

La modificabilità della proposta di aumento del capitale sociale nella s.p.a.

Matteo Maria Marchiò

Dottorando di ricerca in Diritto, mercato, persona nell'Università Ca' Foscari Venezia, Italia

Abstract This paper aims to analyse the allocation of powers between shareholders and board of directors in the case of increase in legal capital. Even if the ICC requires the general meeting to decide on this matter, shareholders do not have the power to amend the proposal made by the management organ. This is true regardless of whether the pre-emptive rights are restricted or withdrawn in the interest of the company or not.

Keywords Legal capital. Pre-emptive right. Increase. Board of directors. Proposal. Amendment.

Sommario 1. La rilevanza gestionale ed extraorganizzativa della modificazione statutaria della cifra del capitale sociale nell'aumento a pagamento. – 2. La modificabilità in sede assembleare del progetto di aumento redatto dagli amministratori: il contemperamento tra istanze gestorie e tutela dell'investimento. – 3. La modificabilità del progetto di aumento nel caso di esclusione del diritto di opzione. – 4. Conclusioni.



Edizioni
Ca Foscari

Open access

© 2020 | Creative Commons Attribution 4.0 International Public License



Citation Marchiò, M.M. (2020). "La modificabilità della proposta di aumento del capitale sociale nella s.p.a.". *Ricerche giuridiche*, 9(2), 199-216.

DOI 10.30687/Rg/2281-6100/2022/01/003

1 La rilevanza gestionale ed extraorganizzativa della modificazione statutaria della cifra del capitale sociale nell'aumento a pagamento

L'istituto dell'aumento di capitale a pagamento disciplina un'operazione che attiene strettamente alla gestione dell'impresa. Tale assunto è facilmente dimostrabile se ci si interroga, anche soltanto brevemente, sulle ragioni che spingono le imprese a conformare in un determinato modo la propria struttura finanziaria.

Tra il compimento dei singoli atti d'impresa diretti alla produzione di beni o di servizi e il conseguimento del corrispettivo derivante dal loro scambio sul mercato intercorre normalmente un certo lasso di tempo. Tale *deficit* temporaneo di risorse, congiuntamente al normale utilizzo di mezzi monetari al fine di remunerare i fattori produttivi, reca con sé, come conseguenza inevitabile, un fabbisogno finanziario che può essere soddisfatto solo tramite l'apporto di liquidità da parte di operatori economici in *surplus*¹.

La prima alternativa che si presenta nella selezione delle modalità di finanziamento dell'impresa è quella tra capitale di rischio e capitale di debito. Premesso che, se l'obiettivo è quello di assicurare l'equilibrio tra le entrate e le uscite aziendali è necessario attingere a entrambi i canali di approvvigionamento, è possibile affermare che la scelta relativa al rapporto tra mezzi propri e mezzi di terzi (c.d. *leva finanziaria* o rapporto di indebitamento) è influenzata principalmente da due fattori: *i*) il volume minimo degli investimenti in attesa di realizzo in un periodo di tempo dato² *ii*) il livello di efficienza del mercato finanziario³.

¹ BIANCHI, *Gli aumenti di capitale nelle imprese*, Milano, 1963, p. 1. La teoria economica identifica tali soggetti in quelle famiglie che destinano al consumo soltanto una parte del reddito che è stato ricavato mettendo a disposizione terra, lavoro e capitale. Tuttavia, anche un'impresa o un ente pubblico è definibile come unità in *surplus* laddove presenti un bilancio in positivo, cioè un'eccedenza dei ricavi sui costi sostenuti per perseguire i propri fini istituzionali: PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2018, p. 4.

² A tale volume minimo corrisponde, infatti, la parte costante del fabbisogno finanziario da soddisfare con mezzi propri; mentre la parte variabile viene normalmente coperta con passività a breve e a media scadenza: BIANCHI, *Gli aumenti di capitale*, cit., p. 5.

³ In materia è nota la prima proposizione del c.d. *Modigliani-Miller (MM) theorem*, in base alla quale se il mercato finanziario è perfetto dal punto di vista informativo, e non sussistono altre cause di inefficienza come costi di transazione o un sistema di tassazione del capitale, la composizione della struttura finanziaria è ininfluente ai fini della determinazione del valore complessivo dell'impresa: MODIGLIANI, MILLER, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, in *American Economic Rev.*, 1958, vol. 48, n. 3, pp. 261 ss. La dottrina economica successiva, rilevando la normale presenza di asimmetrie informative tra gestori dell'impresa e investitori, ha tentato di formulare una gerarchia tra le varie fonti di finanziamento sulla base della loro sensibilità alle informazioni: le imprese, pertanto, ricorrerebbero prima all'accantonamento di utili, poi al debito e, come ultima ipotesi, alle emissioni azionarie. Per la c.d.

Occorre poi ricordare, sia pur in modo telegrafico, che nel contesto italiano è ampiamente diffusa, in particolare nelle imprese che adottano il modello della s.r.l., la prassi del ricorso, in misura preponderante rispetto ai mezzi propri, a prestiti erogati (anche solo indirettamente, tramite la concessione di garanzie reali o personali) dagli stessi soci. A tale fenomeno, che prende il nome di sottocapitalizzazione nominale, ha tentato di porre rimedio il legislatore della riforma del 2003 con l'introduzione dell'art. 2467 c.c.⁴

Una volta fissato, sulla base dei due criteri indicati, il rapporto di indebitamento ottimale, l'impresa dovrà decidere se sia economicamente più conveniente, al fine di reperire nuovo capitale di rischio, attingere direttamente al reddito prodotto nell'esercizio della propria attività oppure optare per il ricorso a nuovi conferimenti. A tale proposito, nella letteratura aziendalistica si suole distinguere tra imprese relativamente statiche e imprese in progresso e in sviluppo⁵. Le prime, proprio perché caratterizzate da una crescita dimensionale lenta e graduale, tendono a rivolgersi con maggiore frequenza all'autofinanziamento⁶ per finanziare gli impieghi in attesa di realizzo, a patto ovviamente che dal bilancio di esercizio emergano utili suscettibili di essere accantonati e posti a riserva. Le seconde, invece, preferiscono ricorrere all'emissione di nuove azioni a pagamento, dal momento che registrano consistenti e continui aumenti delle loro immobilizzazioni⁷. Invero, proprio a causa della crescita accelerata della dimensione dei processi produttivi, è raro che in tali casi il risparmio aziendale sia tanto consistente da consentire all'impresa di coprire l'intero incremento

pecking order theory v. MYERS, *The Capital Structure Puzzle*, in *The Journal of Finance*, 1984, vol. 39, n. 3, pp. 581 s.; nella letteratura giuridica v. per tutti FERRAN-CHAN HO, *Principles of Corporate Finance Law*, Oxford, 2014, p. 55.

⁴ Su cui v., per tutti, BRIOLINI, *I finanziamenti dei soci*, in *Le società a responsabilità limitata*, vol. 2, a cura di Ibbà e Marasà, Milano, 2020, pp. 1161 ss.

⁵ BIANCHI, *Gli aumenti di capitale*, cit., p. 9, il quale chiarisce che il primo termine viene normalmente utilizzato per designare complessi aziendali caratterizzati da una relativa stabilità nel tempo degli investimenti in attesa di realizzo (o da una crescita dei medesimi secondo un *trend* lineare); il secondo, invece, imprese che possiedono un elevato ritmo di accrescimento della dimensione e del volume di attività economica. Queste ultime sono anche «in sviluppo» se all'aumento dimensionale dell'attività esercitata si accompagna un incremento della redditività aziendale.

⁶ Per *autofinanziamento* si intende il reinvestimento degli utili di impresa a seguito di una loro mancata distribuzione agli azionisti: così BIANCHI, *Gli aumenti di capitale*, cit., p. 56.

⁷ V. CAVALIERI, FERRARIS FRANCESCHI, *Economia aziendale. Attività aziendale e processi produttivi*, vol. 1, Torino, 2010, p. 384, «Le immobilizzazioni riguardano tutte quelle risorse monetarie, investite in fattori a fecondità semplice e ripetuta, che non possono essere distolte dall'attuale destinazione, pena l'interruzione dell'attività aziendale o, comunque, il verificarsi di riflessi negativi sulla capacità dell'impresa di mantenersi in condizioni di equilibrio economico-finanziario nel tempo».

del fabbisogno di mezzi innescato dagli investimenti programmati⁸.

Ciò detto, risulta evidente che la pianificazione degli investimenti, il loro compimento e la correlata previsione dell'andamento dei flussi di cassa (in entrata e in uscita) determinano, unitamente al costo relativo del capitale, la decisione su quantità e qualità delle fonti di finanziamento del complesso aziendale⁹. Per questo motivo, nella realtà economica la scelta tra auto o etero finanziamento, da una parte, e tra capitale proprio o di terzi, dall'altra, cioè la *gestione finanziaria*¹⁰ dell'impresa, è affidata a un particolare soggetto: colui che, all'interno dell'organismo produttivo, detiene il potere-dovere di realizzare i singoli atti di gestione e, dunque, ha l'obbligo di valutarne l'impatto (anche) finanziario sull'organizzazione produttiva¹¹.

Spogliate le vesti dell'economista, analizziamo il dato normativo. La riforma del 2003 ha optato in maniera inequivoca per l'accentramento del potere di gestione in capo all'organo amministrativo¹². La disposizione dell'art. 2380-bis, secondo cui la gestione dell'impresa «spetta *esclusivamente* agli amministratori» i quali hanno il dovere di compiere «le operazioni *necessarie* all'attuazione dell'oggetto sociale», rappresenta uno dei cardini «per la stessa ricostruzione delle caratteristiche tipologiche della società per azioni»¹³. Essa è stata

⁸ Così BIANCHI, *Gli aumenti di capitale*, cit., pp. 9 s.

⁹ BIANCHI, *Gli aumenti di capitale*, cit., p. 35, «la natura e la durata del nuovo bisogno di mezzi da investire è in funzione della dinamica del sistema d'impresa, cioè dell'intrecciato evolversi dei processi e delle combinazioni di produzione attuati». E, più avanti, aggiunge «si dovranno considerare, nella loro vicenda di non breve periodo, afflussi e deflussi di mezzi in rapporto al complesso svolgersi della gestione».

¹⁰ CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, 1985, p. 110, in tale concetto rientrerebbero le decisioni in materia di emissione di obbligazioni, aumento di capitale, riduzione del capitale esuberante e destinazione degli utili.

¹¹ GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento del capitale sociale nelle S.p.A.*, Milano, 2001, pp. 11 s., definisce la decisione come di alta amministrazione e ne sottolinea il carattere tecnico-aziendalistico. Sul significato sistematico dell'attribuzione agli amministratori della competenza a emettere obbligazioni: PATRIARCA, *Art. 2410*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da Abbadessa e Portale, tomo I, Milano, 2016, p. 1995, il quale qualifica l'emissione come atto di gestione o quantomeno operazione che «mirando ad accrescere la provvista finanziaria della società è prodromica allo svolgimento di atti di gestione» e quindi «in questi termini, affidare la competenza agli amministratori parrebbe del tutto naturale». Si noti, per altro, che sugli amministratori grava il dovere, a cui corrisponde la relativa responsabilità, di valutare l'adeguatezza finanziaria dell'impresa, in virtù della riconducibilità di tale concetto in quello più ampio di «adeguatezza dell'assetto organizzativo» contenuto nei co. 3 e 5 dell'art. 2381: RIVOLTA, *Brevi riflessioni sulla disciplina degli aspetti finanziari nel diritto dell'impresa e delle società*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, p. 525.

¹² Si v. la Relazione di accompagnamento al d.lgs. n. 6 del 2003 (§ 6.III.1).

¹³ Così GUIZZI, *Riflessioni intorno all'art. 2380-bis*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, vol. II, Torino, 2014, pp. 1043 ss. L'autore attribuisce alla disposizione la funzione tipologica di distinguere all'interno delle società

concepita non solo per rispondere a oggettive esigenze di funzionalità dell'impresa societaria in ossequio al principio di divisione del lavoro, ma anche, se non soprattutto, per garantire una gestione dell'investimento dei soci improntata a criteri di neutralità¹⁴. Ne deriva il rigido divieto sancito da una norma inderogabile (art. 2364 n. 5 c.c.) di traslare competenze dal consiglio di amministrazione all'assemblea, sia in via di fatto sia tramite clausole statutarie, qualora la legge non lo preveda espressamente.¹⁵

Orbene, l'aumento reale del capitale, in quanto diretto a dotare la società dei mezzi strumentali allo svolgimento dell'attività economica contrattualmente prevista, pare integrare, più che una modificazione dell'originario programma societario, un'operazione necessaria alla sua attuazione e quindi tipicamente gestionale. Il ricorso a nuovi conferimenti, in denaro o in natura, è espressione di precise scelte che riguardano, ad esempio, gli impieghi, la provvista finanziaria per la copertura dei costi, gli accordi stipulati nell'interesse della società con intermediari del mercato mobiliare, i quali esigono determinati termini e modalità di esecuzione della delibera di aumento. Tali scelte, alla luce del combinato disposto degli artt. 2380-bis e 2364 n. 5, rientrano nella competenza esclusiva dell'organo amministrativo e sono pertanto insindacabili dai soci¹⁶.

Ciò nonostante, in dottrina è ricorrente l'affermazione secondo cui la modificazione della cifra del capitale sociale nominale, dal momento che influisce sul *quantum* di poteri amministrativi e patrimoniali

di capitali la s.p.a. dalla s.r.l., in cui «l'esercizio delle funzioni gestorie...è pur sempre riservato, in via finale, alla collettività dei soci» (art. 2479, co. 1, cc.).

14 ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da Cicu, Messineo e Mengoni, continuato da Schlesinger, Milano, 2012, pp. 345-349; GUIZZI, *Riflessioni intorno all'art. 2380-bis*, cit., p. 1044, individua la ragione giustificativa della necessaria imparzialità degli amministratori nella naturale vocazione della società per azioni a raccogliere il risparmio tra il pubblico indifferenziato, in quanto la spersonalizzazione dell'investimento e la diversificazione degli interessi dei soci, che normalmente ne conseguono, esigono che la gestione sia affidata a un organo neutrale; CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea*, cit., p. 10, parla di *competenza funzionale* di derivazione legale poiché, una volta nominati, gli amministratori ricoprono una vera e propria funzione da esercitare nell'interesse dell'intera collettività dei soci, e non solo di chi li ha nominati. In tal senso anche LIBONATI, *Il governo del consiglio di amministrazione di società per azioni*, in *Diritto, mercato ed etica. Dopo la crisi*, Milano, 2010, p. 372.

15 PINTO, *Art. 2380 bis*, in *Le società per azioni*, tomo I, cit., pp. 1170 ss.; l'Autore giustamente rileva come sia in realtà l'art. 2364 n. 5 a regolare i rapporti tra assemblea e consiglio di amministrazione all'interno dell'organizzazione societaria, facendo riferimento al più ampio concetto di «atti degli amministratori».

16 V. TRIBUNALE DI BRESCIA, 23 ottobre 2015, in *Giur. Comm.*, 2017, II, p. 1039, «le operazioni sul capitale - quando non necessitate da esigenze di copertura di perdite - costituiscono tipica espressione di scelte gestionali riservate agli amministratori i quali devono compiere tutte le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale (art. 2380-bis)».

spettanti ai soci, avrebbe un valore prevalentemente organizzativo¹⁷.

Mentre la premessa è corretta, la conseguenza che se ne trae è criticabile per almeno due motivi.

Innanzitutto, perché presume sia corretto attribuire al capitale sociale nominale una funzione organizzativa: in base a tale concezione il capitale sociale sottoscritto fungerebbe da denominatore in una frazione in cui il valore nominale della partecipazione sociale ricoprirebbe il ruolo di numeratore¹⁸. Esso sarebbe, insomma, un semplice parametro di misurazione dei diritti e dei poteri dei soci all'interno dell'organizzazione sociale. Ragionando così, tuttavia, si tralasciano due fatti rilevanti: *in primis*, che la possibilità di misurare la posizione corporativa dei soci in base al valore nominale delle azioni, a seguito delle riforme intervenute soprattutto nel diritto azionario¹⁹, è divenuta solo eventuale²⁰; *in secundis*, che lo stesso legislatore mostra di considerare il capitale sociale non come entità puramente numerica, cioè un intero percentuale rispetto al quale determinare singole quote, bensì come quantità di valore espressa in cifra assoluta e in unità monetaria²¹.

17 Per tutti si v. GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento*, cit., pp. 5 ss.; Id., *Ancora sulla sottoscrizione di nuove azioni (in rapporto alla modifica dell'organizzazione sociale)*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, 2011, passim; GINEVRA, PRESCIANI, Art. 2444, in *Le società per azioni*, II, cit., p. 2658; FERRO LUZZI, *Riflessioni sulla riforma: I. La società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, pp. 690 s.

18 SPOLIDORO, voce *Capitale sociale*, in *Enc. del dir.*, Milano, 2000, IV Agg., p. 219.

19 Ci si riferisce all'introduzione delle azioni di risparmio, di quelle senza voto, di quelle a voto plurimo, a voto condizionato o scalare, all'introduzione dell'istituto della *record date* ecc.

20 PORTALE, *Dal capitale sociale "congruo" al capitale sociale "zero" nelle società di capitali*, in *Il nuovo capitale sociale*, a cura di Capelli e Patriarca, Milano, 2016, pp. 3 s. Inoltre, il metodo di calcolo che utilizza il valore nominale delle azioni è perfettamente sostituibile da quello che si riferisce al numero di azioni possedute dal socio in relazione al totale delle azioni emesse; anzi, il secondo è normalmente preferibile dal momento che si avvale solo di numeri interi: SPOLIDORO, *Valore nominale, azioni senza indicazione del valore nominale e aumento del capitale sociale*, in *Analisi giur. econ.*, 2017, p. 71.

21 Sottolinea l'essenza monetaria della cifra del capitale sociale nominale PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, vol. 1**, Torino, 2004, pp. 3 s.; FERRI JR, *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, pp. 208 ss., il quale sottolinea come la stessa possibilità di una rilevanza autonoma del capitale sociale si dissolve nel momento in cui lo si riduce a somma di singole quote le quali implicano logicamente già di per sé l'esistenza di un intero a cui essere riferite; in senso analogo Id., *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. not.*, 2008, p. 758.

Secondo GINEVRA, *Oltre il capitale sociale? Spunti per la ripresa del dibattito sulla riforma della struttura finanziaria delle società di capitali*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di G.E. Colombo*, Torino, 2011, p. 15, all'istituto del capitale sociale deve riconoscersi la funzione di tutelare «l'interesse, non tanto dei creditori, ma degli investitori, alla protezione delle loro aspettative di valorizzazione dell'investimento operato, contro il pericolo di un'imprudente o fraudolenta distrazione delle risorse preventivamente destinate all'attività».

In secondo luogo, ed è questo il vero nodo della questione, poiché questo ragionamento sottende una ricostruzione della partecipazione sociale in chiave esclusivamente metaindividuale: si parla di «caratterizzazione organizzativa» della partecipazione sociale, di un fenomeno «irriducibile alla realizzazione della sfera individuale del socio», di «poteri i quali, poiché strumentali al funzionamento dell'organizzazione, non possono non variare al mutare della medesima»²². Ma, in questo modo, si rischia di risolvere il concetto di partecipazione sociale in quello necessariamente relativo di quota e, di conseguenza, di attribuire assoluta preminenza alla dimensione interna dei rapporti tra i soci e ai diritti amministrativi spettanti ai medesimi²³; mentre si relegano, compiendo una sorta di inversione funzionale, i diritti patrimoniali a svolgere tutt'al più il ruolo di meri accessori del potere, spettante al socio, di concorrere alla produzione del risultato deliberativo assembleare.

Ciò stante, in questa sede si intende proporre una diversa ricostruzione della natura normativa dell'aumento del capitale, la quale si ricollega a quella teoria, autorevolmente sostenuta in dottrina, che intende la partecipazione azionaria essenzialmente nella sua dimensione di manifestazione, sotto veste giuridica e in termini di valore²⁴, del fenomeno economico dell'investimento²⁵; fenomeno che, a partire dalla sottoscrizione del capitale, si concretizza in entrambi i suoi momenti logici: quello del costo sostenuto dal socio per conseguire un *guadagno*²⁶, e quello del ricavo, che rappresenta il risultato dell'amministrazione dei valori immessi nell'impresa societaria²⁷.

²² GINEVRA, *Ancora sulla sottoscrizione*, cit., p. 541.

²³ FERRI JR, *Investimento e conferimento*, cit., p. 124.

²⁴ Al momento dell'investimento, infatti, il valore oggetto del conferimento subisce una metamorfosi della propria forma giuridica: da quella rivestita in precedenza, ad esempio proprietà o godimento, a quella di partecipazione sociale, nella sua duplice struttura; al momento del disinvestimento, invece, avviene il fenomeno inverso: FERRI JR., *Investimento e conferimento*, cit., pp. 345 s.

²⁵ Configurato giuridicamente come affidamento fiduciario di valori: MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, 2010, p. 87, secondo cui la funzione normativa della partecipazione sociale sarebbe quella di disciplinare l'attività di gestione di un interesse del socio «alla redditività e al valore dell'investimento effettuat»; gestione che può estrinsecarsi facendo ricorso a differenti codici organizzativi.

²⁶ Guadagno che emergerà come quantità di moneta derivante dalla «somma algebrica tra il valore del ricavo e il disvalore della spesa» solo al termine dell'operazione complessiva di investimento: FERRI JR, *Investimento e conferimento*, cit., p. 47.

²⁷ MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, cit., p. 192, identifica il collegamento tra i due momenti logici e cronologici dell'investimento con il concetto di *redditività*.

Seconda tale prospettiva, l'emissione di nuove azioni a pagamento - similmente alla fusione e alla scissione che possiedono analoghi risvolti di carattere finanziario - diviene inquadrabile giuridicamente come un'operazione destinata ad incidere, dal punto di vista del socio, non tanto sulla posizione ricoperta all'interno dell'organizzazione sociale, quanto sul valore reale delle azioni complessivamente detenute²⁸.

In questo senso, se proprio si vuole individuare un ulteriore profilo di rilevanza di tale vicenda societaria, si può osservare che l'aumento reale del capitale costituisce non solo una riorganizzazione della struttura finanziaria dell'impresa, come tale di competenza degli amministratori, non solo una modificazione statutaria di pertinenza dell'assemblea straordinaria, ma anche un fenomeno di trasferimento di ricchezza che, dal punto di vista giuridico, realizza una disposizione della partecipazione individuale del socio all'investimento collettivo: materia che il legislatore ha deciso di allocare in capo alla collettività degli azionisti. Infatti, poiché l'acquisizione di nuovi conferimenti è subordinata a una modificazione dell'atto costitutivo, viene concesso al socio di incrementare il proprio investimento nella società soltanto alla condizione che sia previamente intervenuta una deliberazione dell'assemblea straordinaria.

L'affermata valenza della delibera di aumento non trova un ostacolo insuperabile nel fatto che il procedimento diretto alla sua assunzione è governato da una regola tipicamente metaindividuale, quale quella di maggioranza. Ciò in quanto l'attribuzione all'assemblea straordinaria del potere di incidere sull'investimento dei soci è facilmente giustificabile nell'ottica di un ampliamento, al di là della sfera dell'organizzazione sociale, dell'ambito di competenza riservato alla collettività degli azionisti. Proprio in virtù di tale considerazione, il Codice di Commercio del 1882 attribuiva il diritto di recesso al socio dissenziente rispetto alla delibera di aumento²⁹. Ne discende che la persistente competenza assembleare, con riguardo alle ope-

28 Da intendere come *valore attuale netto*, cioè il frutto dell'attualizzazione dei dividendi futuri attesi. Per la definizione di valore attuale netto, su cui ritorneremo: MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, cit., p. 198. Tuttavia, occorre precisare che se le azioni sono quotate in un mercato regolamentato assume rilievo anche, o esclusivamente (art. 2441, co. 4, secondo periodo), il *valore di mercato* della partecipazione azionaria, considerata come oggetto di scambio.

29 Cfr. FERRI JR, *Modificabilità e modificazioni del progetto di fusione*, Milano, 1998, pp. 103 s. testo e nota 39, il quale si riferisce alla determinazione del rapporto di cambio all'interno della complessiva operazione di fusione. L'Autore rileva come la devoluzione all'assemblea straordinaria, e quindi la sottoposizione alla regola maggioritaria, di una competenza originariamente individuale - il Codice di Commercio del 1882, infatti, attribuiva al socio il diritto di recesso in occasione della fusione - non ne abbia snaturato l'originaria connotazione in senso extraorganizzativo. Allo stesso modo, non risulta contraddittorio assegnare identica natura sia all'esercizio del diritto di opzione sia alla deliberazione assembleare in materia di esclusione o limitazione dello stes-

razioni di rimodulazione dell'investimento dei soci (ma lo stesso si potrebbe dire per quelle di riorganizzazione dell'impresa, i.e. quelle di fusione e di scissione) trova giustificazione unicamente nella prospettiva, appunto extraorganizzativa, della "gestione" della partecipazione sociale³⁰.

Occorre infine precisare che, per quanto riguarda l'aumento del capitale, la progressiva torsione in senso manageriale del modello della società per azioni, principalmente motivata da un'esigenza di flessibilità e, forse ancor di più, di tempestività di intervento sul mercato del capitale di rischio, ha portato negli ultimi lustri all'accentramento in capo agli amministratori delle decisioni relative alla riorganizzazione dell'impresa e, per quanto ci interessa in questa sede, dell'investimento dei soci; fenomeno che, per la verità, parrebbe porsi in parziale controtendenza con l'affermata centralità del ruolo dell'assemblea nelle decisioni di carattere extraorganizzativo³¹.

Infatti, a seguito alla riforma organica del diritto societario, l'art. 2443 c.c. prevede che lo statuto può attribuire all'organo amministrativo (*ab origine* o con modificazione successiva a opera dell'assemblea straordinaria) tanto la potestà di deliberare l'aumento del capitale sociale, quanto quella di escludere o limitare il diritto di opzione dei soci, salva in quest'ultimo caso l'indicazione di «criteri a cui gli amministratori devono attenersi».

Ma tale apparente disarmonia è facilmente spiegabile ove solo si consideri che, con la delega della facoltà di aumentare la cifra del capitale sociale (a maggior ragione se questa comporta l'ablazione, totale o parziale, del diritto di opzione), i soci mirano a spogliarsi *ex ante* della decisione sul conflitto tra l'interesse della società all'incremento della ricchezza stabilmente vincolata al perseguimento dell'oggetto sociale e le istanze conservative connesse alle singole partecipazioni³², affidandola a un organo che, essendo destinatario di specifici obblighi di diligenza e di parametri per valutarne il rispetto³³, è in grado di operare una sintesi tra le varie ragioni che

so: quest'ultima, infatti, è il frutto dell'ampliamento al di là della sfera dell'organizzazione sociale dell'ambito di competenza della collettività dei soci in sede straordinaria.

30 Così, DELLA TOMMASINA, *Informazione preassembleare e tutela dell'investimento*, Milano, 2018, p. 30.

31 MARCHETTI, *Le novità in materia di s.p.a.*, in *Le operazioni sul capitale sociale: casi pratici e tecniche di redazione del verbale notarile*, consultabile su <http://elibrary.fondazione-notariato.it>.

32 Nel ragionamento ci riferiamo a solo due delle fattispecie di non spettanza, limitazione o esclusione del diritto di opzione poiché nelle ipotesi di c.d. esclusione semplificata (2441, co. 4, secondo periodo) e di emissione di azioni riservate ai dipendenti della società o di società del gruppo (2441, co. 8, c.c.) un tale conflitto nemmeno si pone: DELLA TOMMASINA, *Informazione preassembleare*, cit., p. 31 nota 58.

33 Accanto agli altri *accountability mechanism*: BAINBRIDGE, *Director v. Shareholder Primacy in the Convergence Debate*, in *Transnational Lawyer*, 2002, p. 60.

animano l'investimento in azioni, senza peraltro poter avvantaggiare alcuni soci a scapito di altri³⁴.

2 **La modificabilità in sede assembleare del progetto di aumento redatto dagli amministratori: il contemperamento tra istanze gestorie e tutela dell'investimento**

La forte connotazione gestoria e la capacità segnaletica³⁵ della decisione di procedere alla raccolta di nuovo capitale di rischio stimolano una riflessione su quali siano i margini di modificabilità della proposta di aumento del capitale concessi all'assemblea straordinaria.

Per giungere a una soluzione che possa considerarsi soddisfacente, occorre innanzitutto domandarsi se il significato organizzativo da riconoscere alla delibera assembleare di aumento e alle sottoscrizioni raccolte dagli amministratori, cioè quello di atti che concorrono congiuntamente alla modificazione dell'atto costitutivo³⁶, sia l'unico valore coinvolto. Nel caso in cui la risposta al quesito sia negativa, si dovrà verificare, allora, se la modificazione formale in parola non costituisca piuttosto, da un lato, il riflesso in un certo senso inevitabile di decisioni dell'organo amministrativo e, dall'altro, il risultato di una serie di atti individuali di disposizione o, più in generale, di gestione della partecipazione sociale³⁷.

Al riguardo, è d'uopo procedere distinguendo il caso in cui il diritto di opzione venga riconosciuto agli azionisti dal caso in cui, in-

³⁴ ANGELICI, *La società per azioni*, cit., p. 352; STOUT, *The Mythical Benefits of Shareholder Control*, in *Virginia Law Review*, 2007, p. 795, ove è possibile leggere: «corporate law rules that insulate boards from shareholder pressures can discourage predatory shareholders behavior. Board power serves the interests of investors who worry about director 'shirking' but fear shareholder sharking even more».

³⁵ L'aumento del capitale sociale a pagamento, a parità di livello di indebitamento, è idoneo a ridurre il *gap* informativo esistente tra *insiders* e *outsiders* (investitori potenziali e creditori), rimediando al fenomeno della selezione avversa. Quest'ultimo è causato dalla presenza contemporanea sul mercato di imprese di "buona qualità" e di imprese di "cattiva qualità", senza che gli investitori siano in grado di distinguere razionalmente le une dalle altre. L'emissione di nuove azioni, in teoria, dovrebbe segnalare ai risparmiatori la presenza di progetti di investimento che siano in grado di incrementare nel lungo periodo il valore dell'impresa; in pratica, tuttavia, l'effetto diluitivo sui precedenti titoli e il correlato timore degli investitori di vedersi offrire azioni sopravvalutate determinano nella maggior parte dei casi una reazione negativa del mercato finanziario: MAUGERI, *Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnaletica del capitale nel diritto europeo armonizzato*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, pp. 29 s.

³⁶ GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento*, cit., pp. 16 s.

³⁷ FERRI JR, *Modificabilità e modificazioni*, cit., p. 161, nt. 149, il quale prende atto dell'avvenuta attrazione della materia delle modificazioni dell'atto costitutivo, un tempo di spettanza assoluta dell'assemblea dei soci, entro certi limiti nella sfera di competenza degli amministratori.

vece, esso venga sacrificato.

Quando gli amministratori sono obbligati, nella fase esecutiva della delibera assembleare di aumento, a offrire in opzione le azioni di nuova emissione, il socio ha davanti a sé una duplice scelta “gestoria” con riferimento alla partecipazione sociale detenuta. Per prima cosa, se ha a disposizione sufficienti risorse finanziarie, può decidere di incrementare la dimensione del proprio investimento nella società sottoscrivendo un quantitativo di titoli proporzionale alle azioni possedute. In questo modo, il socio conserva sia l’influenza che è in grado di esercitare sulla formazione della volontà sociale tramite l’esercizio dei diritti amministrativi, sia la proporzione in cui partecipa alla distribuzione degli utili di esercizio e della quota di patrimonio netto in sede di liquidazione³⁸. Come seconda scelta, il socio può vendere il diritto di opzione, realizzando dal punto di vista sostanziale un *atto di disinvestimento parziale* che, sebbene cagioni una compressione dei poteri esercitabili all’interno dell’organizzazione sociale, gli consente di mantenere inalterata la sua situazione patrimoniale complessiva³⁹.

A questa conclusione potrebbe opporsi che, soprattutto nelle società a base azionaria ristretta, la valutazione e l’alienabilità del diritto di opzione potrebbero risultare, di fatto, non praticabili, a causa dell’assenza di un mercato organizzato all’interno del quale il socio possa negoziare la propria situazione di privilegio nella sottoscrizione delle azioni di nuova emissione⁴⁰. Tuttavia, tale obiezione, poiché

38 GUCCIONE, *Minimum capital requirement e tutela dei piccoli azionisti: il ruolo della disciplina degli aumenti del capitale sociale*, Relazione tenuta al III Convegno annuale dell’associazione italiana dei professori di diritto commerciale *Orizzonti del diritto commerciale*, Roma, 10 febbraio 2012, che distingue tra un aspetto reddituale, a parità di utile distribuibile, e un aspetto patrimoniale della diluizione, conseguente al mancato esercizio del diritto di preferenza accordato agli azionisti.

39 Ciò che il socio in questo caso non conserva è il valore reale della partecipazione sociale, che sarà sottoposto proporzionalmente a diminuzione. Tuttavia, la perdita verrà compensata da un’entrata patrimoniale corrispondente al corrispettivo ricevuto per il diritto di preferenza: PREITE, *Sovrapprezzo, aste competitive e mercato mobiliare*, in *Giur. comm.*, 1987, I, 899, nt. 31; MUCCIARELLI, *Il sovrapprezzo delle azioni*, Milano, 1997, pp. 204 s.; RIVOLTA, *Brevi riflessioni sulla disciplina degli aspetti finanziari*, cit., p. 550, il quale sottolinea che, quando la delibera assembleare non prevede un sovrapprezzo per le azioni da emettere, il diritto di opzione subisce una metamorfosi nel suo contenuto, risultando arricchito dell’ulteriore caratteristica dell’alienabilità; una caratteristica che si riflette nell’ampliamento degli strumenti di tutela patrimoniale a disposizione del socio.

40 Inoltre, il mercato deve essere in grado di esprimere un prezzo che rifletta il valore intrinseco del diritto di opzione: in assenza di un sovrapprezzo, infatti, i soci che, a causa dell’inefficienza informativa o della irrazionalità del mercato, non riescono ad alienare il proprio diritto di opzione per un corrispettivo pari alla differenza tra il valore attuale e il prezzo di emissione delle azioni subiscono un pregiudizio dovuto alla sottovalutazione del diritto: PREITE, *Sovrapprezzo, aste competitive e mercato mobiliare*, *ibid.*, testo e nt. 31.

di carattere eminentemente prasseologico, è irrilevante dal punto di vista giuridico. Come autorevole dottrina non ha mancato di sottolineare, il legislatore garantisce al socio l'astratta trasferibilità ma non la concreta vendita sul mercato del privilegio accordatogli, né tantomeno la possibilità di ottenere un prezzo di emissione tale da soddisfare le sue aspettative, meramente fattuali, al mantenimento della posizione economica acquisita⁴¹.

Un inconveniente analogo si presenta, altresì, nel caso in cui gli organi sociali decidano di imporre un sovrapprezzo sulle azioni di nuova emissione in misura tale da causare in concreto l'azzeramento del prezzo che i terzi sarebbero disposti ad offrire per l'ottenimento di una preferenza nella sottoscrizione. Infatti, il prezzo di mercato del diritto di opzione è funzione diretta dello scarto positivo tra il valore reale stimato (o il prezzo di mercato, se la società è quotata) delle azioni in circolazione e il corrispettivo monetario a cui è possibile sottoscrivere i titoli di nuova emissione⁴². Ma, a ben vedere, benché il diritto di opzione sia privo di valore, a causa della fissazione a opera della delibera di aumento di un sovrapprezzo elevato⁴³, sarà quest'ultimo a neutralizzare la possibilità di una diluizione patrimoniale delle azioni, ponendo il socio in una condizione di indifferenza, quantomeno dal punto di vista economico, nel *trade-off* tra esercizio o non esercizio del diritto di sottoscrizione preferenziale⁴⁴.

Da quanto detto è facile desumere che l'ordinamento giuridico, con l'assegnazione del diritto di opzione, ha inteso attuare un bilanciamento tra le esigenze gestionali dell'impresa, riflesse nella pro-

⁴¹ MUCCIARELLI, *Il sovrapprezzo delle azioni*, cit., pp. 134 e 205 s.

⁴² GUCCIONE, *Minimum capital requirement e tutela dei piccoli azionisti*, cit., p. 3. Oltre al prezzo di emissione occorre considerare anche la rilevanza quantitativa dell'emissione azionaria: v. infatti la formula per il calcolo del TERP e del VTO disponibile su <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/prezzo-teorico-ex-diritto-133.htm>.

⁴³ In passato ne è stata negata la legittimità in caso di aumento *cum right*: ROTONDI, *È compatibile col diritto d'opzione la emissione di azioni con sovrapprezzo?*, in *Riv. dir. comm.*, 1960, *passim*. Tuttavia, è maggioritaria in dottrina l'opinione favorevole, che però fa salvo il caso in cui il sovrapprezzo sia funzionale al perseguimento di un interesse extrasociale della maggioranza: NOBILI, *Contributo allo studio del diritto di opzione nelle società per azioni*, Milano, 1958, p. 179; BELVISO, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle s.p.a.*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da Rescigno, XVII, Torino, 1985, p. 109; ROSAPEPE, *L'esclusione del diritto di opzione degli azionisti*, Milano, 1988, p. 151; TRIMARCHI, *L'aumento del capitale sociale*, Milano, 2007, p. 302.

⁴⁴ Infatti, se non lo esercita, la conservazione del valore reale della partecipazione sociale è assicurata dal sovrapprezzo, che per azzerare il valore teorico del diritto di opzione dovrà essere tendenzialmente pari al valore attuale o al valore di mercato delle azioni; se lo esercita, invece, mantiene intatta la propria quota di partecipazione agli utili e al patrimonio netto: TANTINI, *Sulla delega ex art. 2443, come modificazione dell'atto costitutivo, e sulla delegabilità agli amministratori (anche) del potere di determinare il sovrapprezzo in sede di aumento del capitale: riflessioni a margine dell'aumento del capitale Falck*, in *Giur. comm.*, 1990, II, p. 282; BUSI, *Aumento del capitale nelle s.p.a. e ne s.r.l.*, Milano, 2012, p. 333.

posta di aumento del capitale, e la tutela della sfera patrimoniale individuale dei soci. Questi potranno decidere, alternativamente, di sottoscrivere le azioni di nuova emissione ovvero di smobilizzare in parte il proprio investimento, monetizzando il valore di scambio del diritto di opzione⁴⁵.

Da questo punto di vista, la vendita del diritto di opzione svolge la stessa funzione del *recesso parziale* dal contratto di società, quantomeno per quegli azionisti che non vogliono o non possano eseguire nuovi conferimenti in denaro. In questo senso, è possibile affermare che la riprogrammazione della spesa complessiva degli azionisti, attuata dalla maggioranza tramite la delibera di aumento, rappresenta un mutamento sostanziale delle condizioni originarie di partecipazione all'investimento collettivo, che rende l'aumento del capitale assimilabile a quelle modificazioni statutarie che legittimano il socio all'esercizio del diritto di recesso⁴⁶.

È allora ragionevole affermare che la forte incidenza sulle condizioni di rischio e sulla redditività della partecipazione sociale assumono un ruolo centrale nell'individuazione del significato normativo dell'aumento del capitale, con la differenza che nell'attuale impianto codicistico la protezione della sfera patrimoniale del socio è affidata, anziché allo scioglimento unilaterale del vincolo sociale, all'attribuzione di una preferenza assoluta nella sottoscrizione delle nuove azioni.

Se, quindi, le istanze conservative connesse al possesso azionario trovano accoglimento nel riconoscimento del diritto di opzione, è chiaro che consentire ai soci riuniti in assemblea straordinaria non solo di *condividere*⁴⁷ il nuovo grado di rischio derivante dalla riorganizzazione dell'investimento, ma anche di *modificare* elementi come la cifra complessiva della provvista finanziaria⁴⁸, la scindibilità

⁴⁵ Cfr. MUCCIARELLI, *Il sovrapprezzo delle azioni*, cit., p. 134, il quale scrive: «se il “vecchio” azionista non può (o non vuole sottoscrivere) l'aumento di capitale con sovrapprezzo, mentre il sovrapprezzo garantisce al “vecchio azionista” il mantenimento del valore patrimoniale assoluto della sua partecipazione, il diritto di opzione e la sua autonoma cedibilità gli assicurano un'ulteriore tutela».

⁴⁶ In quanto sono potenzialmente idonee a incidere sul valore e sulla redditività dell'investimento, incrementando il rischio di volatilità: MAUGERI, *Partecipazione sociale*, cit., pp. 85 ss. Il Codice di Commercio del 1882 all'art. 158, co. 1, n. 5 riconosceva il diritto di recesso ai soci dissenzienti rispetto alle delibere assembleari di aumento del capitale. Ciò dimostra l'equivalenza funzionale tra il recesso e il diritto di opzione nella loro veste di strumenti che consentono alla decisione della maggioranza assembleare di superare l'opposizione della minoranza: ABU AWWAD, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 59. Rileva come la tutela positiva del socio non si spinga fino al punto di assicurare l'effettività di esercizio del diritto di opzione: GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento*, cit., p. 155.

⁴⁷ MAUGERI, *Struttura finanziaria*, cit., p. 34, testo e nota 102.

⁴⁸ CORTE D'APPELLO DI BRESCIA, 9 febbraio 1977, in *Giur. Comm.*, fasc. 4, Milano, 1977, II, p. 612.

dell'aumento, il termine finale per le sottoscrizioni e il prezzo di emissione⁴⁹, che presuppongono il compimento di valutazioni tecniche o l'assunzione di decisioni strategiche riservate agli amministratori, significherebbe abbattere la barriera che separa tipologicamente investitori e gestori nella società per azioni⁵⁰. Tali profili, infatti, non rappresentano soltanto i modi e i tempi di perfezionamento di una modifica dell'atto costitutivo e dei futuri atti di disposizione dei soci, ma sono il precipitato naturale di decisioni sull'amministrazione finanziaria dell'impresa⁵¹, che l'assemblea straordinaria può solo approvare o disapprovare quando è chiamata a deliberare⁵².

3 La modificabilità del progetto di aumento nel caso di esclusione del diritto di opzione

Nel caso di esclusione o limitazione del diritto di opzione, l'apporto professionale degli amministratori riveste un ruolo ancora più decisivo, in quanto la modifica statutaria del capitale può essere realizzata solo in connessione con una specifica operazione gestoria che il consiglio di amministrazione ritiene strumentale al soddisfacimento

49 Attribuisce agli amministratori l'esclusiva competenza in materia di determinazione del prezzo di emissione: GINEVRA, *La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 516; v. il verbale dell'assemblea straordinaria di Unicredit del 12 gennaio 2017, che ha affidato in toto la determinazione del sovrapprezzo agli amministratori (disponibile sul sito <http://www.unicredit.it>).

50 ANGELICI, *La riforma delle società*, cit., p. 106; ANGELICI, *La società per azioni e gli "altri"*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Milano, 2010, p. 55; ciò contraddistingue le c.d. società da contratto dalle c.d. società da investimento: MAUGERI, *Partecipazione sociale*, cit., pp. 85 s., nt. 54; nello stesso senso MUCCIARELLI, *L'informazione societaria: destinatari e limiti posti dalla normativa in materia di insider trading*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, I, p. 746.

51 V. TRIBUNALE DI BRESCIA, 23 ottobre 2015, cit., il quale ha ritenuto legittimo il rifiuto degli amministratori di convocare l'assemblea straordinaria su richiesta dei soci (art. 2367 c.c.) per deliberare un aumento del capitale sociale a pagamento, poiché spettava al consiglio di amministratore valutare la rispondenza dell'operazione all'interesse sociale. D'altra parte, la dottrina più attenta ha ampiamente sottolineato come la classica bipartizione tra *atti di organizzazione della società* e *atti di gestione dell'impresa* sia ormai destituita di ogni fondamento, in quanto i due piani «sono sì *distinti*, ma *naturalmente compenetranti*»; il che rende possibile che uno stesso atto rappresenti al contempo una modificazione statutaria e un atto di gestione dell'investimento comune dei soci: CERRATO, *Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il "sovrano" ha veramente abdicato?*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, pp. 149 s.

52 Dimostra persuasivamente l'impossibilità di riconoscere un valore procedimentale di approvazione agli emendamenti operati dai soci al progetto di fusione, redatto dagli amministratori della società incorporante, che contempra modificazioni statutarie necessarie per la realizzazione dell'operazione di fusione (tra cui proprio l'aumento del capitale sociale dell'incorporante): FERRI JR, *Modificabilità e modificazioni*, cit., pp. 163 ss.

dell'interesse sociale⁵³. Com'è possibile ricavare dalla prassi degli affari, il progetto di aumento del capitale con esclusione del diritto di opzione potrebbe prevedere l'emissione di azioni da offrire a determinati soggetti come corrispettivo di un'offerta pubblica di scambio (finalizzata all'acquisizione del controllo della società *target*); il collocamento delle azioni su un mercato regolamentato per allargare il flottante della società; la riserva di sottoscrizione a banche o intermediari finanziari che si siano obbligati a fornire liquidità a lungo termine, stipulando un c.d. *Step-up Equity Offering Agreement*⁵⁴.

In tutte queste ipotesi, le scelte gestionali degli amministratori pongono capo a un conflitto tra massimizzazione del valore globale delle azioni e diritto di opzione; tra interesse imprenditoriale della società alla concretizzazione di determinati fatti di gestione e conservazione delle posizioni contrattuali originarie⁵⁵. Per consentire la prevalenza dell'interesse della società su quello individuale dei singoli azionisti, il legislatore ha attribuito al consesso dei soggetti potenzialmente pregiudicati, cioè all'assemblea straordinaria, il potere di incidere a maggioranza sull'integrità della quota e, quindi, sulla partecipazione all'investimento collettivo. Il che rende la compressione dei poteri amministrativi e la ridefinizione delle condizioni di rischio e di rendimento delle partecipazioni azionarie - compiute in sede di adunanza assembleare tramite l'approvazione della delibera di esclusione - strettamente connesse alla sfera individuale dei soci⁵⁶.

53 Si è parlato di strumentalità dell'aumento del capitale rispetto all'interesse sociale definito con la delibera di esclusione o limitazione del diritto di opzione, che assumerebbe carattere logicamente pregiudiziale: ROBIGLIO, *Delega dell'aumento del capitale e d.P.R. 30/1986*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 673; SANDRELLI, *Delega ad aumentare il capitale e aumenti delegati con e senza diritto di opzione: questioni aperte*, in *Analisi giur. econ.*, 2017, pp. 306 s.; COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, Torino, 2006, pp. 199 s.

54 Si tratta di un contratto tra banca e società emittente, a cui fanno ricorso solitamente piccole e medie imprese quotate ad alto potenziale di crescita, mediante il quale la prima si obbliga a sottoscrivere l'intera *tranche* emessa in esecuzione di una delibera di aumento di capitale riservatole. L'accordo, di solito, disciplina le modalità di determinazione del prezzo di emissione, nel rispetto dei limiti di legge, e prevede l'attribuzione alla società della potestà di stabilire l'importo minimo e massimo che la banca sarà vincolata a sottoscrivere. L'obbligo di sottoscrizione dell'intermediario finanziario viene attivato con l'esercizio del c.d. *drawdown*: MACCABRUNI, *Step-up equity line e disciplina dell'aumento di capitale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, II, p. 351. Per una fattispecie analoga utilizzata da società a più alta capitalizzazione: BALP, *I c.d. Stand-by Equity Distribution Agreements: aumento di capitale ed effettività del conferimento*, in *Riv. Soc.*, 2013, pp. 696 ss.

55 «È nell'insorgere di questo conflitto che si trova la ragione, e dunque anche il limite, dell'intervento dell'assemblea»: ROBIGLIO, *Delega dell'aumento del capitale*, p. 692. Cfr. ANGELICI, *Le società per azioni*, cit., p. 111, il quale considera l'assemblea straordinaria come il luogo naturale in cui si risolvono, grazie all'applicazione della regola di maggioranza, i vari conflitti endosocietari (cioè i conflitti tra interessi che «possono essere soddisfatti *nella* e *tramite* l'attività della società»).

56 In modo analogo a quanto avviene nel procedimento di fusione, quando viene determinato il coefficiente di cambio da parte dell'assemblea v *supra* par. 1.1., nt. 29; ciò

Ed è proprio perché si è in presenza dell'esercizio di una *Gestaltungsmacht*, cioè di un *potere di conformazione* dell'investimento altrui⁵⁷, da parte organo assembleare o (in caso di delega) di quello amministrativo, che il legislatore impone al consiglio di amministrazione di predisporre un'articolata informativa che deve essere messa a disposizione dei soci prima della celebrazione dell'assemblea (art. 2441, co. 6, c.c.) o della delibera consiliare. Tale informativa è destinata a mettere gli azionisti di minoranza nelle condizioni di poter valutare e apprezzare la convenienza economica dell'operazione «in relazione a uno specifico interesse sociale suscettibile di prevalere sulle concorrenti istanze conservative dei singoli azionisti»⁵⁸.

A tale proposito, è interessante notare che l'istruzione preventiva disciplinata all'art. 2441, co. 6, c.c. non si svolge secondo schemi procedurali differenti a seconda che la competenza a deliberare spetti agli amministratori ex art. 2443, co. 1, secondo periodo, piuttosto che all'organo assembleare.

Ciò depone a sostegno della tesi secondo cui l'illustrazione delle ragioni imprenditoriali alla base dell'esclusione, il parere dell'organo di controllo sulla congruità del sovrapprezzo e la documentazione prescritta nel caso di conferimenti in natura non esauriscono il proprio ruolo all'interno dell'organizzazione sociale, quali mezzi di istruzione di un'adottanda delibera assembleare, che potrebbe ben mancare. Al contrario, le potenzialità di utilizzo della menzionata informativa si estendono al di fuori della dimensione organizzativa, investendo la sfera amministrativa e patrimoniale del singolo socio. E, in questo senso, sono qualificabili come complesso informativo unitario teleologicamente orientato a consentire alla minoranza l'autotutela dell'investimento effettuato⁵⁹. Nella stessa prospettiva deve essere interpretato l'obbligo degli amministratori di determinare il prezzo di emissione delle nuove azioni in misura pari al valore patrimoniale delle stesse (c.d. sovrapprezzo)⁶⁰, il quale ha come *ratio* quella di

che infatti distinguerebbe le società per azioni da un qualsiasi fondo comune di investimento è «l'infedeltà presenza di una figura rappresentativa dei titolari dell'interesse gerito la quale viene chiamata... a delineare le 'condizioni generali' della partecipazione all'attività e il suo profilo di rischio e rendimento», oltre a nominare i soggetti preposti alla gestione dei valori immessi nell'impresa collettiva»: così MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 351.

⁵⁷ Su cui v. PINTO, *Funzione amministrativa e diritti degli azionisti*, Torino, 2008, p. 50.

⁵⁸ DELLA TOMMASINA, *Informazione preassembleare*, cit., p. 30.

⁵⁹ DELLA TOMMASINA, *op. cit.*, pp. 93-99. Sulla *disclosure* nel contesto societario come mezzo che "also permits principals to determine the extent to which they wish to remain owners, or rather exit the firm": ARMOUR, HANSMANN, KRAAKMAN, *Agency problems and Legal Strategies*, in *The Anatomy of Corporate Law-A Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2017, p. 38.

⁶⁰ MUCCIARELLI, SPOLIDORO, *Diffusione delle azioni fra il pubblico, ammissione alla quotazione e determinazione del sovrapprezzo*, in *Riv. Soc.*, 1986, pp. 57 s.; MIGNOLI, *Deter-*

proteggere la minoranza azionaria da una sostanziale espropriazione, parziale o totale, dell'investimento a favore dei terzi beneficiari della riserva di sottoscrizione delle nuove azioni⁶¹.

Se la protezione del socio si colloca in un contesto squisitamente extraorganizzativo, spetta allora al consiglio di amministrazione, che in ogni caso detiene in via esclusiva la titolarità dell'iniziativa sul piano procedimentale, definire l'interesse sociale alla base del sacrificio del diritto di preferenza⁶². Dal canto loro, i soci non possono emendare il programma imprenditoriale contenuto nella proposta degli amministratori (modificando, ad esempio, il bene oggetto di conferimento in natura), giacché è a loro vietata ogni forma di avocazione di competenze gestionali⁶³. Nell'esercizio del voto, essi saranno guidati da considerazioni attinenti alla corrispondenza dell'esclusione o della limitazione del diritto di opzione ai loro interessi in quanto parti del contratto di società. Di talché è altamente probabile che sulla stessa operazione si formino valutazioni contrastanti, vista l'odierna moltiplicazione e parcellizzazione della nozione di interesse sociale⁶⁴.

minazione dell'entità del sovrapprezzo, in *Riv. Soc.*, 1982, pp. 527 s.

61 Infatti, tramite il sovrapprezzo, viene tutelato l'interesse dei soci a non vedere anacquato il valore patrimoniale delle proprie azioni: MACCABRUNI, *Step-up equity line*, p. 361; MARCHETTI, *Le novità in materia di s.p.a.*, in *Le operazioni sul capitale sociale: casi pratici e tecniche di redazione del verbale notarile*, Atti del Convegno tenutosi a Milano il 29 marzo 2008, consultabile su <http://elibrary.fondazione-notariato.it/articolo.asp?art=16/1601&mn=4&aut=153>.

62 I soci, infatti, non hanno neppure la possibilità di dare impulso, tramite richiesta di convocazione inoltrata agli amministratori, all'adunanza assembleare in cui si discuterà e voterà sull'esclusione del diritto di opzione (art. 2367, co. 3, c.c.); quest'ultima decisione, infatti, non può essere assunta «se non nel quadro e in collegamento di una precisa 'operazione' economica prospettata dall'organo di gestione»: GINEVRA, *Art. 2441, in Le società per azioni*, II, cit., p. 2632; ROBIGLIO, *Delega dell'aumento del capitale*, cit., p. 674.

63 ROBIGLIO, *Delega dell'aumento del capitale*, cit., p. 680.

64 Si noti che non soltanto i soci interessati a conservare la propria quota di potere nella società potrebbero opporsi all'operazione di aumento del capitale che riserva le azioni a terzi. Anche all'interno della categoria dei c.d. soci risparmiatori, la propensione al rischio e, di conseguenza, la valutazione sulla convenienza di una determinata operazione possono variare di molto, a seconda dell'orizzonte temporale dell'investimento (breve, medio o lungo periodo) e dell'utilizzo o meno della tecnica di portafoglio. Infatti, da una parte, i soci che attraverso la diversificazione hanno provveduto a coprire il c.d. rischio specifico, poiché si trovano in una posizione di sostanziale indifferenza all'eventuale cattivo esito dell'operazione, sono portati a rischiare maggiormente rispetto a quelli che hanno concentrato il proprio investimento in un'unica società: dall'altra, i soci che prevedono di disinvestire nel breve periodo potrebbero non trarre giovamento dall'incremento del valore delle azioni, dovuto alla cooptazione di terzi nella compagine sociale, se questo necessitasse di un discreto lasso temporale per concretizzarsi: sul punto cfr. ANGELICI, *op. cit.*, p. 92, testo e nt. 32; sulla molteplicità di interessi che trovano fondamento nel contratto di società: LIBONATI, *Riflessioni su "L'interesse sociale" di Pier Giusto Jaeger*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, cit., p. 77.

Quanto alla determinazione del sovrapprezzo, poiché l'art. 2441, co. 6, ultimo inciso, impone di salvaguardare quantomeno la quota di liquidazione del socio, è sufficiente che la proposta degli amministratori determini (e giustifichi) un prezzo minimo⁶⁵. Contestualmente, la relativa decisione potrà essere delegata all'organo amministrativo che potrà effettuarla anche in un momento successivo alla raccolta delle sottoscrizioni (c.d. *open price*)⁶⁶. Va da sé che il prezzo di emissione definitivo dovrà essere stabilito facendo riferimento al *valore attuale netto* (o valore reale) delle azioni.

4 Conclusioni

In conclusione, dalle superiori considerazioni emerge un quadro abbastanza rigido, in cui ai soci è formalmente assicurata l'ultima parola sulla decisione sulla modifica in aumento il capitale sociale, ma allo stesso tempo fuoriesce dalla loro competenza la determinazione del contenuto concreto dell'operazione di riorganizzazione dell'investimento complessivo. Aggiungasi che, trattandosi pur sempre di materia su cui l'assemblea delibera sulla base di una proposta, di una relazione o comunque di un progetto predisposto dal consiglio di amministrazione, a questo punto potrebbe non essere peregrino sostenere, facendo leva sul dato testuale dell'ultimo comma dell'art. 2367 c.c., che ai soci sia precluso il potere di dare impulso al procedimento assembleare anche laddove la proposta di aumento del capitale non contempra l'ablazione del diritto di opzione dei soci, almeno in quelle ipotesi in cui gli amministratori ritengano, con valutazione discrezionale, che la stessa possa recare pregiudizio all'interesse della società⁶⁷.

65 MUCCIARELLI, *Il sovrapprezzo delle azioni*, cit., p. 173.

66 Come accade nel caso di ricorso a tecniche di c.d. *bookbuilding*; sulla legittimità del versamento del sovrapprezzo dopo la sottoscrizione delle azioni, ma prima dell'integrale esecuzione dell'aumento del capitale sociale: 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*, 2003, pp. 1088 ss.

67 Cfr. BALLERINI, *La convocazione dell'assemblea di s.p.a. su richiesta dei soci*, *Giur. comm.*, 2017, II, p. 1059.