superiore alla metà del capitale sociale
- la deliberazione di aumento è subordinata alla deliberazione favorevole del consiglio di sorveglianza.

È proprio in ragione delle maggiori garanzie previste per il compimento dell'operazione, consistenti sia nel maggiore coinvolgimento dei soci e dell'organo di controllo, sia nel limite quantitativo dell'emissione, che l'ordinamento tedesco ammette una così vistosa deroga al regime tradizionale della ripartizione delle competenze tra organi.

Si tratterebbe pertanto di una delega tipizzata dal legislatore e come tale frutto di una precisa scelta di politica legislativa.

Guardando all'ordinamento spagnolo, la disciplina prevista in materia di aumento di capitale sociale delegato all'organo amministrativo non stabilisce espressamente se quest'ultimo possa autonomamente

scegliere il contenuto dei diritti delle azioni emittende pur essendo stata riformulata la disposizione che impediva all'organo amministrativo l'emissione di azioni speciali analogamente a quanto prevedeva il precedente art. 2443 c.c.

Parte della dottrina<sup>431</sup> ritiene, tuttavia, che in assenza di un'espressa previsione nella delibera attributiva della delega l'organo gestorio possa in concreto selezionare il contenuto delle azioni ove ciò risponda concretamente all'interesse della società e, ove a seguito dell'emissione derivi un pregiudizio anche indiretto agli azionisti speciali, questi ultimi sarebbero tutelati dalla necessaria convocazione dell'assemblea speciale. Infatti, occorre ricordare come l'ordinamento spagnolo, analogamente all'ordinamento tedesco attribuisce rilevanza alla nozione di pregiudizio indiretto ai fini dell'attivazione del rimedio di cui all'art. 2376 c.c. (Cfr. art. 148 LSA dove si dà espressa rilevanza al pregiudizio indiretto di categoria).

Nonostante l'opinione dottrinale sopra ricordata, l'ordinamento spagnolo analogamente a quello italiano, nulla dice sulla possibilità da parte dell'organo amministrativo di decidere autonomamente ed in concreto il contenuto delle azioni emittende.

Anche nell'ordinamento francese è consentito all'organo amministrativo emettere azioni speciali tuttavia l'opinione prevalente è quella di ritenere necessaria un'espressa previsione in tal senso nella delibera attributiva del potere delegato.

Infine guardando oltreoceano è diffusa nelle legislazioni federali la possibilità di inserire negli statuti clausole statutarie che attribuiscono all'organo amministrativo la possibilità di emettere categorie di azioni il cui contenuto viene di volta in volta individuato dall'organo gestorio<sup>432</sup>. Tale possibilità viene giustificata proprio in ragione della natura gestionale dell'operazione<sup>433</sup>.

Alla luce del rapido panorama legislativo europeo e internazionale emerge come la scelta delle categorie azionarie non costituisce un potere autonomo dell'organo amministrativo, ad eccezione della legislazione tedesca, potendo al massimo essere espressamente delegato con un'espressa manifestazione di volontà dell'organo assembleare.

---

<sup>431</sup> M. J. Castellano Ramirez, *La operacion de aumento del capital social*, in *Armonie e disarmonie del diritto comunitario delle società di capitali*, a cura di Gianfranco Campobasso, I, 833 ss.

<sup>432</sup> Cfr. Sec. 151 DGCL. *A Delaware corporation may issue one or more classes of stock or one or more series of stock within any class. The characteristics of the various classes and series of stock, including voting rights and economic rights – e.g. dividend rights, liquidation rights, conversion rights, and redemption rights – must be set forth in the certificate of incorporation, in amendments to the certificate, or in resolutions adopted by the board of directors pursuant to authority expressly vested in the board by the provisions of its certificate of incorporation (i.e. so – called blank check authority).*

<sup>433</sup> Cfr. C. S. Bigler S. B. Tillman, *Void or Voidable? – curing defects in stock issuances under Delaware Law*, *The Business Lawyer*, Vol. 63, 2008, 1112 – 1113. Per cui la previsione di cui alla sec. 151 DCGL andrebbe letta pari materia con sec. 141 DCGL secondo cui: *“business and affairs of every corporation ... shall be managed by or under the direction of the board of directors”*. Tuttavia la giurisprudenza in più pronunce ha sancito l'invalidità della deliberazione consiliare ove l'emissione di azioni speciali non fosse stata preventivamente autorizzata dai soci negli *articles* dello statuto o nei *bylaws* confermando l'inesistenza di un potere implicito dell'organo gestorio nella materia de qua.

Né del resto sarebbe possibile giungere ad una soluzione diversa guardando alla ripartizione delle competenze tra assemblea e organo amministrativo nell'ambito dell'ordinamento interno.

L'art. 2348 c.c. attribuisce espressamente la competenza alla creazione delle categorie azionarie all'assemblea dei soci.

Non sembrano emergere dal dato normativo indizi dai quali sia possibile trarre una legittimazione implicita dell'organo gestorio, nel silenzio della delega, tale da risolversi nel potere di alterare i diritti dei soci mediante emissione di titoli dotati di particolari caratteristiche<sup>434</sup>.

Potrebbe tuttavia considerarsi il fenomeno dei patrimoni destinati.

Come noto l'art. 2447 bis c.c. attribuisce un potere originario da parte dell'organo amministrativo di costituire un patrimonio destinato e, conseguentemente di emettere strumenti finanziari partecipativi come forma di finanziamento del patrimonio stesso.

Nonostante tale potere sia idoneo di per sé ad incidere sull'organizzazione dell'impresa e di conseguenza sui diritti dei soci, allo stesso tempo occorre tenere in considerazione il fatto che i diritti collegati agli strumenti finanziari partecipativi afferiscono unicamente ai risultati del patrimonio destinato e non si estendono ai risultati positivi complessivi dell'impresa azionaria<sup>435</sup>.

La segmentazione organizzativa occasionata dalla costituzione del patrimonio destinato riduce considerevolmente la concorrenza dei portatori degli strumenti finanziari con gli azionisti per quanto attiene alla ripartizione degli utili. Ne consegue che si tratta di un potere i cui riflessi organizzativi risultano circoscritti all'interno della separazione patrimoniale creata con la costituzione del patrimonio. Per tale ragione non sembra potersi ricavare da questa disposizione un indice normativo sufficiente a sostegno del riconoscimento di un potere implicito dell'organo amministrativo in relazione alla scelta dei diritti delle azioni di nuova emissione. L'art. 2447 bis c.c. sembrerebbe riconoscere piuttosto un potere eccezionale in capo all'organo gestorio espressione di un *favor* legislativo rispetto al finanziamento del patrimonio destinato senza la necessità di rispettare le lungaggini del procedimento assembleare. Erroneo sarebbe l'approccio interpretativo volto a trarre da una disciplina speciale, in assenza di altri elementi normativi e sistematici, un risultato contrario ai principi generali in tema di ripartizione delle competenze.

Ad una diversa conclusione è possibile addivenire ove la delega espressamente permetta di emettere azioni speciali dotate di diritti diversi. Infatti, come ricordato, l'attuale formulazione dell'art. 2443 c.c.

---

<sup>435</sup> Per tali rilievi cfr. G. Giannelli, *Sulla competenza ad emettere strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. Dir. Comm.* 2006.

non limita l'emissione alle sole azioni ordinarie consentendo di procedere all'emissione di azioni speciali.

Tuttavia occorre capire se l'assemblea in sede di conferimento della delega debba necessariamente individuare il contenuto delle azioni di futura emissione oppure se sia possibile attribuire la scelta delle caratteristiche concrete all'organo chiamato a decidere il compimento dell'operazione.

Ebbene è proprio in relazione a questo aspetto che sarebbe possibile giungere a soluzioni differenti a seconda che la società sia chiusa o quotata in un mercato regolamentato.

Ferma restando l'impossibilità di riconoscere un potere implicito in capo all'organo gestorio di emettere azioni di categoria non preesistente, per ragioni legate alla ripartizione delle competenze tra organi, il problema principale tuttavia consiste nell'ampiezza dei poteri che possono essere riconosciuti al cda relativamente alla possibilità, espressamente prevista nella delega, di emettere azioni dal contenuto diverso rispetto alle azioni in circolazione<sup>436</sup>.

La determinazione del contenuto del privilegio azionario costituisce una *modificazione dello statuto ulteriore* rispetto alla semplice modifica della cifra del capitale sociale, sebbene tuttavia, si risolve in una decisione collegata e per certi versi strumentale.

Si tratta dunque di una materia non espressamente delegabile e ciò pone il problema consistente nella possibilità di attribuire una delega atipica avente ad oggetto tale modificazione dello statuto.

La riforma del diritto societario, come visto nelle pagine iniziali, ha ampliato la possibilità per l'organo assembleare di attribuire all'organo gestorio una vasta area di materie tra loro molto diverse accumulate da aspetti organizzativi e aspetti allo stesso tempo di natura gestoria.

Occorre tuttavia ricordare anche che la legge delega, la quale comunque costituisce un criterio ermeneutico tuttavia non decisivo, ha previsto la possibilità per il legislatore di permettere la delega di competenze purchè ciò non si risolva in una lesione dei diritti dei soci<sup>437</sup>.

---

<sup>436</sup> Sul tema prima della riforma cfr. F. La Malfa, *Aumento di capitale e delega al consiglio di amministrazione*, in AA. VV., *La Seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro e A. Patroni Griffi, Milano, 1984, 499 ss.; S. Tondo, *Delega per aumento di capitale e prestito obbligazionario. Implicazioni sostanziali e formali*, in AA. VV. *Imprese e tecniche di documentazione giuridica*, v. II. *Documentazione e vita dell'impresa*, Milano, 1990, 125 ss.; D. Pastore, *L'aumento di capitale sociale delegato all'organo amministrativo*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2001, I, 531 ss.; P. Marchetti, *sub. art. 23 commento in AA. VV. Modificazioni alla disciplina delle società per azioni, in accomandita per azioni, a responsabilità limitata e cooperative, in attuazione della direttiva del consiglio delle Comunità europee n. 77/91 del 31 dicembre 1976 ai sensi della legge 8 agosto 1985, n. 412 (d.p.r. 10 febbraio 1986, n. 30)*, Commentario a cura di P. Marchetti, in *Nuove leggi civili commentate*, 1988, 180 ss.; dopo la riforma in termini analoghi alle soluzioni interpretative raggiunte precedentemente cfr. S. Cerrato, nt. 205; M. Speranzin. *Sub art. 2443*, in *La società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Giuffrè, 2016, 2676 ss.

<sup>437</sup> Infatti nelle Osservazioni che accompagnano la Bozza di articolato su assemblea e patti parasociali, l'elenco di materie individuato dall'art. 2365 c.c. era stato descritto come un'elencazione tassativa e come tale insuscettibile di interpretazioni analogiche. Anche nelle versioni alternative proposte dalle varie commissioni pur muovendo da un rovesciamento di prospettiva volto ad attribuire all'organo amministrativo un potere delegato di tipo residuale, le materie indelegabili rimanevano il c.d. nocciolo duro delle materie di competenza organizzativa tra cui evidentemente la trasformazione, la modifica dell'oggetto sociale, il trasferimento della sede all'estero e infine anche l'emissione di categorie speciali di azioni. Sul punto cfr. S. Cerrato, nt. 205, 223 nt. 193.

Ed è per questa ragione che ad esempio si è prevista la delegabilità della riduzione del capitale per perdite esclusivamente ove la società si sia avvalsa della possibilità di eliminare il valore nominale espresso delle azioni.

Tuttavia come visto, la valenza interpretativa della legge delega assume una rilevanza limitata dal momento che il legislatore delegato al contempo ha permesso di delegare operazioni che possono incidere fortemente sui diritti dei soci: si pensi alla fusione di società posseduta al 90% e all'esclusione del diritto di opzione in caso di aumento del capitale sociale.

In altre parole, le c.d. deleghe tipiche da un lato si risolvono in modifiche dello statuto di pura forma o dal contenuto vincolato (si pensi alla riduzione del capitale sociale a seguito di recesso del socio) dall'altro, invece, si prestano ad incidere fortemente sulla posizione organizzativa dei soci.

In queste ipotesi, come visto, la disciplina impone dei meccanismi di tutela basati sull'informazione strumentale alla possibilità di impugnare la deliberazione ove viziata, oltre che sulla necessità di imporre vincoli più o meno stringenti alla discrezionalità dell'organo amministrativo.

Si potrebbe, quindi, riprendendo la definizione data da altri<sup>438</sup>, ritenere che l'area delle delega attenga materie *ibride* afferenti tanto alla gestione quanto ad aspetti tipicamente aventi natura organizzativa.

In dottrina si è proposto, alla luce di queste osservazioni, di rintracciare una serie di materie diverse da quelle oggetto di espressa elencazione normativa (cfr. 2365 c.c.) rispetto alle quali fosse possibile, con una certa sicurezza, ammetterne la delegabilità in favore dell'organo amministrativo o perché si risolvono in modifiche dello statuto di pura forma o perché tali da risolversi in atti dal contenuto vincolato<sup>439</sup>. Esempi del primo tipo potrebbero essere deleghe volte ad eliminare clausole statutarie divenute inefficaci perché ad esempio di durata temporanea. Esempi del secondo tipo invece potrebbero essere deleghe per modifiche dello statuto necessitate come ad es. nel caso di riduzione del capitale per morosità del socio o per revisione della perizia di stima<sup>440</sup>.

Se dunque è possibile giustificare la liceità di talune deleghe atipiche alla luce di un'interpretazione analogica rispetto ad altre materie oggetto di delega espressa, più problematica risulta la possibilità di giustificare la delega per il compimento di decisioni che, invece, si risolvono in modifiche dello statuto idonee a determinare una *modificazione/alterazione* delle posizioni organizzative dei soci, come potrebbe essere la creazione di azioni speciali.

---

<sup>438</sup> S. Cerrato, nt. 205.

<sup>439</sup> Sul punto nuovamente S. Cerrato, nt. 205. In senso parzialmente difforme cfr. P. Abbadessa, A. Mirone, *La competenza dell'assemblea nella spa*, in *Riv. Soc.* 2010 gli AA. infatti ammettono la possibilità di delegare l'organo amministrativo il compimento di operazioni sullo statuto completamente neutre rispetto alla posizione dei soci. si tende quindi a limitare l'area delle materie delegabili riconoscendosi un ristrettissimo margine di autonomia contrattuale limitato ad es. alla riduzione del capitale per morosità del socio o per revisione della stima, non ritenendosi ammissibili forme di delega che incidano anche in misura contenuta sulla posizione organizzativa dei soci. in senso analogo a quanto sostenuto dagli AA. sopra citati M. Maugeri, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella spa*, in *Riv. Soc.* 2013, 2013, 337 ss.

<sup>440</sup> In senso conforme P. Abbadessa, A. Mirone, nt. 439.

A tal fine giova ricordare che, da un punto di vista sistematico, non costituisce un ostacolo per ammettere la delega di competenze, il compimento di operazioni dalle quali dipenda il sorgere del diritto di recesso o di un diritto di exit<sup>441</sup>.

Si pensi alla possibilità di delegare la fusione con la semplificazione documentale ex art. 2505 bis c.c. o in tema di srl la delega con esclusione del diritto di opzione<sup>442</sup>.

La creazione di azioni speciali, al pari di queste operazioni, conduce ad una modifica dei diritti di voto o di partecipazione, e come tale, potrebbe determinare l'attivazione del rimedio di cui all'art. 2437 lett g c.c.<sup>443</sup>

Come ricordato la creazione di azioni speciali può avvenire o mediante conversione delle azioni preesistenti o mediante emissione di nuove azioni a seguito di un aumento del capitale sociale<sup>444</sup>.

Ma solo la seconda vicenda presenta connotati più vicini all'area della gestione dell'impresa proprio in ragione del fatto che l'emissione di azioni speciali è strettamente funzionale ad attrarre nuovi investimenti.

La possibilità di delegare la determinazione del contenuto del privilegio azionario come detto si risolve in un'ipotesi di delega atipica<sup>445</sup> giustificabile alla luce di un'interpretazione *estensiva* del dato normativo (art. 2443 c.c.). Più precisamente, il sistema di atipicità delle deleghe potrebbe giustificare l'estensione della misura del potere delegabile con riferimento a materie strettamente collegate a materie di per sé delegabili (nel caso di specie all'aumento di capitale) seppure tali da risolversi in modificazioni statutarie ulteriore ed aggiuntive.

Ebbene se la caratteristica che accomuna le materie di competenza assembleare delegabili all'organo amministrativo è la natura ibrida tra sfera gestoria e sfera organizzativa, limitare la sfera dell'atipicità alle sole ipotesi sopra menzionate appare soluzione interpretativa eccessivamente restrittiva.

---

<sup>441</sup> Lo ricorda S. Cerrato, nt. 205.

<sup>442</sup> Cfr. gli AA. citati nel cap. III.

<sup>443</sup> Sull'interpretazione di questa disposizione la letteratura in materia è molto vasta e a titolo esemplificativo si ricordano i lavori di A. Abu Awadd, *I "diritti di voto e di partecipazione" fra recesso e assemblee speciali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 312 ss.; M. Ventoruzzo, *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso*, in *Giur. comm.* 2015, 1055 ss. V. Di Cataldo, *Recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, Vol. III, Torino, Utet, 2007, 228 V. Calandra Buonauro, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2005, II, 291 ss.; la soluzione tuttavia più convincente è quella per cui rilevano ai fini dell'applicazione dell'art. 2437 co.1 lett. g c.c. quelle modificazioni dello statuto aventi un impatto sostanziale sulle prerogative della partecipazione azionaria e non semplicemente quelle delibere dalle quali indirettamente deriva una modificazione di fatto della potenza di voto o di partecipazione. per un esempio del primo tipo si può fare riferimento all'emissione di azioni speciali, per un esempio del secondo tipo alle modifiche statutarie in tema di quorum deliberativi o del sistema di amministrazione. Distingue tra modifiche di fatto e di diritto M. Ventoruzzo, nt. 443.

<sup>444</sup> Cfr. M. Notari, Art. 2348 c.c. in *Commentario alla riforma delle società* a cura di P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008.

<sup>445</sup> A soluzione negativa giunge P. Abbadessa, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Scritti in onore di M. Libertini*, Roma, 2015, 3 ss. La tesi è sostenuta sia pur in termini generali da S. Cerrato nt. 205, 172 ss.

Tale approccio interpretativo viene definito dalla dottrina che maggiormente si è occupata del tema delle deleghe atipiche, come “sistema di atipicità selettiva”.<sup>446</sup>

Se pertanto si ritenesse di condividere il percorso argomentativo fin qui seguito, si potrebbe astrattamente giustificare la legittimità di una delega atipica avente ad oggetto la determinazione del privilegio azionario.

Tuttavia occorre soffermarsi sulla compatibilità della soluzione sopra proposta con il diritto comunitario.

L'art. 25 della II direttiva Cee prevede infatti che ove esistano più categorie di azioni, la decisione dell'assemblea concernente l'autorizzazione di aumentare il capitale sociale, è subordinata ad una votazione separata almeno per ciascuna categoria di azionisti i cui diritti siano lesi dall'operazione.

Dal tenore letterale della disposizione si evince come la delega debba espressamente prevedere l'indicazione del contenuto delle categorie emittende al fine di permettere la convocazione dell'assemblea speciale già al momento dell'attribuzione del potere delegato<sup>447</sup>.

Tuttavia come si avrà modo di esaminare successivamente, la convocazione dell'assemblea speciale non necessariamente deve intervenire al momento di attribuzione della delega potendo avvenire anche in occasione dell'esercizio del potere delegato da parte dell'organo amministrativo.

La tutela degli azionisti speciali, infatti, non necessariamente sarebbe meglio assicurata ove gli stessi siano informati preventivamente del possibile pregiudizio di categoria potendo gli stessi essere meglio tutelati in occasione del concreto verificarsi del pregiudizio potendo i medesimi valutare le circostanze che concretamente giustificano la compressione dei loro diritti.

Inoltre la disposizione da ultimo richiamata fa riferimento esclusivamente all'ipotesi in cui il capitale sociale sia frazionato in più categorie azionarie non facendo riferimento all'ipotesi in cui la società non abbia emesso azioni speciali. Ove la società abbia emesso esclusivamente azioni ordinarie l'emissione di azioni speciali non potrebbe determinare alcun pregiudizio di categoria. Conseguentemente, stando al disposto della disciplina comunitaria, il contenuto delle azioni speciali non dovrebbe essere

---

<sup>446</sup> Nuovamente S. Cerrato, nt. 205. La tesi sostenuta dall'A. tuttavia presenta il forte limite di aprire le porte ad una serie indefinita di materie delegabili. Tuttavia la rigidità del sistema di ripartizione delle competenze sostenuta prima della riforma dalla maggioranza della dottrina ex multis G. Marasà *Modifiche del contratto sociale e modifiche dell'atto costitutivo*, in Trattato delle società per azioni, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, vol. 6, *Modificazioni statutarie – Recesso – Riduzione del capitale*, Utet, Torino, 1993, 60 ss. in ragione dell'esigenza di tutelare la posizione dei soci di minoranza, se sicuramente assume forti connotati di inderogabilità nel senso di attribuire competenze gestorie all'assemblea, non può ritenersi altrettanto inderogabile nella direzione inversa a favore dell'organo amministrativo. Sul punto nuovamente S. Cerrato, nt. 205, Infatti l'ampliamento delle materie delegabili si giustifica proprio in relazione all'esistenza di un apparato di strumenti di tutela posti a presidio dei soggetti che potrebbero subire degli abusi (artt. 2388 co. 4; 2391, 2497 ter, 2393 bis c.c.)

<sup>447</sup> Sul punto prima della riforma cfr. F. La Malfa, nt. 436 e G. Labanca, nt. 436.

necessariamente previsto nella delega potendo essere demandato mediante apposita delega alla discrezionalità dell'organo amministrativo<sup>448</sup>.

Dunque sia che la società abbia emesso azioni speciali sia che la società non presenti più categorie azionarie, non è riscontrabile alcuna violazione del dato normativo comunitario nell'ammettere la delega alla determinazione del contenuto del privilegio azionario da parte dell'organo delegato.

Infine occorre tuttavia svolgere alcune precisazioni.

Lo strumento della delega tuttavia non può risolversi in un mezzo per aggirare la disciplina dei quorum rafforzati prevista per l'emissione di particolari categorie di azioni.

Si pensi al disposto dell'art. 212 disp. att. c.c. che prevede un quorum rafforzato per l'emissione di azioni a voto plurimo.

Ove la delega sia stata attribuita con il quorum deliberativo sufficiente per le modificazioni ordinarie dello statuto è evidente come la clausola statutaria attributiva del potere discrezionale all'organo delegato non è idonea a ricomprendere altresì la possibilità di emettere una categoria di azioni per l'emissione delle quali è necessaria una maggioranza qualificata.

Individuati i presupposti e i limiti sistematici dell'emissione delegata di azioni speciali è possibile sostenere che tale deroga al regime ordinario di ripartizione delle competenze possa essere graduato diversamente a seconda del fatto che la società per azioni sia o meno quotata in un mercato regolamentato.

Solo nell'ambito di un modello azionario del secondo tipo potrebbe giustificarsi una delega sostanzialmente in bianco per la determinazione del contenuto del privilegio di categoria al pari di quanto previsto dalla legislazione statunitense<sup>449</sup>.

Del resto la possibilità di configurare una delega in bianco è ritenuta legittima non solo in via interpretativa nell'ambito dell'esclusione delegata del diritto di opzione in relazione alle società quotate ma anche avuto riguardo ad operazioni dal contenuto misto organizzativo e gestionale come la fusione semplificata delegata all'organo amministrativo. Infatti gli artt. 2505 e 2505 bis c.c. non subordinano il compimento dell'operazione da parte dell'organo di gestione al ricorrere di particolari presupposti (sebbene all'interno della disciplina appena menzionata non si distingua tra società chiuse e aperte).

Come esplicitato nelle prime parti di questo contributo solo in un modello tipologico in cui la proprietà azionaria può qualificarsi come mero strumento di investimento è possibile giustificare interpretazioni

---

<sup>448</sup> Sul punto è bene ricordare quanto previsto nell'ambito della disciplina tedesca dove il par. 202 della legge azionaria prevede che l'organo amministrativo è libero di emettere azioni speciali anche non precedentemente emesse solo ove la società non abbia preventivamente emesso azioni di categoria prive del diritto di voto. In quel caso la delibera di attribuzione della delega dovrà necessariamente stabilire il contenuto del privilegio riconosciuto alle azioni speciali ed eventualmente sarà necessaria la convocazione dell'assemblea speciale delle azioni colpite dal pregiudizio di categoria.

<sup>449</sup> Sul punto cfr. una pronuncia del Tribunale di Milano secondo la quale basterebbe una generica previsione nella clausola attributiva della delega per conferire all'organo amministrativo un potere di scelta discrezionale in ordine alle categorie azionarie emittende. *Orientamenti Milano in materia di omologhe*, in *Riv. Soc.* 1987, 666.

del dato normativo volte a depotenziare gli strumenti di *voice* dei soci spostando la tutela dell'azionariato da rimedi di natura preventiva a tutele di natura informativa e demolitoria.

Infatti ove l'azionariato risulti disperso non vi sono ragioni sufficienti per ritenere che i soci debbano necessariamente conoscere ex ante, al momento di attribuzione della delega, il contenuto delle azioni di nuova emissione e la misura del pregiudizio o della diluizione partecipativa essendo possibile giustificare e riconoscere una totale discrezionalità in capo all'organo delegato. Lo spostamento della competenza all'organo amministrativo assicura che la decisione venga adottata da parte dell'organo che sicuramente ha una maggiore capacità di cogliere le reali esigenze imprenditoriali della società essendo per definizione informato sulla domanda del mercato in ordine alla tipologia di azioni oggetto di emissione.

Il depotenziamento del momento assembleare potrebbe giustificarsi proprio al fine di garantire il perseguimento di istanze efficientistiche non parimenti ravvisabili nell'ambito di un modello azionario chiuso.

Diversamente ove la spa non ricorra al mercato del capitale e alla quotazione, non sarebbe possibile giustificare da un punto di vista interpretativo una simile svalutazione del momento assembleare essendo in ogni caso opportuno per la compagine azionaria conoscere in un momento anteriore il contenuto del privilegio azionario delle azioni di futura emissione *quantomeno nell'ambito di una misura minima e massima* tale da permettere la valutazione e ponderazione della futura e potenziale diluizione dei diritti già al momento di attribuzione della delega<sup>450</sup>.

Occorre tuttavia riconoscere come la possibilità di ammettere una delega all'organo amministrativo avente ad oggetto la selezione del contenuto del privilegio della categoria, presenta minori rischi ove l'emissione avvenga nel rispetto del diritto di opzione, mentre invece si presta a maggiori abusi ove invece avvenga in occasione dell'esclusione del diritto di opzione.

Nella prima ipotesi il socio è tutelato dal riconoscimento del diritto di preferenza e poco cambia il fatto che le azioni abbiano un contenuto diverso. Il riconoscimento di una certa discrezionalità in capo all'organo gestorio nella scelta della categoria potrebbe anzi risolversi in un incentivo alla sottoscrizione

---

<sup>450</sup> Soluzione quest'ultima proposta da autorevole dottrina P. Marchetti, nt 436, 203, tuttavia nell'ambito di un contesto normativo che difficilmente avrebbe permesso di estendere l'area delle materie delegabili prevedendo una delega alla creazione di azioni di nuova emissione. infatti ad avviso dell'A. la delega avrebbe dovuto stabilire la natura e il grado massimo del privilegio demandando la scelta in concreto della categoria all'organo amministrativo. Tuttavia tale ricostruzione viene a determinare un'ipotesi di delega atipica avente ad oggetto non solo la modifica dello statuto per quanto attiene al capitale sociale ma anche la vera e propria creazione della categoria. Ne consegue pertanto che la scelta in ordine al contenuto concreto delle azioni di nuova emissione dovrebbe essere, alla luce della disciplina generale e fatta eccezione per quanto si dirà nel testo, normalmente predeterminato entro rigidi limiti previsti dallo statuto salvo non ritenere possibile una delega atipica sulla determinazione del contenuto concreto del titolo azionario. Posizione quest'ultima sostenuta dalla maggior parte della dottrina avuto riguardo alla delega all'emissione di strumenti finanziari partecipativi, sul punto si vedano le osservazioni di S. Cerrato, nt. 205 nonché di G. Giannelli, nt. 435 nonché di M. Notari – A. Giannelli, *sub 2346* in commentario alla riforma del diritto societario diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2006.

delle azioni per godere dei privilegi in concreto previsti ferma restando la possibilità per i soci di minoranza di impugnare la delibera nelle ipotesi di abuso.

Nella seconda fattispecie, tuttavia, la tutela dei soci di minoranza è garantita, dagli obblighi informativi assicurati, nelle società quotate, dalla disciplina secondaria in materia cfr. art. 72 Reg. Emittenti dove si prevede espressamente un obbligo di deposito e messa a disposizione del pubblico delle ragioni che giustificano l'esclusione del diritto oltre che le modalità in concreto adottate, sia dall'obbligo di sovrapprezzo che dovrà necessariamente tenere in considerazione il contenuto del privilegio riconosciuto all'azione come si avrà modo di precisare a breve.

Infine un'ulteriore tutela è data dalla possibilità riconosciuta dall'art. 2437 lett. g c.c. di poter recedere, stavolta al momento dell'emissione, imponendo in ogni caso un costo alla società tale da risolversi in un potere di *voice* del socio.

Ove una simile clausola statutaria fosse inserita in una spa chiusa occorre verificare se vi siano esigenze tali da giustificare un allontanamento così forte tra organo amministrativo e organo assembleare e, verificare conseguentemente, la posizione dei soci di minoranza.

Analizziamo la fattispecie più rischiosa ossia l'ipotesi in cui la delega alla determinazione del contenuto dei diritti di categoria si aggiunga alla delega all'esclusione del diritto di opzione.

Sebbene il sovrapprezzo non costituisca una tutela omogenea rispetto all'alterazione dei diritti patrimoniali e o amministrativi conseguente all'emissione di azioni speciali<sup>451</sup>, è possibile ritenere che solo nell'ambito di una società quotata sia possibile tenere conto del contenuto del diritto della categoria al fine di determinare un prezzo di emissione più elevato<sup>452</sup>.

L'art. 2441 co. 6 impone di tenere conto oltre che del patrimonio netto anche del prezzo medio di quotazione del titolo. Ebbene l'attribuzione di un particolare diritto non può avere dei riflessi in relazione al prezzo di emissione con riferimento ad una società chiusa, dal momento che la diversità della posizione giuridica riconosciuta all'azione non produce conseguenze in termini di una maggiore compartecipazione al valore dell'impresa in fase di liquidazione del patrimonio<sup>453</sup>.

Diversamente ove invece l'azione sia quotata in un mercato regolamentato occorre tenere in considerazione il prezzo di quotazione quale elemento correttivo del prezzo determinato sulla base del patrimonio potendosi giungere all'imposizione di un prezzo più alto<sup>454</sup>.

Nel caso di specie trattandosi di azioni non precedentemente emesse il raffronto dovrebbe avvenire con azioni dal contenuto analogo emesse da altre società con azioni quotate sullo stesso mercato o su mercati simili.<sup>455</sup>

---

<sup>451</sup> Lo sottolinea G. B. Portale, *Opzione e sovrapprezzo nella novella azionaria*, in *Giur. Comm.* 1975, I, 207 ss.

<sup>452</sup> Sul punto G. Mucciarelli, *Il sovrapprezzo delle azioni*, Milano, 1997.

<sup>453</sup> G. Mucciarelli, nt. 452

<sup>454</sup> G. Mucciarelli, nt. 452

<sup>455</sup> G. Mucciarelli, nt. 452

E dunque solo nell'ambito di una spa quotata sarebbe possibile per i soci godere di una tutela consistente nell'obbligo per l'organo amministrativo di considerare, tra le variabili nell'ambito delle quali determinare il prezzo di emissione, anche il contenuto del diritto riconosciuto all'azione di nuova emissione *non in quanto tale* ma in relazione al fatto che si ripercuota in un diverso e possibilmente maggiore valore di quotazione<sup>456</sup>.

Il sovrapprezzo maggiorato in relazione alle caratteristiche del titolo può pertanto costituire una tutela possibile solo nell'ambito di una spa quotata e non certo nell'ambito di una spa chiusa dove il parametro unico di determinazione del prezzo è solamente il patrimonio netto non assumendo rilievo ai fini della determinazione del sovrapprezzo minimo il privilegio del titolo azionario<sup>457</sup>.

Ne consegue che, riconoscere all'organo amministrativo di una società quotata la possibilità di selezionare in concreto le caratteristiche delle azioni di futura emissione permette ai soci, se del caso, di godere eventualmente di un sovrapprezzo maggiore di quello che, a parità di condizioni, questi avrebbero potuto godere nell'ambito di un contesto chiuso.

Inoltre occorre ricordare come solo in una spa quotata ricorra l'esigenza di un rapido adattamento alla richiesta del mercato. Esigenza che potrebbe essere assicurata attraverso una decisione dell'organo amministrativo. Conseguentemente, solo una delega che attribuisca all'organo di gestione una certa discrezionalità in relazione all'individuazione delle caratteristiche della categoria di nuova emissione potrebbe venire incontro a questa esigenza di flessibilità e adattamento alla richiesta di nuovo capitale<sup>458</sup>.

Ove infatti la delega determinasse il contenuto specifico dei titoli di nuova emissione e nel caso concreto, tenuto anche conto della durata di cinque anni della delega, la domanda fosse orientata verso titoli dal contenuto diverso, la necessità di modificare lo statuto impedirebbe di cogliere il momento propizio per il collocamento.

Analoghe esigenze non sarebbero riscontrabili con riferimento ad una spa chiusa connotata da un minor numero di soci e da una facilità deliberativa maggiore sia con riferimento al raggiungimento dei quorum assembleari sia con riferimento alle modalità di convocazione dell'assemblea.

Infine non può non rilevarsi come, nell'ambito di una spa quotata, il socio minimo è tipicamente disinteressato rispetto alle prerogative di natura amministrativa e patrimoniale che verrebbero incise dall'emissione di azioni speciali, e ciò è confermato dal fatto che è proprio nell'ambito di una spa aperta

---

<sup>456</sup> P. Marchetti, nt. 436

<sup>457</sup> Contra P. Abbadessa, nt. 445.

<sup>458</sup> In termini generali cfr. S. Cerrato, nt. 205 secondo il quale è propria la società quotata il contesto tipologico nel quale la delega può manifestare maggiori utilità.

che il legislatore giustifica una minore esigenza di tutela proporzionalità partecipativa come si è avuto modo di verificare in relazione al tema del diritto di opzione.

Come rilevato nelle pagine iniziali di questo contributo, ad una maggiore dispersione dell'azionariato corrisponde sia una minore esigenza di enfatizzare le prerogative assembleari, sia una minore rilevanza del mantenimento della proporzionalità partecipativa.

Da ciò potrebbe derivare che in una società aperta, prototipo della società con capitale disperso, sarebbero compatibili da un punto di vista tipologico clausole statutarie volte a decrementare l'influenza della partecipazione dei soci e tali da giustificare, in un'ottica di efficienza, scelte contrattuali fortemente ispirate ad istanze di decentramento decisionale<sup>459</sup>.

Con riferimento alle società chiuse invece, non appare giustificabile un simile ridimensionamento della competenza dell'organo assembleare dal momento che in questo modo i soci sarebbero esposti ad una forte discrezionalità dell'organo amministrativo in assenza di esigenze idonee a giustificare una tale deroga ai principi generali in tema di ripartizione delle competenze, non potendosi ritenere indifferente per i soci stessi, la scelta del tipo concreto di azioni che potrebbero in futuro essere emesse.

Ne consegue che, la delibera attributiva della delega, in un contesto chiuso, diversamente rispetto a quanto ritenuto essere consentito in una società quotata, dovrebbe indicare il contenuto della nuova categoria di azioni di futura emissione o quantomeno la natura del privilegio e il contenuto minimo e massimo dello stesso. Facoltà quest'ultima ammessa in dottrina già dalla riforma del 1986 a seguito della modifica dell'art. 2443 c.c.

---

<sup>459</sup> Muovono dalle stesse premesse metodologiche anche P. Montalenti,  *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, in Riv. Soc., 2015, 957 (961-962); v. però già Id., *La direttiva azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 685 e ss.; Id., *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive, proposte di restyling*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 1085.  
(2) M. Notari, *Diritti di voce degli azionisti e tutela delle minoranze, intervento al convegno intitolato "A quindici anni dal T.U.F. - Bilanci e prospettive"*, tenutosi all'Università Bocconi il 13-14 giugno 2013, in *Il testo unico della finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. Annunziata, Milano, 2015, 247, specie 268, con riferimento al diverso problema della liceità di clausole statutarie volte ad escludere il diritto di intervento in assemblea dei soci aventi un quantitativo minimo di azioni proprio in ragione dell'esaltazione di istanze efficientistiche che solo in un contesto quotato possono condurre alla legittimità di tali soluzioni contrattuali. Clausole che, in un contesto chiuso non sarebbero giustificabili. In termini assolutamente critici cfr. M. S. Spolidoro, *Tersite in assemblea*, in Riv. Soc. 2016. In passato per il riconoscimento di una maggiore autonomia statutaria nella società aperta cfr. P. Marchetti, *Autonomia statutaria nella società per azioni quotata*, in Riv. Soc. 2000, e G. Ferri jr. *Autonomia statutaria e mercato a confronto*, in Riv. Dir. Comm. 1999, I, 919 In termini analoghi con riferimento all'esclusione statutaria del diritto di opzione cfr. A. Abu Awadd, nt. 234

### 3) *Libera scelta delle categorie azionarie già in circolazione*

Diversa è l'ipotesi in cui, a fronte del frazionamento del capitale azionario in più categorie o in presenza di clausole statutarie che consentano in astratto l'emissione di azioni aventi diritti diversi, la delega taccia sul tipo di azioni da emettere.

Secondo parte della dottrina<sup>460</sup> in questo caso l'organo amministrativo non potrebbe deliberare in maniera tale da incidere sugli assetti proprietari preesistenti. In altre parole l'organo gestorio troverebbe un limite implicito nella scelta della categoria azionaria da emettere in ragione degli effetti che tale emissione potrebbe produrre sulle categorie già emesse in termini di alterazione dei rapporti intercategoriale.

Tale impostazione viene giustificata alla luce del fatto che, in assenza di un'espressa statuizione dell'organo assembleare, l'organo amministrativo non godrebbe di poteri idonei a provocare effetti ulteriori rispetto a quelli previsti dalla deliberazione assembleare tali da incidere sulle posizioni soggettive degli azionisti.

L'interpretazione sopra riferita giustifica le proprie conclusioni sulla base di un'interpretazione conforme al dettato della seconda direttiva comunitaria e sulla rilevanza del pregiudizio indiretto degli azionisti speciali.

Più precisamente gli autori che sostengono tali impostazioni partirebbero dal presupposto per cui la seconda direttiva comunitaria espressamente prevede all'art. 25 che, ove la deliberazione di aumento di capitale produca una lesione dei diritti dei soci questi ultimi devono esprimere il loro consenso all'operazione. Stando alla formulazione letterale della disposizione, l'autorizzazione degli azionisti pregiudicati dovrebbe intervenire unicamente in relazione alla delibera assembleare sia ove abbia ad oggetto l'aumento di capitale sia ove invece abbia ad oggetto l'attribuzione della delega.

Ne discenderebbe, quale logica conseguenza, quella per cui la delega debba necessariamente prevedere la possibilità per l'organo gestorio di incidere sugli assetti proprietari preesistenti e ove invece ciò non avvenga quest'ultimo non potrebbe deliberare in maniera tale da determinare un pregiudizio per gli azionisti speciali.

In definitiva, ad avviso di quest'interpretazione, dovrebbe essere l'assemblea straordinaria a prevedere necessariamente nella delega la possibilità di emettere azioni speciali sia aventi un privilegio diverso e *potiore* rispetto a quello accordato alle azioni speciali in circolazione, sia dal contenuto identico a quello preesistente ma in ogni caso tali da incidere sui rapporti partecipativi originari. In assenza di una simile previsione l'organo amministrativo dovrà emettere azioni rispettando la proporzionalità originaria in

---

<sup>460</sup> F. La Malfa, nt. 436

maniera tale da non generare un pregiudizio intercategoriale o in ogni caso emettendo esclusivamente azioni ordinarie<sup>461</sup>.

È evidente come la tesi da ultimo riferita muove da un presupposto implicito di partenza consistente sia nella rilevanza del pregiudizio indiretto sia nel necessario coordinamento tra delibera dell'assemblea generale e delibera dell'assemblea speciale.

Rinviando a quanto verrà detto successivamente in relazione alla nozione di pregiudizio rilevante ai fini dell'attivazione della tutela dell'assemblea speciale di categoria, ed assumendosi in questo primo momento la rilevanza tanto del pregiudizio indiretto quanto del pregiudizio diretto, occorre dissentire dalla soluzione proposta per una pluralità di ragioni.

Fermo restando che l'organo amministrativo non possa, per le ragioni sopra esposte, in assenza di un'espressa previsione nella delega emettere nuove categorie azionarie non si vede per quale ragione non possa procedere ad un aumento di capitale mediante emissione anche di una sola tra le categorie azionarie in circolazione o previste quantomeno in via astratta dallo statuto.

Nel caso di specie l'alterazione dei ranghi anche ove fosse rilevante ai fini dell'applicazione dell'art. 2376 c.c. non costituirebbe una decisione *ulteriore* rispetto alla deliberazione di aumentare il capitale sociale dal momento che non si risolverebbe in una modificazione dello statuto non prevista originariamente dai soci.

In altre parole data la preesistenza delle categorie azionarie, l'emissione di una sola di tali categorie non comporterebbe una violazione della ripartizione delle competenze proprio perché l'organo amministrativo si limiterebbe a scegliere, tra le azioni precedentemente emesse dalla stessa assemblea dei soci, la categoria da emettere senza modificare lo statuto con la previsione di una ulteriore categoria azionaria.

Si tratterebbe di una mera modalità esecutiva dell'operazione non potendosi qualificare come una doppia deliberazione dal contenuto complesso analogamente a quanto avviene in caso di emissione di azioni non già in circolazione. Ciò in relazione al fatto che la frammentazione del capitale in più categorie o la previsione di clausole statutarie che prevedano l'emissione in astratto di ulteriori categorie azionarie, permette di ritenere che i soci al momento del conferimento della delega sappiano già che l'organo chiamato a deliberare l'aumento potrà selezionare tra le azioni preesistenti quella la cui emissione risponde meglio all'interesse della società. Limitare tale scelta compromette la fruibilità dell'istituto senza che vi siano ragioni sufficienti per imporre all'organo amministrativo un'emissione necessariamente proporzionale.

Inoltre la tesi sopra riferita, pur collocandosi in un periodo storico anteriore alla riforma del 2003, non prende in considerazione l'ipotesi in cui l'aumento di capitale delegato avvenga con esclusione del diritto di opzione.

---

<sup>461</sup> Sul punto G. F. Campobasso, *Manuale di diritto commerciale*, 2012, 503, nt. 26.

In questo caso, ove la società presenti un capitale frazionato in più categorie azionarie, l'emissione a favore di un terzo, indipendentemente dalla categoria emessa, comporterebbe un pregiudizio sebbene indiretto ad una delle categorie preesistenti.

Anche ipotizzandosi l'emissione di sole azioni ordinarie a favore del terzo sottoscrittore, la deliberazione consiliare condurrebbe ad un pregiudizio per gli azionisti ordinari consistente nella diluizione della loro potenza di voto.

In quest'ultimo caso, la scelta della categoria non sarebbe mai una soluzione indolore per gli azionisti speciali quali sono anche le azioni ordinarie. Si potrebbe replicare che la delega viene conferita proprio dagli azionisti ordinari i quali votando in assemblea l'attribuzione del potere delegato (senza specificare le azioni di futura emissione) implicitamente conoscono e accettano il possibile pregiudizio derivante dall'emissione di sole azioni ordinarie.

Tuttavia non è detto che la deliberazione attributiva della delega sia votata unicamente dagli azionisti ordinari posto che le azioni privilegiate oggi possono anche godere dei diritti di voto in assemblea generale.

In questo caso potrebbero valere le medesime considerazioni svolte per le azioni di categoria aventi diritto di voto quantomeno in quella particolare deliberazione e, quindi, ritenere che una delega in bianco quanto alle azioni di futura emissione presupporrebbe anche per gli azionisti speciali l'assunzione di un rischio analogo a quello assunto dagli azionisti ordinari.

Diversa sarebbe l'ipotesi in cui invece i soci di categoria, eventualmente pregiudicati dall'alterazione delle proporzioni, non abbiano diritto di voto in assemblea.

In questo caso si potrebbe ritenere, analogamente a quanto previsto dall'ordinamento tedesco, che la delega debba necessariamente prevedere la possibilità per l'organo amministrativo di emettere azioni speciali dotate del medesimo diritto, incidendo così sulla loro situazione soggettiva.

Tuttavia non si ritiene di condividere nemmeno questa soluzione poiché la tutela dei soci di categoria non risiede necessariamente nella predeterminazione del potere dell'organo amministrativo. Del resto, la conoscibilità *ex ante* della possibile lesione della loro posizione individuale non vale a giustificare una limitazione preventiva della discrezionalità dell'organo delegato. Infatti, sul presupposto di ritenersi rilevante il pregiudizio indiretto, nulla vieta di attivare il meccanismo di tutela previsto dall'art. 2376 c.c. con riferimento al momento della deliberazione consiliare<sup>462</sup>.

---

<sup>462</sup> In questo senso cfr. P. Marchetti, nt. 436 limitatamente all'ipotesi in cui la delega preveda un generico potere dell'organo amministrativo di emettere azioni speciali, non essendo possibile in sede di attribuzione del potere delegato individuare concretamente il contenuto del pregiudizio rilevante. Tuttavia ove la delibera assembleare non contempli tale possibilità, costituiva opinione prevalente in dottrina, quantomeno prima della riforma, che la delibera dell'assemblea speciale dovesse intervenire in sede di attribuzione del potere delegato non essendo possibile riconoscere al cda il potere di procedere ad un'emissione di azioni in maniera non proporzionale pur senza procedere all'emissione di nuove categorie azionarie. Ne deriva che ad avviso di tale interpretazione, fondata anche sul dato normativo di cui all'art. 2376 c.c. e della II direttiva Comunitaria, doveva essere la delibera assembleare a prevedere la possibilità per l'organo amministrativo di emettere azioni di categoria preesistente in

La tesi di un necessario coordinamento tra deliberazione assembleare e deliberazione dell'assemblea speciale, sebbene muova dal dato normativo per cui ai sensi dell'art. 2376 c.c. l'assemblea speciale deliberi in relazione a deliberazioni dell'assemblea generale, non necessariamente deve essere ritenuta insuperabile.

Nulla vieta di ricollegare un pregiudizio indiretto o diretto derivante da una deliberazione dell'organo amministrativo<sup>463</sup>.

Si pensi ad es. all'ipotesi in cui l'organo amministrativo proceda alla cessione del ramo d'azienda cui si collegano azioni speciali correlate a quel settore produttivo. Nel caso di specie l'assemblea speciale di cui all'art. 2376 c.c. si pronuncerebbe rispetto ad una deliberazione consiliare e non dell'assemblea generale a meno di non ritenere che sussista una competenza implicita di quest'ultima ma ciò dipenderebbe dalla rilevanza economica del ramo d'azienda rispetto all'intera impresa azionaria<sup>464</sup>.

Inoltre, una diversa ragione che giustifica la tesi per cui in presenza di più categorie l'organo amministrativo non sarebbe tenuto, in assenza di un'espressa previsione della delega, a rispettare la proporzione preesistente, potrebbe essere un argomento di ordine logico.

Infatti, anche ove la delega espressamente preveda tale possibilità, ossia quella di emettere una sola categoria azionaria, la regola di convocare l'assemblea speciale non dovrebbe necessariamente essere rispettata al momento di attribuzione del potere delegato.

Infatti gli azionisti speciali si pronuncerebbero rispetto ad un pregiudizio potenziale e non attuale senza la possibilità di valutare concretamente i benefici che deriverebbero dalla deliberazione che in concreto lede la loro posizione soggettiva. Più coerente nell'ottica di tutela degli azionisti speciali sarebbe la convocazione dell'assemblea di categoria al momento della deliberazione consiliare lesiva del loro privilegio e ciò indipendentemente dal fatto che la clausola attributiva della delega preveda espressamente l'emissione non proporzionale o di azioni aventi privilegio potiore a quelle delle categorie preesistenti.

Ne consegue che l'organo amministrativo non sarebbe necessariamente tenuto a convocare l'assemblea speciale in una fase di molto anteriore rispetto alla deliberazione che in concreto potrebbe determinare il pregiudizio di categoria, potendosi adempiere a tale dovere anche in sede di deliberazione consiliare di aumento ove effettivamente si proceda all'emissione di azioni speciali.

Sebbene tale soluzione si presti all'obiezione per cui la convocazione dell'assemblea speciale in fase di aumento delegato provocherebbe un ostacolo alla fluidità deliberativa dell'organo gestorio<sup>465</sup>, tuttavia

---

maniera non proporzionale, e quindi in assenza di tale previsione l'organo amministrativo non avrebbe potuto procedere attraverso l'emissione di una sola categoria. Sul punto cfr. F. La Malfa, nt 436 P. Marchetti, nt. 436 C. Costa, *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo G. B. Portale, III, Torino, 1993, 501 ss.

<sup>463</sup> Sul punto cfr. P. Mondini, *Le azioni correlate*, Giuffrè, Milano, 2009.

<sup>464</sup> In termini generali cfr. V. Pinto, *Funzione amministrativa e diritti degli azionisti*, Torino, Giappichelli, 2008.

<sup>465</sup> Cfr. P. Marchetti, nt. 436.

ciò non costituirebbe una ragione sufficiente per ritenere che l'assemblea speciale si debba pronunciare necessariamente in sede di attribuzione della delega.

La convocazione dell'assemblea speciale potrebbe dunque avvenire o in sede di attribuzione della delega, ove nella clausola statutaria sia espressamente prevista la possibilità di alterare la proporzione originaria, o in assenza di una tale indicazione, in sede di esercizio del potere delegato.

È per tutte queste ragioni che si potrebbe ritenere che, anche in assenza di un'espressa previsione nella clausola statutaria attributiva del potere delegato, l'organo amministrativo possa in concreto selezionare la categoria da emettere tra quelle già in circolazione sia che l'aumento avvenga nell'esercizio dell'opzione sia che l'aumento venga deliberato a favore di terzi con esclusione del diritto di opzione.

4) *La nozione di pregiudizio di categoria nella delibera di aumento di capitale sociale: riflessi e problematiche concernenti il rapporto tra tutela degli azionisti speciali ed esercizio del potere delegato. Diversa configurazione della nozione di pregiudizio a seconda del submodello azionario.*

Problema fortemente collegato con quanto detto poc'anzi è dato dalla possibilità che l'emissione di azioni speciali da parte dell'organo amministrativo possa condurre ad un pregiudizio rilevante ai fini dell'applicazione della tutela di categoria prevista dell'art. 2376 c.c. e quindi della necessità di convocare l'assemblea speciale degli azionisti in concreto pregiudicati dall'emissione.

Occorre ribadire che se a fronte di un pregiudizio diretto non vi sono dubbi rispetto alla necessità di convocare l'assemblea speciale, molte perplessità vi sono relativamente alla necessità di accordare rilevanza giuridica al c.d. pregiudizio indiretto, consistente nell'alterazione dei rapporti intercategoriale per effetto di un'operazione societaria tra cui l'aumento di capitale sociale<sup>466</sup>.

Il dibattito ha radici profonde nella storia del nostro diritto commerciale ed è stato ripreso negli anni '90 in relazione ad un'operazione sul capitale della Arnoldo Mondadori S.p.A.

Il dato normativo non permette di dare una risposta univoca rispetto alla possibilità di dare rilevanza al c.d. pregiudizio indiretto.

Non vi sono infatti indici normativi dai quali inferire con certezza la possibilità o meno di verificare la necessità di attivare il rimedio dell'assemblea speciale degli azionisti di categoria in concreto pregiudicati dall'alterazione dei ranghi originari<sup>467</sup>.

---

<sup>466</sup> La letteratura sul punto è molto ampia cfr. A. Mignoli, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960; G. Oppo, *Eguaglianza e contratto nella società per azioni*, in *Riv. Dir. Civ.* 1974, 629 ss.; G. B. Portale, "Uguaglianza e contratto": il caso dell'aumento del capitale sociale in presenza di più categorie di azioni, in *Riv. Dir. Comm.* 1990, I, 711 ss.; F. D'Alessandro, *Parere pro-veritate*, *Giur. comm.* 1990, I, 577 ss.; C. Costa, *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle società per azioni* a cura di G. E. Colombo G. B. Portale, III, Torino, 1993, 501 ss.; contrari alla rilevanza del pregiudizio indiretto cfr. P. Grosso, *Categorie di azioni e assemblee speciali*, Milano, 1999; R. Costi, *Parere pro-veritate*, in *Giur. comm.* 1990, I, 563 ss. B. Libonati, P. Ferro-Luzzi, *Parere pro-veritate*, in *Riv. Dir. Comm.* 1990, I, 703 ss. dopo la riforma cfr. G. D'Atorre, *Il principio di uguaglianza nelle società per azioni*, Giuffrè, 2007; P. Marchetti, *Commento all'art. 20 decreto competitività (azioni a voto plurimo e azioni a voto maggiorato)*, Relazione al convegno del Consiglio notarile di Milano, 22 settembre 2014, M. Ventoruzzo, *Un'azione un voto: un principio da abbandonare?* In *Giur. comm.* 2015; in tema di fusione A. Vicari, *Gli azionisti nella fusione di società*, Milano, 2004; C. Santagata, *Le fusioni*, in AA. VV. *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo G. B. Portale, Vol. VII, t. 2., Torino, 2004, 1 ss.

<sup>467</sup> La dottrina ha ritenuto possibile giustificare l'irrilevanza del diritto al rango argomentando da alcuni indici normativi presenti nel testo unico della finanza e precisamente con riferimento a quanto previsto dall'art. 145 tuf in tema di azioni di risparmio, in cui si prevede espressamente la possibilità di offrire ai soci in opzione azioni dal contenuto diverso da quelle dai medesimi possedute. I sostenitori dell'irrilevanza del diritto al rango argomentano altresì alla luce dell'art. 127 *sexies* tuf introdotto a seguito dell'inserimento della riforma delle azioni a voto plurimo. Tale disposizione infatti prevede che se da un lato in caso di aumento di capitale in presenza di azioni a voto plurimo occorre aumentare rispettando le proporzioni esistenti dall'altro è data all'autonomia statutaria la possibilità di disporre in senso diverso conformando evidentemente il contenuto del privilegio attraverso una clausola di accettazione preventiva o successiva del pregiudizio indiretto tale da non condurre all'attivazione del rimedio di cui all'art. 2376 c.c. Cfr. M. Ventoruzzo, *Modifiche di fatto, indirette e di diritto del diritto di voto e recesso*, in *Giur. comm.* 2015, 1055 ss. P. Marchetti, nt. 466, tuttavia non si ritiene di condividere la posizione degli AA. citati in quanto la disposizione è evidentemente una norma eccezionale nella parte in cui consente di limitare per statuto l'offerta proporzionale e omogenea delle azioni in ragione del divieto di emettere azioni a

L'art. 2376 c.c. non contempla né la nozione di pregiudizio né, diversamente da quanto previsto ad es. nell'ordinamento tedesco e nell'ordinamento spagnolo, esplicita in maniera espressa la rilevanza del pregiudizio indiretto. La norma descrive un passaggio procedimentale obbligatorio senza stabilire né i presupposti applicativi né le conseguenze della violazione.

L'opinione tradizionale è nel senso di riconoscere rilevanza all'alterazione dei ranghi successiva ad un'emissione di azioni in maniera non proporzionale o ad un'emissione di azioni aventi privilegi maggiori rispetto a quelle già in circolazione.

L'interpretazione estensiva si fonda su ragioni di natura storica e di compatibilità con il dettato comunitario.

Infatti la necessità di accordare tutela agli azionisti speciali a seguito di una deliberazione idonea ad alterare le proporzioni preesistenti si giustificerebbe in ragione dell'origine storica dell'art. 2376 c.c. che deriverebbe dall'analoga disposizione della legge azionaria tedesca par. 182 Aktg secondo la quale in ogni ipotesi di aumento di capitale sociale ove la società fosse composta da una pluralità di categorie azionarie, sarebbe necessaria la convocazione delle assemblee speciali dei soci di categoria<sup>468</sup>.

La disciplina tedesca tuttavia presuppone una presunzione assoluta di pregiudizio collegata ad ogni operazione sul capitale guardando all'alterazione del contenuto della singola azione che a seguito dell'aumento del numero complessivo delle azioni subirebbe una diluizione tanto nei diritti amministrativi quanto in quelli patrimoniali.

Una simile interpretazione tuttavia determinerebbe la necessità di convocare le assemblee speciali ogni qualvolta si procedesse ad un'operazione sul capitale in ragione dell'effetto diluitivo che si ricollega al semplice aumento delle azioni in circolazione.

---

voto plurimo nell'ambito di una società quotata. Da ciò deriverebbe la rilevanza del pregiudizio indiretto quantomeno nell'ambito di una spa chiusa. Sul punto sia pur in via dubitativa A. Abu Awadd, *Sub. art. 2376*, in Commentario alla riforma delle spa diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Milano, 2016.

<sup>468</sup> Sul punto A. Mignoli, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, 256 secondo il quale le radici storiche dell'art. 2376 c.c. e l'accostamento con la disciplina tedesca dovrebbero condurre per ogni ipotesi di aumento del capitale sociale all'attivazione della tutela di categoria anche con riferimento alla posizione degli azionisti ordinari. Quanto sostenuto dall'A. tuttavia si presta ad una critica legata sia al tenore letterale dell'art. 2376 c.c. ove ci si riferisce al concetto di pregiudizio sia alla funzione riconducibile all'art. 2376 c.c. di tutela della parità di trattamento per il caso di frammentazione della compagine sociale in più categorie azionarie. Infatti ove si richiedesse la convocazione dell'assemblea speciale per ogni operazione sul capitale significherebbe prescindere dalla nozione di pregiudizio. Quest'ultimo ricorre unicamente quando gli effetti della deliberazione siano idonei a riflettersi in maniera non proporzionale tra le varie categorie azionarie. E anche ove tale effetto non paritetico sia riconducibile alla posizione degli azionisti ordinari, in termini di diminuzione della potenza di voto con ampliamento del numero delle azioni chiamate a votare nell'assemblea generale, tale pregiudizio ove fosse considerato rilevante, sarebbe a monte accettato dall'assemblea generale degli azionisti ordinari che fungerebbe da assemblea speciale di categoria nel caso in cui l'altra categoria fosse sprovvista del diritto di voto. Sul punto cfr. G. B. Portale, *Uguaglianza e contratto*, Silloge in onore di G. Oppo, *Riv. Dir. Comm.* 1990. In termini simili F. D'Alessandro, nt. 466; e C. Costa, nt. 466.

Una simile impostazione, ad oggi sostenuta da una dottrina minoritaria<sup>469</sup>, non potrebbe trovare riscontro dal momento che è proprio l'art. 2376 c.c. a dare rilevanza al pregiudizio subito alla categoria e non alla singola azione oltre al fatto che tale impostazione condurrebbe ad una paralisi deliberativa costante essendo la società e i suoi organi sotto scacco di sparute minoranze di azionisti speciali.

Al contempo tuttavia si è ritenuto di dover procedere alla convocazione dell'assemblea speciale ogni qual volta gli effetti dell'operazione fossero tali da riverberarsi in maniera disomogenea<sup>470</sup> tra le varie categorie azionarie affermandosi una lesione della parità di trattamento tra gli azionisti.

In questo caso infatti ove la deliberazione risultasse idonea a produrre effetti differenziati su diverse compagini sociali, il rimedio dell'art. 2376 c.c. assicurerebbe una maggiore facilità deliberativa alla società che potrebbe non essere costretta a richiedere il consenso dei singoli soggetti in concreto pregiudicati.

Quest'interpretazione sembrerebbe essere confermata dalla disciplina comunitaria che prevede in tema di aumento di capitale sociale la necessità del consenso degli azionisti lesi dalla deliberazione sociale.

Ad avviso di altra parte della dottrina tuttavia tali argomentazioni non sarebbero sufficienti a dare rilevanza al pregiudizio indiretto poiché quest'ultimo in definitiva si risolverebbe nella lesione di un'aspettativa del socio e, quindi, in altre parole in un pregiudizio subito dal singolo e non dalla categoria nel suo complesso<sup>471</sup>.

Senza scendere nel dettaglio del dibattito storico e culturale relativo alla rilevanza o meno del pregiudizio indiretto è opportuno rilevare che la soluzione del problema potrebbe dipendere dalla possibilità di rinvenire in capo al soggetto concretamente pregiudicato una serie di tutele alternative rispetto a quella prevista dall'art. 2376 c.c.

La problematica relativa alla rilevanza del pregiudizio indiretto sicuramente risente della nuova impostazione assunta dalla riforma del 2003 avuto riguardo alla nozione di parità di trattamento<sup>472</sup> nonché alla tutela delle posizioni reciproche all'interno della società per azioni, che se da un lato ha accentuato aspetti fortemente contrattualistici, dall'altro si è emancipata da una dimensione contrattuale per approdare ad una nozione di impresa di stampo neoistituzionalistico.

Più precisamente la tutela della proporzionalità di cui il diritto al rango è un'evidente manifestazione è stata oggetto di una forte revisione a seguito della riforma in ragione di esigenze di natura efficientistica

---

<sup>469</sup> A. Leozappa, *Diritti di categoria e assemblee speciali*, Giuffrè, 2008.

<sup>470</sup> Cfr. F. D'Alessandro, nt. 466 G. B. Portale, nt. 466 C. Costa, nt. 466

<sup>471</sup> Parla di pregiudizio di fatto M. Ventoruzzo, nt. 467.

<sup>472</sup> Sul punto G. D'Attorre, nt. 466 e V. Buonocore, *Principio di uguaglianza e diritto commerciale*, in *Giur. comm.* 2008, I, 551 ss. come evidenziato nelle pagine precedenti ragioni di efficienza hanno condotto a diminuire il numero delle c.d. property rules aumentando quello delle c.d. liability rules spostando la tutela dei soci dal piano reale a quello obbligatorio. Ne consegue la forte distonia della regola data dall'art. 2376 c.c. rispetto al sistema così come riformato. Sul punto cfr. il classico saggio di G. Calabresi – A. D. Melamed, *Property rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, in *85 Harvard Law Review*, 1972, p. 1089 ss

che trovano nella tutela obbligatoria un rimedio alternativo alla tutela reale di cui l'art. 2376 c.c. è espressione<sup>473</sup>.

Come si è visto a commento della disciplina del diritto di opzione, ragioni di efficienza decisionale hanno condotto a riconoscere ai soci minimi delle società per azioni tutele meramente patrimoniali<sup>474</sup> riducendo al contempo i diritti di voce.

Si pensi ad esempio alla tutela risarcitoria nell'ambito della disciplina dell'impugnazioni assembleari e consiliari, all'ampliamento delle cause inderogabili di recesso, alla nuova disciplina in tema di diritto di opzione, alla disciplina in tema di scissione non proporzionale dove diversamente che in passato oggi al socio colpito dalla non proporzionalità si riconosce unicamente una tutela di natura obbligatoria assimilabile ad un diritto di exit e gli esempi potrebbero continuare<sup>475</sup>.

Non sarebbe sbagliato, da un punto di vista metodologico, ritenere che l'applicazione della tutela di cui all'art. 2376 c.c. possa subire un'interpretazione restrittiva ove sussistano le condizioni per riconoscere una tutela diversa, sia pur non omogenea, ai soci indirettamente pregiudicati dall'alterazione delle proporzioni partecipative<sup>476</sup>.

Ricordando quanto avviene nell'ambito della scissione non proporzionale dove la parità di trattamento viene derogata riconoscendo un diritto di exit al socio pregiudicato, si potrebbe ipotizzare che nell'ipotesi di pregiudizio indiretto al socio di categoria pregiudicato possa riconoscersi in alternativa alla tutela reale la tutela obbligatoria prevista dall'art. 2437 co.1 lett. g) c.c. consistente nel diritto di recesso a seguito di una modificazione dei diritti di voto e di partecipazione<sup>477</sup>.

---

<sup>473</sup> Secondo A. Mignoli, nt. 468 la norma è espressione di un ridimensionamento della nozione di diritto individuale e come tale costituisce uno strumento volto a favorire la facilità deliberativa dell'impresa azionaria. Cfr. inoltre A. Mignoli, *La categoria di azioni come gruppo*, in *Riv. Soc.* 1955; *"Itio in partes", votazioni distinte, assemblea speciale, votazione separata*, in *Riv. Soc.* 1960, 242 e 251.

<sup>474</sup> Segnalavano già questa tendenza A. Cerrai – A. Mazzoni, *La tutela delle minoranze*, in *Riv. Soc.* 1990.

<sup>475</sup> In termini generali sul passaggio da un sistema di tutele reali ad un sistema di tutele obbligatorie cfr. R. Sacchi, *Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gianfranco Campobasso, diretto da P. Abbadessa, G. B. Portale, II, Utet, 2006. F. D'Alessandro, *La tutela delle minoranza tra strumenti ripristinatori e strumenti risarcitori*, in *Riv. Dir. Civ.* 2003.

<sup>476</sup> Occorre inoltre ricordare come nell'ambito delle società quotate il riconoscimento di un potere di veto in capo agli azionisti speciali conduce ad una dinamica dei corsi di borsa distorta proprio in ragione dell'esigenza (e dunque del costo) da parte del socio di maggioranza di reperire un numero di azioni di categoria tale da permettergli di acquisire anche la maggioranza del capitale all'interno dell'assemblea speciale incendiando operazioni speculative da parte degli azionisti speciali. Sul punto cfr. A. Sacco Ginevri, *Attivismo degli azionisti di risparmio e operazioni straordinarie: dal non voting discount al veto premium*, paper discusso al convegno "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE" "L'IMPRESA E IL DIRITTO COMMERCIALE: INNOVAZIONE, CREAZIONE DI VALORE, SALVAGUARDIA DEL VALORE NELLA CRISI" Roma, 21-22 febbraio 2014

<sup>477</sup> Per quest'impostazione sia pur in via dubitativa cfr. A. Vicari, *Gli azionisti nella fusione di società*, Milano, 2004.

Tuttavia ad un esame più attento la disposizione potrebbe non riferirsi ai rapporti intercategoriale dal momento che, presupposto per l'applicazione della disciplina, non è il verificarsi di un pregiudizio ma una semplice modifica dei diritti<sup>478</sup>.

La diversità terminologica nonostante l'ambiguità del dato letterale potrebbe celare un diverso ambito applicativo estraneo a quello dei rapporti tra le categorie azionarie.

In altre parole il riferimento alla nozione di modificazione dei diritti implicherebbe una modificazione omogenea relativa alla posizione di tutti i soci e non di una parte degli stessi. Inoltre il termine modificazione, diversamente dal termine pregiudizio, potrebbe voler significare che la disposizione non presupponga necessariamente una variazione peggiorativa quanto piuttosto una variazione apparentemente neutrale tale tuttavia da determinare un'alterazione delle condizioni di rischio sottostanti l'investimento del socio. Ciò coerentemente con le altre ipotesi che legittimano il diritto di exit del socio.

Anche a voler ritenere che l'ambito di applicazione delle due disposizioni sia parzialmente coincidente in base alla considerazione per cui la nozione di pregiudizio sia una species del più ampio genus delle modificazioni rilevanti ai fini dell'art. 2437 co. 1 lett. g) c.c., tuttavia ragioni di certezza e di stabilità patrimoniale dell'impresa azionaria suggeriscono come sostenuto dalla dottrina maggioritaria di interpretare restrittivamente la causa di recesso di cui all'ultima disposizione citata limitatamente alle ipotesi di modificazione dirette (e non indirette) dei diritti di voto e di partecipazione<sup>479</sup>.

Alla luce di queste seppur sommarie affermazioni, si potrebbe essere portati a ritenere che la norma fuoriesca dall'ambito di applicazione della fattispecie in questa sede esaminata che, come detto, si risolve nella variazione peggiorativa della posizione giuridica di alcuni soci senza che venga toccato il privilegio astrattamente riconosciuto alla categoria.

Per risolvere dunque il problema occorre pertanto capire se il socio di categoria, in assenza della tutela data dall'art. 2437 co. 1 lett. g) c.c., possa in ogni caso reagire all'alterazione della situazione giuridica riconosciuta trovando invece applicazione la tutela collettiva data dall'art. 2376 c.c., ove tale possibilità di reazione non sia possibile.

Come noto, l'ordinamento in varie occasioni assimila la tutela del recesso alla tutela del disinvestimento dato dalla possibilità di alienare le azioni sul mercato regolamentato.

---

<sup>478</sup> In dottrina l'ambito di applicazione dell'art. 2437 co. 1 lett. g) c.c. è fortemente discusso: in linea generale si tende a ritenere che la norma non contempli le modifiche indirette ma solo le modifiche dirette. Cfr. M. Ventrone, nt. 466. Inoltre è opinione condivisibile quella di chi ritiene che la disposizione in commento non trovi applicazione nell'ambito dei rapporti intercategoriale cfr. A. Abu Awadd, *I diritti di voto e di partecipazione: fra recesso e assemblee speciali*, in *Banca Borsa e tit. di cred.* 2009, I, 312 ss. nonché C. Angelici, in Libertini – Angelici, *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. Dir. Comm.* 2015, 1 ss. dello stesso A. Sull'art. 2437 lett. g) c.c. in *Riv. Not.* 2014, I, 865 ss.

<sup>479</sup> M. Ventrone, nt. 443. Tuttavia è bene ricordare che la disposizione potrebbe subire un'interpretazione restrittiva ove lo strumento del recesso possa essere sostituito con il potere tipico di disinvestimento dato dall'alienazione del titolo sul mercato regolamentato. Per la rilevanza della sola modificazione diretta dei diritti di voto o di partecipazione C. Frigeni, nt. 196.

Si veda quanto previsto dall'art. 2497 quater c.c. in tema di recesso per inizio o cessazione di attività di direzione e coordinamento.

Così come quando impedisce all'autonomia statutaria di prevedere cause di recesso convenzionali nell'ambito di società quotate. In entrambe le ipotesi la possibilità di disinvestire giustifica il mancato riconoscimento del diritto di exit legale o volontario.

Se, pertanto, il diritto di recesso che, in un'ottica di efficienza dell'attività deliberativa dell'impresa, costituisce una *tutela compensativa alternativa ad una tutela reale per le ipotesi di disparità di trattamento*, è surrogabile con il diritto di exit dato dal disinvestimento su un mercato regolamentato, è possibile ritenere che il socio che ha subito un pregiudizio indiretto per effetto di un'alterazione dei ranghi originari possa autotutelarsi solo nell'ambito di una società quotata in un mercato regolamentato e non nell'ambito di una spa chiusa dove manca per definizione un mercato e, dove, al pari di una spa quotata, come detto, si dubita della possibilità di riconoscere la tutela data dall'art. 2437 co.1 lett. g c.c. per l'ipotesi di pregiudizio indiretto al diritto di categoria.

Più precisamente la possibilità per il socio leso di disinvestire o reinvestire nell'ambito della stessa società che ha determinato l'alterazione del privilegio senza incidere sul contenuto astratto dello stesso, permette a quest'ultimo di neutralizzare lo svantaggio subito o liquidando interamente il suo investimento o mediante l'acquisto di un quantitativo di azioni tale da mantenere inalterata la proporzione partecipativa originaria.

Occorre tuttavia fare una precisazione.

Affinchè il socio possa autotutelarsi attraverso il ricorso al mercato, è necessario che l'alterazione quantitativa del privilegio riguardi una categoria parimenti quotata. Dunque il requisito/presupposto della quotazione dovrebbe ricorrere rispetto al tipo di azione che in concreto risenta della diluizione indiretta del privilegio.

Diversamente ove tale possibilità non sussista e, quindi, ove la società sia chiusa o nell'ipotesi in cui una categoria non sia quotata, dovrebbe trovare applicazione la tutela collettiva data dall'art. 2376 c.c.

Ciò del resto risulta coerente sia con la minore rilevanza che si riconosce al mantenimento della proporzionalità nell'ambito di un contesto aperto, sia e conseguentemente con il maggior disinteresse del socio di una società quotata ad essere tutelato in termini di benefici endocorporativi essendo tuttalpiù interessato ad un incremento del valore della partecipazione reso più facilmente possibile da una maggiore elasticità organizzativa dell'impresa azionaria.

Se, dunque, il problema del pregiudizio indiretto può risolversi diversamente a seconda che la società faccia o meno ricorso al mercato e sia o meno quotata, la questione assume rilevanza diretta nell'ambito della fattispecie in questa sede esaminata.

L'organo amministrativo di una società chiusa dovrà, per l'ipotesi di pregiudizio anche indiretto alle azioni di categoria, convocare l'assemblea speciale degli azionisti o al momento dell'attribuzione della delega o in alternativa al momento di emissione delle azioni speciali.

Diversamente ove invece la società sia quotata in un mercato regolamentato, sarebbe possibile evitare la convocazione non assumendo rilevanza l'alterazione indiretta della posizione giuridica del singolo azionista.

L'organo amministrativo dovrà convocare l'assemblea speciale solo ove l'emissione conduca ad un pregiudizio diretto della categoria interessata. Si pensi all'ipotesi in cui il privilegio venga determinato in rapporto al privilegio riconosciuto ad un'altra categoria con precedenza rispetto a quest'ultima. In quest'ipotesi, diversamente dall'ipotesi di emissione non proporzionale, non può dubitarsi del fatto che l'incidenza sul contenuto del diritto di categoria è diretto in quanto produttivo di una riduzione della base di calcolo del privilegio della categoria postergata.

## BIBLIOGRAFIA

- AA. VV.: *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?* (tavola rotonda su Cass. 26 ottobre 1995 n. 11151 con contributi di P. G. Jaeger, C. Angelici, A. Gambino, R. Costi, F. Corsi) in *Giur. comm.* 1996, II, 334 ss.
- P. Abbadessa, *La gestione della società per azioni. Profili organizzativi*. Giuffrè 1975 41 ss.
- P. Abbadessa, *L'assemblea: competenza*, in Trattato delle società per azioni diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, III, 1, Torino, 1994, 3 ss.
- P. Abbadessa, *Le disposizioni generali sulle società*, in Trattato di diritto privato a cura di P. Rescigno, 16, Impresa e Lavoro, t. 2, Utet, Torino, 3 ss.
- P. Abbadessa, *E' delegabile la fissazione del termine per l'esecuzione dell'aumento di capitale?* In *Giur. comm.*, 1989, II, 925 ss.
- P. Abbadessa, *Il nuovo ruolo dell'assemblea nella società per azioni, Verso un nuovo diritto societario*, Associazione Disiano Preite, 2003, 164 ss.
- P. Abbadessa, *La società per azioni tra passato e futuro: l'assemblea*, in AA. VV., *La riforma delle società per azioni non quotate*, a cura di M. Porzio, M. Rispoli Farina e G. Rotondo, Milano, 2004, 43 ss. id.. *L'assemblea nella spa: competenza e procedimento nella legge di riforma*, in *Giur. comm.* 2004, I, 542 ss
- P. Abbadessa, A. Mirone, *La competenza dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. Soc.* 2010, 270 ss.
- P. Abbadessa, *La voce dei soci nella gestione della s.r.l.* in *Rds*, 2012, 186 ss.;
- P. Abbadessa, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in Scritti in onore di M. Libertini, Roma, 2015, 3 ss.
- N. Abriani, M. Maltoni, *Elasticità organizzativa e diritto dei soci di avocare decisioni gestorie: sulla derogabilità dell'art. 2479, comma 1, c.c.*, Studio n. 6005/I approvato dalla Commissione Studi d'impresa del Consiglio Nazionale del Notariato, in *Studi e materiali*, 2006, p. 211 s.
- J. Alfaro Aguila – Real, *Inters social y derecho de suscripcion preferente. Una aproximacion economica*, Madrid, 1995, 85 ss.
- A. Abu Awadd, *Delega all'esclusione o limitazione del diritto di sottoscrizione di aumento del capitale ed impugnazione di delibere consiliari in s.r.l.* in *Banca Borsa e Tit. cred.* 2011, II, 362 a commento del Lodo Piras;

- A. Abu Awadd, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013.
- A. Abu Awadd, *I “diritti di voto e di partecipazione” fra recesso e assemblee speciali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 312 ss.;
- A. Abu Awadd, *Sub. art. 2376*, in *Commentario alla riforma delle spa* diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Milano, 2016.
- C. Alonso Ledesma, *Algunas consideraciones sobre el juego de la clausola del interes social en la supresion o limitacion del derecho de suscripcion preferente*, en *A.A. V.V., Derecho Mercantil de la Comunidad Economica Europea, Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid, 1993, 282 ss.
- I. Anabtawi, L. Stout, *Fiduciary duties for activist shareholders*, in *Stand L. Rev.*, 60, 2008.
- C. Angelici, *La società per azioni e gli “altri”*, in *L’interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, in ricordo di Pier Giusto Jaeger, 2010, 45 ss.
- C. Angelici, *La riforma del diritto societario*, Cedam, 2006, 71 e ss.
- C. Angelici, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* a cura di A. Cicu e F. Messineo, continuato da L. Mengoni, 2012.
- C. Angelici, nel corso dei lavori preparatori della riforma, *In La riforma del diritto societario. Lavori preparatori, testi e materiali*, a cura di M. Vietti, F. Auletta, G. Lo Cascio, U. Tombari, A. Zoppini, Milano, 2006, 1733 ss.
- C. Angelici, *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv.soc.*1987, I, 12 ss.;
- C. Angelici, in Libertini – Angelici, *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. Dir. Comm.* 2015, 1 ss.
- C. Angelici, *Sull’art. 2437 lett. g) c.c. in Riv. Not.* 2014, I, 865 ss.
- G. Appiani, *L’aumento di capitale di una società anonima delegato al consiglio di amministrazione*, in *Riv. Dir. Comm.* 1917, 34 ss.
- L. Ardizzone, *Il fattore tempo nell’aumento di capitale sociale: limiti alla discrezionalità nella determinazione del termine finale di sottoscrizione*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*, Milano, 2011, 13-23
- T. Ascarelli, *Sui poteri della maggioranza assembleare ed alcuni loro limiti*, in *Studi sulle società*, 1950.
- T. Ascarelli, *Diritto d’opzione nell’aumento di capitale e emissione delle nuove azioni con aggio*, in *Foro pad.*, 1954, III, 49 ss. e in *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 1955, 429 ss.;

- R. Astolfi, *Considerazioni sull'art. 2443*, in *Riv. Soc.* 1963, 534 ss.;
- H. Ballantine, *On Corporation*, 1946, 491 – 492.
- H. Ballantyne, N. Lattin, W. Jennings, *Cases and materials on corporation*, Chicago, 1953, 922-923.
- G. Balp, M. Ventoruzzo, *Esclusione del diritto di opzione nelle società quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, in *Riv. Soc.* 2004, 795 ss.
- G. Balp, *Emissione di obbligazioni convertibili, obbligazioni con warrant e warrant di sottoscrizione abbinati ad azioni con esclusione “semplificata” del diritto di opzione*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*, Egea, 2011, 25 ss.
- A. Bartalena, *Artt. 2481 in Società di capitali. Commentario a cura di G. Niccolini e A. Stagno D'Alcontres*, vol. 3 Jovene Napoli, 2004, 1641 ss.;
- E. 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 ss.
- L. A. Bebchuck, *The case for increasing shareholders power*, in *Harvard L. Rev.* 2005, 1 ss. id. *The myth that insulation board serves long term value*, in *Col. L. Rev.* 2013, 1 ss.
- L. A. Bebchuck, *Limiting contractual freedom in corporate law: the desirable constraints on charter amendments*, in *102 Harvard L. Rev.* 1989, 1820 ss. id. *The case for increasing shareholders power*, in *Harvard L. Rev.* 2005, 1 ss.
- S. Beinbridge, *Preserving director primacy from managing shareholders intervention*, *Ucla L. Rev.* 2013. Id. *Directors primacy and shareholders disempowerment*, in *199 Harvard L. Rev.* 2006, 1 ss.
- P. Beltrami, *L'invalidità delle deliberazioni assembleari ex art. 2379 ter*, in *Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, III, Torino, 2014.
- U. Belviso, *L'informazione dei soci nelle società con azioni quotate*, in *Riv. Soc.* 2000, 828 ss.
- U. Belviso, *Delega per gli aumenti del capitale sociale e riforma organica delle società di capitali*, in *Riv. Soc.* 2004, 1317 – 1342
- P. Benazzo, *Autonomia statutaria e quozienti assembleari nelle società di capitali*, Cedam, 1999, 423 ss.
- A. Berle jr. – G. C. Means, *The modern corporation and Private Property: The MacMillan Company*, New York, 1934 trad. *Società per azioni e proprietà privata*, Einaudi, Torino 1966.

- C. S. Bigler – Seth Barret Tillman, *Void or Voidable? Curing defects in stock issuances under Delaware law*, in *Business Lawyer* vol. 63, 2008, 1112.
- A.A. Berle Jr., *Corporate devices for diluting stock participations*, in 8 *Col. L. Rev.* 1931, 1258 – 1259.
- C. M. Bianca, *Le autorità private*, Napoli, 1977.
- Stephen D. Bickel – Carrol Cleo Haston, *Treasury shares and pre empitve rights: Schwartz v. Marien*, in *Buffalo Law Rev.* 1977, 149 ss.
- M. Bigelli, *Gli aumenti di capitale delle società quotate*, Giappichelli, 1991.
- C. S. Bigler S. B. Tillman, *Void or Voidable? – curing defects in stock issuances under Delaware Law*, *The Business Lanyer*, Vol. 63, 2008, 1112 – 1113
- G. Bisogni, *Autonomia ed eteronomia nella disciplina dei rapporti associativi della publicly held corporation*, in *Riv. Soc.* 1997, 649 ss.
- A. Blandini, *Società quotate e società diffuse*, in *Trattato di diritto civile del Consiglio Nazionale del Notariato*, diretto da P. Perlingeri, Napoli, 2005;
- F. Bordiga, *Partecipazione degli investitori istituzionali nella s.p.a. e doveri fiduciari*, in *Riv. Soc.* 2013, I, 202 ss..
- V. Brudney, *Equal treatment of shareholders in Corporate distribution and reorganizations*, in *Cal. L. Rev.*, 1983, 1072 ss.
- V. Buonocore, *Le situazioni giuridiche soggettive dell'azionista*, ESI, 1968
- V. Buonocore, *Principio di uguaglianza e diritto commerciale*, in *Giur. comm.* 2008, 570 ss.
- C. A. Busi, *Aumento di capitale sociale nella spa e nella srl*, Milano, 2010 453
- O. Cagnasso, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato* diretto da G. Cottino, Cedam, Padova, 2007, 298 ss.;
- G. Calabresi – A. D. Melamed, *Property rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, in 85 *Harvard Law Review*, 1972, p. 1089 ss
- V. Calandra Buonauro, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1985, 331 ss.
- V. Calandra Buonauro, *L'aumento di capitale nella società a responsabilità limitata*, in *Studi in onore di Gastone Cottino*, Cedam, Padova, 1997, 1119 ss.;

- V. Calandra Buonauro, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2005, II, 291 ss.;
- G. F. Campobasso, *Manuale di diritto commerciale*, 2012, 503, nt. 26.
- M. J. Castellano Ramirez, *La operacion de aumento del capital social*, in *Armonie e disarmonie del diritto comunitario delle società di capitali*, a cura di Gianfranco Campobasso, I, 833 ss.
- A. Carlo, *Sovrapprezzo, diritto di opzione ed azioni offerte ai terzi*, in *Riv. Trim. dir. Proc. Civ.*, 1965, 1005- 1026.
- M. Cera, *Il passaggio di riserve a capitale*, Milano, 1988.
- A. Cerrai – A. Mazzoni, *La tutela delle minoranze* in *Riv. Soc.* 1993, 1 ss. anche in *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, a cura di P. Abbadessa e A. Rojo, Milano, 1993, 339 ss.
- S. Cerrato, *Le deleghe di competenze assembleari nelle società per azioni*, Milano, 2009.
- S. Cerrato, *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il sovrano ha veramente abdicato?* In *Riv. Dir. Civ.* 2009, II, 133 ss.
- S. Cerrato, *Art. 2443*, in *Il nuovo diritto societario*, Commentario diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, II, 2004, 1546 ss.
- S. Cerrato, in Petrazzini, Callegari, Cerrato, Cavanna, *sub art. 2443*, in *Le modificazioni dello statuto della s.p.a.*, Trattato di diritto privato, diretto da P. Rescigno, 16, IV, Torino, 2012.
- S. Cerrato, *Art. 2441*, in *Il nuovo diritto societario* a cura di G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, 1500 ss.;
- A. Cetra, *Le operazioni sul capitale sociale nella s.r.l.*, in *Riv. Soc.* 2016, 812 ss.
- M. Cian, *Le competenze decisorie dei soci. Le modificazioni dell'atto costitutivo*, Iba – Marasà, (diretto da), Trattato della società a responsabilità limitata, Padova, 2009, IV, 13 ss.;
- E. Civerra, *Le operazioni straordinarie*, Ipsoa, 2008, 44 – 45
- R. Clark, *Corporate Law*, 1987, 719.
- C. Cincotti, *Il contratto di acquisizione d'azienda mediante conferimento nella s.p.a.*, 2009, 150 – 151.
- J. Cline, *Pre empitve rights: Importance of drafting in protecting shareholder against dilution of interest and compulsory reinvestment*, in *Cal. L. Rev.*, 1952, 132 ss, 139.
- D. Corapi, *Gli statuti delle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1971, 157 ss.

- C. Costa, *Le assemblee speciali*, in Trattato delle società per azioni, diretto da G. E. Colombo G. B. Portale, III, Torino, 1993, 501 ss
- R. Costi, *Parere pro-veritate*, in Giur. comm. 1990, I, 563 ss.
- F. D'Alessandro, *Gestione dell'impresa e rapporti tra assemblea e amministratori nella riforma societaria*, in La Società per azioni oggi, tradizione attualità e prospettive, Atti del convegno di Venezia, 10 -11 novembre 2006, a cura di P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventrone, 2007, 719,
- F. D'Alessandro, *La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata: ovvero esiste ancora il diritto societario?* In Riv. Soc. 2003, 34 ss.
- F. D'Alessandro, *Persona giuridica e analisi del linguaggio*, Padova, 1989
- F. D'Alessandro, *La Seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti*, in Riv. Soc. 1987, I, 1 ss.
- F. D'Alessandro, *Parere pro-veritate*, Giur. comm. 1990, I, 577 ss.;
- F. D'Alessandro, *La tutela delle minoranza tra strumenti ripristinatori e strumenti risarcitori*, in Riv. Dir. Civ. 2003.
- G. D'Atorre, *Il principio di uguaglianza nella società per azioni*, Milano, 2007
- A. Daccò, *L'invalidità delle decisioni degli amministratori nella s.r.l.*, in Amministrazione e controllo, Giappichelli, 2010, 785 ss.
- J. M. De La Cuesta, *El aumento y la reduccion del capital social, en La reforma de la Ley Sociedades Anonimas*, (dir. A. Rojo), Madrid, 1987, 173.
- N. De Luca, *Unequal treatment and shareholders' welfare growth: fairness v. "precise equality"*, in DJCL, V. 34, 2009;
- G. De Nova, *Il diritto di recesso del socio di società per azioni come opzione di vendita*, in Riv. Dir. Priv. 2004, 329 ss.
- V. Di Cataldo, *Recesso del socio di società per azioni*, in Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, Vol. III, Torino, Utet, 2007, 228
- F. Di Sabato, *Manuale delle società*, Utet, 581, 1989.
- A. K. Dittmar, A. V. Thakor, *Why do firms issue shares*, in *Journal of Finance*, vol. 62, I, 2007, consultabile su [www. ssrn.com](http://www.ssrn.com)

- A. A. Dolmetta, *Sul "tipo" S.r.l.*, in S.r.l. Commentario dedicato a G. B. Portale, a cura di A. A. Dolmetta e G. Presti, Giuffrè, Milano, 2011, 15 ss.
- H. Drinker, *The preemptive right of shareholders to subscribe to new shares*, in *Harv. L. Rev.* 1929, 586 ss.
- M. Erede – G. 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, 913 ss
- F. H. Eastbrook, D. R. Fischell, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University press, Cambridge Ma. – London, 1991 e trad. in lingua italiana in *L'economia della società per azioni, Un'analisi strutturale*, con presentazione di R. Weigmann, Giuffrè, Milano, 1996.
- F. H. Eastbrook, D. R. Fischell, *The proper rule of target management in responding to a tender offer*, in *Harv. Law Review*, (94), 1981, 1161 ss.
- L. Enriques, *Il conflitto d'interesse nella società per azioni*, Giuffrè, 2000, 141 ss.
- P. Fabrizio, *Sub. art. 92*, in Commentario al testo unico della finanza a cura di G. Alpa e G. Capriglione,
- E. Fazzuti, *Sub art. 2481-bis*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, vol. 3, Torino, 2003, p. 187,
- F. Fenghi, *Questioni in tema di aumento di capitale*, in *Riv. Soc.* 1983, 966
- G. Ferri, *Interesse della società ed esclusione del diritto d'opzione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1961, II, G. Ferri jr., *Investimento e conferimento*, Milano, 2001.
- G. Ferri Jr., *Autonomia statutaria e mercato a confronto*, in *Riv. Dir. Comm.* 1999, I, 919
- G. Ferri jr. – G. Guizzi, *Il progetto di fusione e i documenti preparatori*, in *Il nuovo diritto delle società Liber Amicorum Gianfranco Campobasso*, IV, Torino, 2006, 246 ss.
- F. Fracchia, *Elemento soggettivo ed illecito civile della pubblica amministrazione*, Editoriale scientifica, 2009
- G. Frè, *Opzione*, in *Nuovo Dig. It.*, a cura di M. D'Amelio, XVII, Torino, 1939 171 -177.
- C. Frigeni, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Giuffrè, 2009, 111 ss.
- F. Galgano, *Struttura logica e contenuto normativo del concetto di personalità giuridica*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1965, I, 553 ss.
- F. Galgano, voce "Persona giuridica" *Digesto disc. Priv. Sez. civ. XIII*, Torino, 1995.

- A. Gambardella, *Formazione e variazioni di capitale nelle società anonime*, Milano, 1910, n. 81 bis.
- A. Gambino, *Tutela delle minoranze*, in *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, 135
- M. Ganor, *The power to issue stock*, in *Wake Forest L. Rev.* 701, 709, 2011.
- A. Genovese, *La responsabilità per danno nella fusione di società*, in *Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, III, Torino, 2015, 1375 ss.
- G. Giannelli, *Esclusione del diritto di opzione e d. P. R. 10 febbraio 1986, n. 30*, in *Riv. Soc.* 1988, 757 – 789.
- G. Giannelli, *Le operazioni sul capitale*, in *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, a cura di V. Santoro, Giuffrè, Milano, 2004, 239 ss.; id. nt. 426, 259 ss.;
- G. Giannelli, *Sulla competenza ad emettere strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. Dir. Comm.* 2006.
- E. Ginevra, *Sottoscrizione e aumento del capitale sociale nelle s.p.a.*, Milano, 2001, 12 – 13.
- E. Ginevra, *Prezzo e sovrapprezzo negli aumenti di capitale*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie*, a cura di M. Notari, Milano, 2008, 103 – 104.
- E. Ginevra, *Sub art. 2441 c.c.*, in *La società per azioni* diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, II, Giuffrè, 2016, 2637 ss.
- An. Giuliani, *“Delega” per l’aumento di capitale nelle s.p.a.*, in *Riv. Not.* 1962, 789 ss.; id. *Aumento di capitale mediante delega al consiglio di amministrazione*, in *Riv. Dir. Comm.* 1964, II, 90 ss.;
- A. Graziani, *Sopraprezzo delle azioni e diritto di opzione*, in *Riv. Soc.* 1961, 51 ss.;
- A. Graziani, *Diritto di opzione e azioni con sovrapprezzo*, in *Banca, borsa e tit. cred.* 1961, 51 ss.;
- K. Grechening, *Discriminating shareholders trough exclusion of pre-emptive rights? The European infringement proceeding against Spain, C – 338/2006*, in *ECFR* 4/2007.
- P. Greco, *Art. 2441, Commentario alla riforma delle società* a cura di Santoro – Sandulli, Milano, 2004;
- P. Grosso, *Categorie di azioni e assemblee speciali*, Milano, 1999;
- A. Guaccero, *L’Attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell’assemblea?* In *Riv. Soc.* 2016, 409 ss.

- F. Guerrera, *La responsabilità deliberativa nelle società di capitali*, Giappichelli, Torino, 2004, 1 ss.
- F. Guerrera, *Abuso del voto e controllo di correttezza sul procedimento deliberativo assembleare*, in *Riv. Soc.* 2002, 181 – 284
- F. Guerrera, *Art. 2441*, in *Commentario del diritto delle società* a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Milano, 2004;
- F. Guerrera, *Art. 2443*, in *Commentario alla riforma del diritto societario* a cura di G. Niccolini e A. Stagno D'Alcontres, 2004.
- F. Guerrera, G. A. Rescio, *L'aumento di capitale e la delega*, in S.r.l. *Commentario dedicato a G. B. Portale*, a cura di A. A. Dolmetta e G. Presti, Giuffrè, Milano 2011, 890 ss.
- G. Guerrieri, *Art. 2388*, *Il nuovo diritto delle società di capitali. Commento sistematico al D. lgs 17 gennaio 2003, n. 6 aggiornato al D. lgs. 28 dicembre 2004, n. 310*, a cura di A. Maffei Alberti. Vol. I, Cedam, Padova, 724 ss.
- G. Guerrieri, *Art. 2479*, *Il nuovo diritto delle società di capitali. Commento sistematico al D. lgs 17 gennaio 2003, n. 6 aggiornato al D. lgs. 28 dicembre 2004, n. 310* da A. Maffei Alberti, 2006, 2024 ss.,
- H. Hirshman, *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to the Decline in Firms, States and Organizations*, Harvard, 1970.
- H. Hirte, *Issuing new shares and pre-emptive rights, recent issues in European corporate statutes*, in *La società per azioni oggi, Atti del convegno internazionale di studi di Venezia 10 – 11 novembre 2006*, a cura di P. Balzarini, A. Carcano, M. Ventoruzzo, Giuffrè 2007, 733 ss.
- H. Hirte, U. Pfeifer, *L'evoluzione del diritto delle imprese e delle società in Germania negli anni 1996 e 1997*, in *Riv. Soc.* 2002, 667 ss.
- H. Hirte, in, *Anmerkungen und Anregungen zur geplanten gesetzlichen Neuregelung des Bezugsrechts*, in *ZIP*, 1994, 356, 362; Id. (nt. 32), sub § 207 AktG, Rnr. 35 (con riferimento
- H. Hirte, in *ZIP*, 1994, 356, 362.
- H. Hirte, *Bezugsrechausschluss und Konzernbildung*, Köln – Berlin – Bonn – München, 1986, 88 ss. nonché Wiedemann, *Aktiengesetz, Grosskommentar*, Berlin – New York, 1995, par. 182, Rdn. 46.
- M. Irrera, *Le delibere del consiglio di amministrazione*, Milano, 2000.

- N. Irti, *Persona e mercato*, in *Riv. Dir. Civ.* 1995, I, 292.
- P. G. Jaeger, *L'interesse sociale*, Milano, 1962.
- P. G. Jaeger, *L'interesse sociale rivisitato quarant'anni dopo*, in *Giur. comm.* 2000.
- M. C. Jensen – W. H. Meckling, *The theory of the firm: Managerial Behavior, Agency costs and Ownership structure*, in 3 *Journ. Fin. Ec.*, 1976, 305 ss.
- G. Labanca, *Il diritto di opzione nella disciplina comunitaria*, in AA. VV., *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro e A. Patroni Griffi, Milano, 1984 619 ss.
- F. La Malfa, *Aumento di capitale e delega al consiglio di amministrazione*, in AA. VV. *La seconda direttiva Cee in materia societaria*, a cura di L. Buttaro e A. Patroni Griffi, Milano, 1984, 499 ss.;
- D. Latella, *Informazione societaria e tutela delle minoranze nelle società quotate*, in *Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, III, Torino, 2014.
- R. Lener, *Art. 2479*, in Commentario dedicato a G. B. Portale, a cura di A. A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011, 791 ss.
- A. Leozappa, *Diritti di categoria e assemblee speciali*, Giuffrè, 2008
- M. Libertini, in M. Libertini – C. Angelici, *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. Dir. Comm.* 2015, 1 ss.
- B. Libonati, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e le società quotate*, in *Riv. Soc.* 2002, 100 ss.
- B. Libonati, *Clausola di gradimento e appello al risparmio diffuso*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1983, I, 225 ss.
- B. Libonati, *Direttive comunitarie e legislazione italiana in campo societario: la situazione attuale*, in AA. VV., *L'adeguamento della disciplina delle società per azioni alle direttive comunitarie nel d.p.r. 30/1986*, a cura di A. Predieri, Firenze, 1987, 195 ss.;
- B. Libonati, P. Ferro-Luzzi, *Parere pro-veritate*, in *Riv. Dir. Comm.* 1990, I, 703 ss
- M. Lutter, *Das neue "Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts"*, AG, 1994, 429 ss
- F. Magliulo, *La fusione delle società*, 2008.

F. Manfrin, M. Vitali, *Relazione introduttiva in tema di determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti*, a cura di M. Notari, Milano, 2007, 87 ss.

G. Marasà, *Modifiche del contratto sociale e modifiche dell'atto costitutivo*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, VI, Torino, 1993 67 ss.

F. Maccabruni, *Step up equity line e disciplina dell'aumento del capitale*, in *Banca Borsa e tit. cred.* 2005, I, 345 ss. ;

C. Marchetti, *La nexus of contracts theory. Teorie e visioni del diritto societario*, Giuffrè, Milano, 2000.

D. Marchetti, *Diritto di opzione e sovrapprezzo delle azioni nel progetto di riforma delle società commerciali*, in *Studi in onore di Andrea Torrente*, II, Milano, 1968, 673 – 684;

P. Marchetti, *L'autonomia statutaria nella società per azioni*, in *Riv. Soc.* 2000, 562 ss.

P. Marchetti, *Problemi in tema di aumento di capitale*, in AA. VV., *Aumenti e riduzioni di capitale*, a cura del Comitato Regionale Notarile Lombardo, Milano, 1984, 55 ss.; *id. sub. art. 23 commento* in AA. VV., *Modificazioni alla disciplina delle società per azioni, in accomandita per azioni, a responsabilità limitata e cooperative, in attuazione della direttiva del consiglio delle comunità europee n. 77/ febbraio 1986, n. 30*). Commentario a cura di P. Marchetti, in *Nuove leggi civ. comm.* 1988, 123 ss.;

P. Marchetti, *L'Aumento Pirelli: senza sovrapprezzo paga di più*, *Il Sole 24 ore*, 10 dicembre 1991

P. Marchetti, *Aumento di capitale ed emissione di obbligazioni*, in AA. VV. *Problemi relativi all'attuazione della seconda direttiva cee*, Milano, 1987, 167 ss.

P. Marchetti, *Commento sub. art. 22, D.P.R., n. 30/1986*, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, a cura di P. Marchetti, 1987.

P. Marchetti, *Art. 134, Aumenti di capitale*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 5*. Commentario a cura di P. Marchetti e L. A. Bianchi, I, Milano, 1999, 1222 – 1230.

P. Marchetti, *Gli aumenti di capitale*, in *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*. Consiglio notarile di Milano. Scuola del notariato della Lombardia, Federnotizie, a cura di S. Rossi, Milano, 2003, 284

- P. Marchetti, *Art. 2379 ter*, L'assemblea a cura di A. Picciau, in Commentario alla riforma del diritto societario, a cura di P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2007.
- P. Marchetti, *Le novità in materia di S.p.A., Le operazioni sul capitale sociale: casi pratici e tecniche di redazione del verbale notarile*, in Fondazione italiana per il notariato.
- P. Marchetti, *La gestione della spa*, in *Le grandi opzioni della riforma*, a cura di G. Cian, Milano, 2004.
- P. Marchetti, *Commento all'art. 20 decreto competitività (azioni a voto plurimo e azioni a voto maggiorato)*, Relazione al convegno del Consiglio notarile di Milano, 22 settembre 2014
- Marsch – Barner par. 203 Aktg, in *Aktiengesetz Burgers / Korber*, 2010, 1224 – 1225.
- P. Masi, *sub. art. 92*, in Commentario al testo unico della finanza, a cura di G. F. Campobasso, Utet.
- M. Maugeri, *Il danno da concambio "incongruo"*, in *Giur. Comm.* 2015, 308 ss
- M. Maugeri, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella spa*, in *Riv. Soc.* 2013, 2013, 337 ss.
- L. Mengoni, *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni in assemblea di società per azioni*, in *Riv. Soc.* 1956, 445 ss.
- L. Mengoni, *Interesse sociale ed esclusione del diritto di opzione*, in *Riv. dir. comm.*, 1955, II, p. 281 ss.
- E. Merrick Dodd Jr., *Statutory developments in Business corporation law*, in *Harv. L. Rev.* 27, 37, 1936.
- F. Messineo, *Sul sovrapprezzo nell'emissione di azioni di società secondo il diritto italiano*, in *Riv. Soc.* 1961, I, 197 -217.
- R. Miccio, *Il diritto di opzione nelle società per azioni*, Napoli, 1947;
- A. Mignoli, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960.
- A. Mignoli, *Il rapporto tra società ed azionisti dopo il D.P.R. n. 30/1986 e le nuove posizioni della Consob*, in AA. VV. *L'istituzione e la legge penale*, a cura di G. M. Flick, Milano, 1987, 177 ss.;
- A. Mignoli, *La società per azioni oggi. Problemi e conflitti*, in *Riv. Dir. Soc.* 1990, 1 ss.
- A. Mignoli, *Determinazione dell'entità del sovrapprezzo*, in *Riv. Soc.* 1982, 525 – 528.

- A. Mignoli, *La categoria di azioni come gruppo*, in *Riv. Soc.* 1955;
- A. Mignoli, *“Itio in partes”, votazioni distinte, assemblea speciale, votazione separata*, in *Riv. Soc.* 1960, 242 e 251.
- P. Mondini, *Le azioni correlate*, Giuffrè, Milano, 2009.
- M. Montanari, *Il principio di parità di trattamento fra disciplina del mercato mobiliare e diritto delle società*, in *Giur. comm.*, I, 1996, 899, 900-02
- P. Montalenti, *La società quotata*, in AA. VV. *Trattato di diritto commerciale diretto da G. Cottino*, v. IV, t. 2 Padova, 2004 in particolare sull'assemblea.
- P. Montalenti,  *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate*, in *Riv. Soc.* 2015, 957 ss
- P. Montalenti, *La direttiva azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 685 e ss.;
- P. Montalenti, *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive, proposte di restyling*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 1085.
- R. Montessori, *Il diritto di opzione nella emissione di azioni*, *Riv. Dir. Comm.* 1921, I, 466 – 497.
- V. Morawetz, *Preemptive right of shareholders*, in *Harv. L. Rev.* 1929, 186 ss.
- Schwartz v. Marien 1975
- G. D. Mosco, *Le deleghe assembleari nella società per azioni*, Milano, 2000, 23 ss.
- G. Mucciarelli, *Il sopraprezzo delle azioni*, Milano, 1997, 306 – 307.
- G. Mucciarelli, M. S. Spolidoro, *Diffusione delle azioni fra il pubblico, ammissione alla quotazione e determinazione del sopraprezzo*, in *Riv. Soc.* 1984, 31 ss;
- G. Mucciarelli, *La prelazione nell'art. 2441, terzo comma, del codice civile*, in *Riv. Soc.* 1992, 17 ss.;
- F. M. Mucciarelli, *L'impugnazione delle delibere consiliari tra teoria dei diritti individuali e norme imperative*, in *Giur. comm.* 1998, II, 343 ss.
- F. M. Mucciarelli, *Interesse sociale ed esclusione del diritto di opzione: spunti di riflessione sulla logica di argomentazione del giudice*, in *Giur. comm.* 2002, 455 ss.
- F. M. Mucciarelli, *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Riv. Soc.* 2004, 180 ss.
- Myers, Stewart C., and Nicholas S. Majluf, , *Corporate financing and investment decisions when*

*firms have information that investors do not have*, *Journal of Financial Economics* 13, 1984, 187-221

R. Nobili, *Contributo allo studio del diritto di opzione nelle società per azioni*, Milano, 1958, 51 ss

M. Notari, *Sub. art. 145, Emissione delle azioni*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*. Commentario a cura di P. Marchetti e L. A. Bianchi, tomo II, artt. 136-212. Giuffrè, Milano, 1999, 1531 ss.

M. Notari, *Gli aumenti di capitale nelle società quotate*, 2008, consultabile su [www.fondazionenotariato.it](http://www.fondazionenotariato.it)

M. Notari, *Appunti sul diritto di opzione nella riforma delle società*, in *Riv. Not.* 2002, I, 841 – 849.

M. Notari, *sub. art. 2481-bis. Il diritto di opzione e la sua esclusione*, in *S.r.l. Commentario* dedicato a Giuseppe B. Portale, a cura di A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2011

M. Notari, *Il regime alternativo dei conferimenti in natura nelle società per azioni*, in *Riv. Soc.* 2009, 54 ss.

M. Notari, *Art. 2348 c.c. in Commentario alla riforma delle società* a cura di P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008.

M. Notari – A. Giannelli, *sub 2346* in commentario alla riforma del diritto societario diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2006.

M. Notari, *Diritti di voice degli azionisti e tutela delle minoranze, intervento al convegno intitolato “A quindici anni dal T.U.F. - Bilanci e prospettive”*, tenutosi all'Università Bocconi il 13-14 giugno 2013, in *Il testo unico della finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. Annunziata, Milano, 2015, 247,

G. Nuzzo, *Art. 2475, L'invalidità delle decisioni dell'organo amministrativo*, in *Commentario della S.r.l. dedicato a G. B. Portale*, a cura di A. A. Dolmetta e G. Presti, Milano, 2010, 584 ss.

G. Oppo, *Sulla “tipicità” delle società quotate*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1999, II, 483 ss.

G. Oppo, *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1974, I, 646 ss.

Parrella, *Art. 2475 ter*, in *La riforma delle società. Commentario*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, III, Torino, 2003, 119

G. Pasetti, *Parità di trattamento e autonomia privata*, Padova, 1970 38

C. Pasteris, *L'emissione di azioni con sopraprezzo*, in *Riv. Soc.* 1962, 27 – 33.

- D. Pastore, *L'Aumento del capitale sociale delegato al cda*, in *Riv. Dir. Comm.* 2000, 573
- C. Patriarca, *Brevi considerazioni sull'aumento delegato del capitale sociale*, in *Riv. Dir. Priv.*, 1997, 493 ss.
- G. Pellizzi, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. Dir. Civ.* 1967, I, 113 ss.
- G. Petroboni, *Le competenze gestorie dei soci nella società a responsabilità limitata. Regime legale e modelli statutarî*. Cedam, 2011,
- V. Pinto, *La responsabilità degli amministratori per danno diretto agli azionisti*, in *Liber Amicorum Gianfranco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, 2006, II 933 ss.
- V. Pinto, *Funzione amministrativa e diritti degli azionisti*, Torino, 2007
- A. Pisani Massamormile, *Invalidità delle deliberazioni del consiglio di amministrazione*, in *Liber Amicorum Gianfranco Campobasso*, II, Torino, 2007.
- P. Piscitello, *“Valore di disinvestimento” e tutela del recedente nelle società per azioni*, in *Riv. Soc.* 2015, 858 – 859
- F. Platania, *Società per azioni. Obbligazioni, bilancio, recesso, operazioni sul capitale (art. 2410 – 2447)* in, *La riforma del diritto societario, sub. 2443*, 515 ss. AA. VV. a cura di Lo Cascio, Milano, 2003.
- A. Pomelli, *Art. 2475 ter*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura A. Maffei Alberti, III, Padova, 2005, 1965 ss.
- G. B. Portale, *I conferimenti in natura atipici nella spa. Profili critici*. Giuffrè. Milano, 1974.
- G. B. Portale, *Capitale sociale e società sottocapitalizzata*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, I, Torino, 2004, 3 ss.
- G. B. Portale, *Tra diritto dell'impresa e metamorfosi della s.p.a.*, in *Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, vol. I, 115 ss.
- G. B. Portale, *Opzione e sovrapprezzo nella novella azionaria*, in *Giur. Comm.* 1975, I, 207 ss.
- G. B. Portale, *Rapporto tra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gianfranco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, II Assemblea – Amministratori, Torino, 2006, 5 ss.
- G. B. Portale, *Uguaglianza e contratto*, Silloge in onore di G. Oppo, *Riv. Dir. Comm.* 1990

- D. Preite, *L' "Abuso" della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, 1992, 266
- D. Preite, *Abuso di maggioranza e conflitto d'interessi del socio nelle società per azioni*, in AA. VV., *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, II, Torino, 1993, 3 ss.
- D. Preite, *Sovrapprezzo, aste competitive e mercato mobiliare*, in *Giur. comm.* 1987, I, 882- 924
- D. Preite, *Il conflitto di interessi del socio tra codice e disciplina del mercato mobiliare*, in *Riv. Soc.* 1988, 361 ss.
- D. Preite, *La destinazione dei risultati nei contratti associativi*, Milano, 1988.
- M. Rescigno, *La nuova società a responsabilità limitata*, in *Nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, a cura di M. Rescigno e A. Sciarrone Alibrandi, Giuffrè, 2004, 275 ss.
- G. C. M. Rivolta, *Profili della nuova disciplina del diritto di opzione*, in *Riv. Dir. Civ.* 1975, 526 ss.
- G. M. Rivolta, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* diretto da A. Cicu e F. Messineo, e continuato da L. Mengoni, Milano 1982, 371 ss.
- N. Robiglio, *Delega all'aumento del capitale e d.p.r. n.30/1986*, in *Riv. Soc.* 1991, 657 ss.
- N. Robiglio, *Sul raggruppamento di azioni*, in *Riv. Soc.* 1987, 838 ss.
- N. Robiglio, *La parità di trattamento tra soci nella società per azioni*, Tesi di Laurea discussa presso l'Università Statale di Milano 1985/1986.
- M. J. Roe, *Some differences in Corporate Structure in Germany, Japan and United States*, 102, *Yale L. Journal*, 1993, 1927 e soprattutto dello stesso A. *Strong Managers, Weak Owners. The political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 1994 in trad. it. *Manager forti azionisti deboli. Economia, finanza e scelte politiche alle radici della corporate governance*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1997.
- R. Rosapepe, *L'esclusione del diritto di opzione degli azionisti*, Milano, 1988,
- R. Rosapepe, id. *Prime riflessioni sulla disciplina del diritto di opzione*, in *Giur. comm.* 1987, I, 53 – 86;
- G. Rossi, *Concorrenza, mercati finanziari e diritto societario*, in *Riv. Soc.* 1999, I, 1305 ss
- M. Rotondi, *E' compatibile col diritto di opzione la emissione di azioni con sovrapprezzo?* In *Riv. Dir. Comm.*, 1960, I, 81 ss

- G. Roveda, *In tema di delega agli amministratori per deliberare l'aumento del capitale sociale (art. 2443 codice civile)*, in *Rolandino*, ottobre 1962.
- A. Ruggiero, *Operatività delle nuove norme in materia di aumento di capitale*, in AA. VV., *L'adeguamento della disciplina delle società per azioni alle direttive comunitarie nel d.p.r. 30/1986*, a cura di A. Predieri, Firenze, 1987, 323 ss.
- R. Sacchi, *Il principio di maggioranza nel concordato e nell'amministrazione controllata*, Milano, 1984.
- R. Sacchi, *L'interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, in ricordo di Pier Giusto Jaeger, 2010, p. 144 ss. e 179 ss.
- R. Sacchi, *Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza*, in *Il nuovo diritto delle società Liber Amicorum Gianfranco Campobasso*, II, Torino, 2006, 135 ss.
- R. Sacchi, *Autonomia statutaria, competizione tra ordinamenti e giurisprudenza comunitaria*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. Cian, Cedam, 2004, 157 ss.
- R. Sacchi, *Sulla delega agli amministratori di società a responsabilità limitata della facoltà prevista dall'art. 2443 c.c.*, in *Riv. Soc.* 1984, 852 ss.
- R. Sacchi, *Sulla responsabilità da direzione e coordinamento nella riforma delle società di capitali*, in *Giur. Comm.* I, 2003, 665 ss.
- V. Salafia, *La delega agli amministratori per l'aumento del capitale e l'emissione di obbligazioni*, in *Soc.*, 2000, 395 ss.
- G. Santini, *Società a responsabilità limitata*, Commentario del codice civile a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna – Roma, 1984, sub. art. 2495, 315 ss.;
- A. Sacco Ginevri, *Attivismo degli azionisti di risparmio e operazioni straordinarie: dal non voting discount al veto premium*, paper discusso al convegno "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE" "L'IMPRESA E IL DIRITTO COMMERCIALE: INNOVAZIONE, CREAZIONE DI VALORE, SALVAGUARDIA DEL VALORE NELLA CRISI" Roma, 21-22 febbraio 2014
- P. Sanfilippo, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nella società per azioni*, 2000,

- P. Sanfilippo, *Il controllo di meritevolezza sugli statuti di società: per un'applicazione alla funzione amministrativa di S.p.A.*, in *Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, vol. I, 2014, 561 ss.
- V. Sangiovanni, *Aumento di capitale ed esclusione del diritto di opzione nella società per azioni tedesca*, in *Giur. comm.* 2003, II, 692 ss.
- C. Santagata, *Le fusioni*, in AA. VV. *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo G. B. Portale, Vol. VII, t. 2., Torino, 2004, 1 ss.
- A. Santus, De Marchi, Stucchi, *Art. 2481*, in *Commentario alla riforma del diritto delle società* a cura di P. Marchetti, L. A. Bianchi, M. Notari, F. Ghezzi, Milano, 2008, 1135 ss.;
- G. Scaglia, *L'invalidità delle deliberazioni consiliari nella s.r.l.* in *Giur. Comm.* 2015, II, 1065 ss
- A. Scialoja, *Il recesso del socio per l'aumento e la reintegrazione del capitale* (art. 158 cod. comm.), in *Studi di diritto privato*, Roma, 1906, 244
- A. Scialoja, *Nota App. Genova*, 26 marzo 1906, in *Foro it.* 1906, I, 695 ss
- A. Scialoja, *Nota a App. Genova*, 19 febbraio 1904, in *Foro it.* 1904, I, 432 ss.; e dello stesso AA. *Nota a Cass. Torino*, 31 maggio 1904, in *Foro it.*, 1905, I, 435 ss.; *Nota a Trib. Genova*, 19 luglio 1905, in *Foro it.* 1905, I, 1536 ss.; *Nota App. Genova*, 26 marzo 1906, in *Foro it.* 1906, I, 695 ss. , *Nota a Cass. Torino*, 5 luglio 1911, in *Foro it.*, 1912, I, 176 ss.
- App. Catania*, 1 aprile 1891, in *Foro it.* 1891, I, 766 ss. ; *App. Roma*, 20 dicembre 1894, in *Foro it.* 1895, I, 176 ss.
- P. Spada, *Autorità e libertà nel diritto della società per azioni*, in *Riv. Dir. Civ.* 1996, I, 703 ss.
- P. Spada, *Tipologia delle società e società per azioni quotata*, in *Riv. Dir. Civ.* 2000, I, 211 ss.
- P. Spada, *La tipicità delle società*, Cedam, Padova, 1974; e dello stesso A. *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. Dir. Civ.* 1985, I, 95,
- P. Spada, M. Sciuto, *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. Colombo e G. B. Portale, Utet, 2004.
- M. Speranzin, *Art 2443* in *Commentario romano al nuovo diritto societario*, a cura di F. D'Alessandro, vol. II, tomo II, Piccin, Padova, 2011, 888 nt. 40.
- M. Speranzin, *Appunti sull'art. 2440 bis*, in *Riv. Soc.* 2010, 542 ss.
- M. Speranzin, *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio nella s.r.l.*, Giappichelli, Torino, 2011

- M. Speranzin, *Questioni sull'aumento di capitale delegato nella srl*, in Scritti in onore di A. Piras, 2009, 839 ss.
- M. Speranzin, *sub. art. 2441*, in *Commentario romano al diritto delle società* a cura di F. D'Alessandro, Roma, 2007;
- M. Speranzin, *sub. art. 2443*, in *La società per azioni*, a cura di P. Abbadessa e G. B. Portale, 2016, 2679 – 2680. M. Speranzin, *sub. art. 2443*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, a cura di F. D'Alessandro, Piccin, 2011, 883 ss.;
- M. S. Spolidoro, *Appunti sull'interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, in ricordo di Pier Giusto Jaeger, 2010, p. 144 ss. e 179 ss.
- M. S. Spolidoro, *L'aumento di capitale sociale nelle s.r.l.*, in *Riv. Dir. Soc.* 2008, 464 ss.;
- M. S. Spolidoro, *Tersite in assemblea*, in *Riv. Soc.* 2016.
- T. Stamatopoulos, *Die Pflichtenstellung des Vorstands der AG und der Schutz der Aktionäre beim bezugsrechtfreien genehmigten Kapital*, Bohn, 2007
- M. Stella Richeter, *La collegialità del consiglio di amministrazione tra ponderazione dell'interesse sociale e composizione degli interessi sociali*, in AA. VV., *Amministrazione e amministratori di società per azioni*, a cura di B. Libonati, Giuffrè, Milano, 1996.
- M. Stella Richter, *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. Dir. Comm.* 2004, 389 ss.;
- M. Stella Richter Jr. *Trasferimento del controllo e rapporti tra soci*, Milano, 1996.
- G. Stott, *Blank Stock techniques in North Carolina*, in *Duke Bar Journ.*, 1947, 183 ss.
- L. A. Stout, *The mythical benefits of shareholders controll*, in *UCLA L. Rev.*, 2006.
- R. Waigmann, *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, 1975, 123 -124.
- R. Weigmann, *La prelazione sui titoli inoptati*, in *Giur. Comm.*, 1982, I, 608 ss
- H. Wiedemann, in *Grobkomm Aktg*, par. 186, 4 ed., Berlin, 1995, 265 ss.
- G. Tantini, *Sulla delega ex art. 2443 c.c., come modificazione dell'atto costitutivo, e sulla delegabilità agli amministratori (anche) del potere di determinare il soprapprezzo in sede di aumento di capitale:: riflessioni a margine dell'aumento di capitale Falck*, in *Giur. Comm.* 1990, II, 276 ss.
- G. Tesauero, *Diritto dell'Unione europea*, Cedam, 2010.

S. Tondo, *Delega per aumento di capitale e prestito obbligazionario. Implicazioni sostanziali e formali*, in *AA. VV. Imprese e tecniche di documentazionee giuridica, v. II. Documentazione e vita dell'impresa*, Milano, 1990, 125 ss.;

G. M. A. Trimarchi, *L'aumento di capitale sociale*, Ipsoa, 2006, 220

P. Troise, in *La riforma delle società* a cura di Sandulli – Santoro, II, Torino, 2003, 927.

M. Ventrizzo, *Issuing new shares and pre emptive rights: A comparative analysis*, in *Richmond Journ. of global law and business*, vol. 12, 2013, 517 ss.

M. Ventrizzo, *Art. 2475 ter*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 656 ss.;

M. Ventrizzo, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. Soc.* 2004, e

M. Ventrizzo, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso*, Milano, 2006.

M. Ventrizzo, *Art. 92*, in *Commentario al testo unico della finanza* diretto da P. Marchetti – L. A. Bianchi, Milano, 1999, 9 ss.

M. Ventrizzo, *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso*, in *Giur. comm.* 2015, 1055 ss.

M. Ventrizzo, *Un azione un voto: un principio da abbandonare?* In *Giur. comm.* 2015;

C. Verde, *“Delega” dell’assemblea agli amministratori per l’aumento di capitale; fissazione di un sovrapprezzo per le nuove azioni e diritto di opzione*, in *Riv. Dir. Comm.* 1989, II, 392 ss.

A. Vicari, *Gli azionisti nella fusione di società*, Milano, 2004.

R. Vigo, *Decisioni dei soci: competenze*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gianfranco Campobasso, III, Torino, 2006, 459 – 460

G. Visentini, *Compatibilità del sovrapprezzo con il diritto di opzione*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1961, I, 26 ss.

C. Vivante, *Il diritto di opzione ai promotori delle società per azioni*, in *Riv. Dir. Comm.* 1909, II, 470 ss.

G. Zanarone, *Società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell’economia*, diretto da F. Galgano, Vol. VIII, Cedam, Padova, 1985, 159 ss.

G. Zanarone, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, I, Torino, 2007, 57 ss.

G. Zanarone, *Art. 2481*, Della società a responsabilità limitata, in Commentario al Codice Civile fondato da P. Schlesinger e diretto da F. D. Busnelli, Giuffrè, Milano, tomo II, 2010

## MASSIME NOTARILI

Massima n. 96, Consiglio notarile di Milano, 2007

Massima n. 25, Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Prato e Pistoia.

Massima n. 8 Consiglio Notarile di Milano,

Massima XV – 20 settembre 2001 del Consiglio Notarile di Milano

Massima n. 75 Consiglio Notarile di Milano

Comitato interregionale dei Consigli notarili delle tre Venezie, Massima n. I.G.46,

Comitato interregionale dei Consigli notarili delle tre Venezie Massima, *LE7*

*in Orientamenti del Comitato triveneto dei notai in materia di atti societari*

Massima Consiglio Notarile delle tre Venezie, HG29.

Massima n. 101 del Consiglio Notarile di Milano, 25 novembre 2008

Massima del consiglio notarile di Milano, n. 158

## GIURISPRUDENZA

Garza v. T.V. Answer, Inc., Civ. A. No.12784, 1993 WL 77186 (Del. Ch., March 15, 1993).

Snelling v. Richard, 166 Fed. 635, 1909, Rowland v. The times Publishing Co., 160 Fla. 465, 1948, Agricultural Society v. Eicholtz, Kan. 164 1891, Ross Transport v. Crothers, 1946, L. E. Fosgate Co. v. Boston Market, 1931.

nonché nt. 92.

BGH, 13 marzo 1978, Kali und Salz, in BGHZ, 71, 40 ss.; LG Frankfurt, 21 gennaio 1981, Holzmann, in AG, 1981, 235 ss.; BGH, 19 aprile 1982 Holzmann, BGHZ, 83, 319 ss., OLG Munchen, 28 dicembre 1990, NAK, in WM, 1991, 1763 ss.; BGH, 7 marzo 1994, Deutsche Bank, in BGHZ, 125, 239 ss.

OLG Munchen I, 27 novembre 1995, (10 HKO 11200/95) in WM, 1996, 305 confermata in secondo grado OLG, Munchen, 24 luglio 1996 (7 U 6319/95), in WM, 1996, 1910 ss.)

App. Genova, 20 luglio 1916 commentata da

Katzowitz Sidler, 24 N2d 512, (1969) e altri casi citati da F. O'Neal, *Close corporations*, Chicago, 1981, par. 8. 10, 111.

Trib. Monza, 20 febbraio 1998, in *Società*, 1998, 1314.

Siemens/Nold BHG del 1997

Trib. Verona, 1 settembre 2004, in *Giur. merito*, 2006, 124 ss.;

Trib. Lodi, *Corr. Mer.* 2009, 745 ss.;

Trib. Milano, 19 febbraio 2009, in *Soc.* 2009, 1269 ss.

Trib. Roma, 23 marzo 1962, in *Giur. it.*, 1962, I, 2, c. 438 ss.,

Cass., 28 giugno 1980, n. 4089, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1982, II, p. 38 ss

*Orientamenti Milano in materia di omologhe*, in *Riv. Soc.* 1987, 666