

LA PRELAZIONE SU AZIONI INOPTATE

ANDREA AGNESE

Sommario: 1. Introduzione. Dal codice di commercio al codice civile del 1942; 2. La modifica legislativa del 1974 e i problemi da essa sollevati; 3. Il negozio di sottoscrizione delle azioni di nuova emissione. I diritti frazionari. Il sindacato di collocamento. Il sopraprezzo: i criteri per la sua determinazione; la sua mancata predeterminazione assembleare; la delegabilità o meno della sua determinazione agli amministratori; 4. L'azzeramento del capitale e la sua ricostituzione. I criteri di ripartizione dei titoli inoptati. L'accordo tra socio e società per la sottoscrizione di un futuro aumento di capitale. I warrant.

1. Introduzione. Dal codice di commercio al codice civile del 1942.

A norma dell'art. 2441, comma 3°, c.c., la società per azioni deve offrire in prelazione le azioni di nuova emissione nonché le obbligazioni convertibili rimaste inoptate a coloro che, in sede di esercizio del diritto di opzione, ne abbiano fatto contestuale richiesta.

Detta norma è il portato di una lunga evoluzione del sistema codicistico, frutto dapprima delle modifiche apportate al testo del codice civile dalla legge 216/1974, cd. legge Consob¹, e, successivamente, degli interventi del legislatore della riforma del 2003.

La disposizione, infatti, nel corso del tempo, ha suscitato molteplici interrogativi, circa la *ratio legis*, la stessa natura del diritto affermato, la sua compatibilità con l'istituto del sopraprezzo, i soggetti legittimati a fissare il prezzo, la medesima determinazione di quest'ultimo, e così via.

¹ Per una valutazione delle innovazioni introdotte dalla citata legge si può utilmente consultare quanto scrive G. SANTINI, I "buch" della riforma, in *Giur. Comm.*, 1974, I, p. 432 ss., spec. p. 436 ss. per il diritto di opzione, che qui ci occupa.

Su questi problemi si prenderà posizione *singulatim*, non senza considerare l'incidenza che ai fini dell'impostazione della presente indagine assumono questioni sistematiche connesse, quali la dottrina dei diritti individuali del singolo socio in rapporto all'ente sociale, oppure il filone di studi pertinente la distinzione tra la prelazione e l'opzione.

Ma andiamo con ordine.

Preliminarmente, va osservato come in sede di aumento di capitale sociale pressoché tutte le legislazioni riconoscano ai soci un diritto di prelazione sulle azioni di nuova emissione, in proporzione all'ammontare di azioni dagli stessi già detenute².

L'aspetto che anche le più recenti codificazioni spesso non prendono in considerazione³ è la sorte delle azioni non optate in sede di aumento di

² Ad esempio: l'art. L225-132, alinea 2, del Code de Commerce francese, per la quale si può validamente compulsare il seguente sito: http://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do;sessionId=B907B45CAF7C3BE3C34BC264B11C69CF.tpdjo16v_2?idSectionTA=LEGISCTA000006178762&cidTexte=LEGITEXT000005634379&dateTexte=20081030; come pure l'art. 55, alinea 1, legge sulle s.p.a. del Québec, consultabile al seguente indirizzo:

http://www2.publicationsduquebec.gouv.qc.ca/dynamicSearch/telecharge.php?type=2&file=%2F%2F%2F31_1%2F31_1.htm; l'art. 72, comma 2, della recente legge generale delle società mercantili del Messico, reperibile compulsando il seguente sito: www.diputados.gob.mx; l'art. 194 della legge societaria argentina, per la quale: <http://www.cnv.gov.ar/leyesyreg/Leyes/19550.htm>; l'art. 35 della legge societaria cinese (tradotta in inglese): <http://www.law-bridge.net/english/LAW/20064/0221042566163-12.html>.

³ Fa eccezione la legge societaria del Perù, la quale se ne occupa agli artt. 207-209; detta legge è rintracciabile al seguente indirizzo: www.congreso.gob.pe. In particolare, si prevede quanto segue: "Art. 207. Diritto di sottoscrizione con preferenza. Nell'aumento di capitale per nuovi apporti, gli azionisti hanno diritto di preferenza per sottoscrivere, in proporzione alla loro partecipazione azionaria, le azioni di nuova emissione. Questo diritto è trasferibile nella forma prevista dalla presente legge./ Non possono esercitare questo diritto gli azionisti che si trovano in mora nel pagamento dei dividendi passivi, e le loro azioni non vengono computate per stabilire la quota di partecipazione nel diritto di preferenza./ Non esiste diritto di sottoscrizione con preferenza nel caso di aumento di capitale per conversione di obbligazioni in azioni, nei casi previsti dagli articoli 103 e 259, nonché nel caso di riorganizzazione di società previsti dalla presente legge. Art. 208. Esercizio del diritto di preferenza. Il diritto di preferenza si esercita in almeno due riunioni. Nella prima, l'azionista ha diritto di sottoscrivere le nuove azioni, in proporzione a quanto da lui posseduto nella data che si stabilisca nell'accordo./ Se restano azioni non sottoscritte, coloro che sono intervenuti nella prima convocazione possono sottoscrivere, in seconda convocazione, le azioni rimanenti in proporzione della loro partecipazione azionaria, considerando nel conteggio le azioni sottoscritte in sede di prima convocazione. L'assemblea o il consiglio di amministrazione stabiliscono il procedimento da seguirsi per il caso in cui restino azioni non sottoscritte anche dopo la seconda convocazione./ Salvo accordo unanime adottato dalla totalità degli azionisti della società, il lasso di tempo per l'esercizio del diritto di preferenza, in prima convocazione, non sarà inferiore a dieci giorni, a decorrere dalla data dell'avviso che dovrà pubblicarsi all'uopo o da una data successiva che a tal scopo venga messa per iscritto nel citato avviso. Il lasso di tempo per la seconda convocazione, e le successive se vi dovessero essere, viene stabilito dall'assemblea; in nessun caso, ogni riunione potrà essere a distanza minore di tre giorni./ La società è obbligata a fornire ai sottoscrittori in forma adeguata l'informazione

capitale. Peraltro, tale era anche lo stato della nostra legislazione prima della riforma del 1974, allorché ci si domandava se le azioni non optate dovessero essere nuovamente offerte ai soci che avevano esercitato l'opzione, oppure potessero essere liberamente collocate⁴.

Quest'ultima soluzione veniva patrocinata, vigente l'abrogato codice di commercio, il quale non contemplava nemmeno l'istituto dell'opzione⁵, da quanti⁶ invocavano quanto meno una disposizione statutaria che statuisse detto obbligo per gli amministratori, oppure una apposita deliberazione assembleare.

Una volta *positum jure condito* il diritto di opzione, tuttavia, occorre domandarsi come esso influisca nella soluzione del quesito: il che equivale a domandarsi, in primo luogo, quale sia la essenza di detta posizione giuridica, per poi, secondariamente, indurne l'operare nella esplicazione dei problemi corollari, quali la determinazione del prezzo delle azioni e altri ancora di cui si dirà.

corrispondente a ciascuna riunione". Ma non è tutto. Il successivo articolo 209, prevede un originale certificato di sottoscrizione preferenziale, statuendo, al comma 1°, che "[i]l diritto di sottoscrizione con preferenza si incorpora in un titolo denominato certificato di sottoscrizione con preferenza o mediante annotazione in conto, entrambi liberamente trasferibili, totalmente o parzialmente, che conferisca al suo titolare il diritto preferenziale alla sottoscrizione delle nuove azioni nelle circostanze, quantità, condizioni e procedimento stabiliti dall'assemblea o dal consiglio di amministrazione".

Particolare è anche la disciplina prevista dall'art. 56 L. 21/1997 dell'Iraq, ove, al comma 3°, si prevede il diritto di prelazione di ogni socio di acquistare le azioni al prezzo di sottoscrizione proporzionale al numero delle azioni da questi possedute, da esercitarsi entro il termine di 15 giorni dalla data di comunicazione dell'invito, il quale deve accuratamente prevedere le date di inizio e di termine del periodo di sottoscrizione, nonché il valore nominale delle azioni; in caso di non integrale sottoscrizione delle azioni una volta scaduto detto lasso temporale, il consiglio di amministrazione può collocare le azioni in vendita sulla Borsa di Baghdad, nel modo che ritenga conveniente. Il testo della legge è reperibile al seguente indirizzo: www.iraqcoalition.org/economy/1997_law.pdf.

Ancora, degna di rilievo è la legge societaria israeliana, la quale, all'art. 290 prevede per le private company nelle quali il capitale emesso contenga una sola categoria di azioni, l'obbligo di offrire le azioni a ciascun socio in proporzione alle azioni da questi detenute; in caso di rifiuto da parte di questi o di offerta pubblica (tender offer) intervenuta prima della scadenza del periodo di esercizio della prelazione (first refusal), gli amministratori possono offrire le azioni a terzi, salvo che sia diversamente previsto nello statuto della società. Al riguardo: isa.gov.il/Download/IsaFile_958.pdf.

Merita anche un cenno la disposizione dell'art. 207 del codice di commercio del Libano, dove si prevede che per l'evenienza in cui le azioni di nuova emissione siano sottoscritte da terzi e non dai vecchi soci malgrado l'opzione di questi ultimi, e la società posseda riserve di capitale, dette azioni dovranno essere emesse ad un prezzo più alto del loro valore nominale, con una franchigia corrispondente alla partecipazione alle riserve. Per questa legge si può utilmente consultare: <http://www.lexadin.nl/wlg/legis/nofr/oeur/lxweleb.htm>.

⁴ V. CERAMI, *Collocamento delle azioni non optate*, in *Riv. Soc.*, 1960, p. 75.

⁵ Lo ricorda, ad esempio, F. M. MUCCIARELLI, *Interesse sociale ed esclusione del diritto d'opzione: spunti di riflessione sulla logica dell'argomentazione del giudice*, in *Giur. Comm.*, 2002, I, p. 456.

⁶ R. MONTESSORI, *Il diritto di opzione nella emissione di nuove azioni*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1921, I, p. 466 ss., spec. p. 495.

Gli scrittori⁷ che si sono avvicinati sul tema da sempre rinvengono nel diritto di opzione due distinte funzioni: da un lato, una patrimoniale, consistente nella tutela della percentuale di partecipazione al capitale del singolo socio; dall'altro, nel potere corporativo che detenere una certa quota di capitale comporta, specie se di maggioranza.

Molti fili possono dipanarsi dalla presente osservazione, peraltro condivisa anche dalla più avveduta manualistica⁸, in ordine ai seguenti aspetti: la funzione della prelazione, la natura di diritto individuale del socio, la suddivisione della compagine sociale in capitale di comando e capitale monetario o di risparmio, la compatibilità del sopraprezzo con il diritto di opzione.

Concentriamoci ora sulle funzioni del diritto di opzione e sulla natura del medesimo; trarremo in seguito le opportune conclusioni sui punti dianzi citati, i quali presuppongono come risolta una questione basale, ossia la reiezione della tesi che ragiona di opzione di secondo grado⁹, in dispregio del tenore letterale della disposizione, nonché la consequenziale affermazione della natura di prelazione del diritto che viene riconosciuto agli azionisti dal disposto dell'art. 2441, comma 3°, c.c.

Interrogiamoci allora sulla genesi del diritto di opzione, per comprendere a quali interessi metagiuridici la disposizione intenda offrire protezione.

Come detto, nel codice di commercio non ve n'era traccia e dalla sua mancanza abili speculatori dell'epoca trassero abilmente indebito frutto, locupletando *cum aliena iactura* e, segnatamente, dei vecchi soci, vantaggi speculativi a loro non dovuti. Ciò si spiega, come autorevolmente osservato¹⁰, allorché si rifletta sul fatto che ogni azione dà diritto a partecipare al riparto del patrimonio netto in sede di liquidazione della società e che nel patrimonio netto vanno a confluire tutte le riserve della società, nonché i plusvalori derivanti dall'aumento di valore dei beni conferiti. Per questa ragione, il valore reale di ogni singola azione può essere sensibilmente superiore al suo valore nominale. Per evitare l'indebita

⁷ In argomento già T. ASCARELLI, *Diritto d'opzione nell'aumento di capitale e emissione delle nuove azioni con aggio*, in *Foro Pad.*, 1954, III, p. 50, dove si individuano gli scopi dell'opzione nella tutela del mantenimento della partecipazione dell'azionista nella società, sotto l'aspetto patrimoniale e sotto quello dell'influenza nella gestione. Al riguardo, anche L. SORDELLI, *Opzione, prelazione e criteri di ripartizione per nuove azioni rimaste inoptate*, in *Giur. Comm.*, 1977, I, p. 399.

⁸ G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, a cura di C. ANGELICI e G. B. FERRI, Torino, 2010, p. 500; P. G. JAEGER - F. DENOZZA - A. TOFFOLETTO, *Appunti di diritto commerciale*, Milano, 2006, p. 498; F. GALGANO, *Diritto commerciale*, II, Bologna, 2003, p. 391.

⁹ Sostenuta ad esempio D. LUCARINI, *Art. 2441 cod. civ., 3° comma: diritto di prelazione o diritto di opzione?*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1977, I, p. 260 ss, spec. p. 263.

¹⁰ E. REDENTI, *Aumento del capitale, diritto di opzione, interesse del socio e della società*, in *Dir. Fall.*, 1962, p. 5.

estrazione di benefici privati ad opera di terzi che non hanno contribuito alle sorti della società fino a quel momento, si è previsto, nel codice civile del 1942, di consentire a chi era già socio di beneficiare di una preferenza in sede di sottoscrizione delle nuove azioni, in proporzione alla quota di capitale da questi detenuta.

Da questa angolazione, emerge la rilevanza, *in subiecta materia*, della tematica inerente la discussa teoria dei diritti individuali che il socio vanta nei confronti dell'ente sociale¹¹, dove, non a caso, si è inquadrato il diritto di opzione come conferma sistematica dell'esistenza dell'interesse patrimoniale vantato dal socio nella società e, prima ancora, dell'esistenza di un diritto individuale del socio alla cui tutela è stata asservita l'opzione¹².

Questa osservazione ci porta oltre, ad affrontare il distinto problema del prezzo di emissione delle azioni, del quale ci occuperemo in seguito, ma del quale si fa cenno già adesso *ad memoriam*.

Non solo. Dall'osservazione che precede è lecito inferire anche un altro tema di lavoro, ossia la necessità di far pagare ai terzi cui le azioni venissero offerte il differenziale esistente tra il valore reale dei titoli azionari e il loro valore nominale, mediante l'imposizione di un plusvalore da far pagare ai terzi: donde, com'è noto, l'istituto del sopraprezzo¹³.

Anche quest'ultimo filone verrà analizzato in seguito, specialmente poiché in passato si è discusso¹⁴, ciò di cui oggi più nessuno dubita, circa la compatibilità del sopraprezzo con l'opzione.

Tornando alla genesi storica del diritto di opzione, anteriormente all'entrata in vigore del codice civile, la dottrina¹⁵ si poneva il problema della tutela dei soci, specialmente delle minoranze, poiché costoro erano sguarniti di qualsiasi diritto di preferenza nell'acquisto delle azioni di nuova emissione. In un simile contesto, la società, e, segnatamente, l'assemblea o il consiglio di amministrazione, era padrona di collocare le nuove azioni al prezzo che ritenesse opportuno e alle persone di suo esclusivo gradimento, anche in totale pretermissione dei componenti la compagine societaria. Si poneva,

¹¹ Il riferimento obbligato è alla monografia di V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960, ristampa inalterata Napoli, 2011, con prefazione di A. AMATUCCI, donde si cita. Configura l'opzione come diritto individuale anche V. CERAMI, *Collocamento*, cit., p. 76.

¹² V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive*, cit., p. 181 s.

¹³ Il punto era già chiaro alla Cassazione di Roma 18 agosto 1891, in *Foro It.*, 1891, I, c. 1175, riportata da G. B. PORTALE, *Opzione e sopraprezzo nella novella azionaria*, in *Giur. Comm.*, 1975, I, p. 208, n. 4.

¹⁴ In argomento, oltre ai già citati lavori di T. Ascarelli ed E. Redenti: B. VISENTINI, *Compatibilità del sopraprezzo con il diritto d'opzione*, in *Banca, Borsa, Tit. Cr.*, 1961, I, p. 26 ss.; C. PASTERIS, *L'emissione di azioni con sopraprezzo*, in *Riv. Soc.*, 1962, p. 27 ss.

¹⁵ Riferimenti di dottrina in G. B. PORTALE, *Opzione e sopraprezzo*, cit., p. 208.

pertanto, un problema molto sentito dai pratici, derivante dall'entrata nella società dei terzi sottoscrittori.

L'aumento di capitale mediante emissione di nuove azioni, com'è noto, può comportare l'entrata nella società di nuovi soci: tra il titolare del diritto di opzione e il vecchio socio, pertanto, sussiste un conflitto di interessi tra loro eterogenei, poiché altro è l'interesse a mantenere inalterata la propria partecipazione al capitale, altro è l'interesse ad entrare a far parte di una certa società¹⁶. Detto dualismo acquista forte pregnanza allorché un azionista rinunci ad esercitare il proprio diritto di opzione o si dimentichi di esercitarlo entro il termine prestabilito, impregiudicato l'eventuale operare del principio di buona fede in caso di esercizio tardivo¹⁷.

In questo caso, infatti, i soci hanno già esercitato i rispettivi diritti di opzione, ottenendo in tal modo quanto di loro spettanza; per converso, residuano alla società delle azioni da collocare, per le quali la società ha un preciso interesse non solo di realizzo, ma anche di completamento dell'operazione intrapresa nell'incresciosa ipotesi in cui si sia deliberato un aumento di capitale inscindibile¹⁸.

In una fattispecie quale quella appena descritta, anteriormente alla legge Consob, la dottrina¹⁹ riconosceva come la società potesse liberamente negoziare le azioni inoplate con i terzi, dal momento che oramai le opzioni erano state esercitate, e chi non aveva fruito del proprio diritto lo aveva fatto per una propria libera scelta o, al limite, per una propria dimenticanza, per la quale non restava che il monito *imputet sibi*.

Per tali ragioni, la materia dell'opzione e del sopraprezzo, così com'era regolata nella passata legislazione, poneva numerosi problemi, a causa della sua notevole lacunosità, ma anche a motivo di varie impostazioni dottrinali, come quella che concepiva l'opzione sia come diritto a vedersi offrire nuove azioni, sia come diritto a sottoscrivere le nuove azioni oggetto di offerta da

¹⁶ G. MUCCIARELLI, *La prelazione nell'art. 2441, terzo comma, del codice civile*, in *Riv. Soc.*, 1992, p. 39.

¹⁷ Nondimeno, a proposito della scadenza del termine di esercizio dell'opzione, la giurisprudenza di merito, in una sua recente pronuncia successiva alla riforma del 2003, ha avuto modo di precisare che "[p]oiché il termine per l'esercizio del diritto di opzione fissato dall'assemblea deve essere tale da porre i soci assenti nella medesima condizione dei presenti, il principio di buona fede nei rapporti fra i soci impone di considerare efficace anche l'opzione esercitata successivamente alla scadenza del termine fissato dall'assemblea cui il socio non abbia partecipato, nel caso in cui la comunicazione sia giunta dopo diversi giorni dalla delibera": così App. Bari 13 ottobre 2003, in *Giur. Comm.*, 2005, II, p. 297.

¹⁸ Fa riferimento a questa evenienza anche C. A. BUSI, *Prelazione sull'inoplate nelle S.p.a. non quotate*, in *Notariato*, 2001, p. 391.

¹⁹ Riferimenti in V. CERAMI, *Collocamento*, cit., p. 77; dello stesso avviso R. NOBILI, *Il diritto d'opzione degli azionisti e i suoi limiti*, in *Riv. Soc.*, 1957, p. 684.

parte della società²⁰, oppure quella che misconosceva la compatibilità del sopraprezzo con l'opzione del socio.

Rispetto al codice di commercio, il formante legislativo aveva fatto numerosi passi avanti, poiché aveva posto una severa limitazione al potere degli amministratori, laddove questi ultimi, prima di offrire ad un *quisque de populo* le azioni di nuova emissione, avevano l'obbligo di offrirle in opzione ai soci.

Per tale ragione, corretta, almeno nella sua genesi storica, risulta essere l'affermazione ricorrente a tenore della quale lo scopo dell'art. 2441 c.c. consiste sia nella volontà del legislatore di limitare la discrezionalità degli amministratori, sia nella intenzione di consentire ai soci di rafforzare la propria partecipazione al capitale della società, con tutti i relativi vantaggi in termini di diritti corporativi e patrimoniali²¹.

Con riferimento all'offerta delle nuove azioni al socio, tuttavia, diffusa in passato era la credenza, pure autorevolmente sostenuta, a mente della quale il socio non avrebbe mai dovuto pagare un sopraprezzo per azioni emittende da parte della società, perché le riserve già appartengono ai soci medesimi²². Anzi, taluno, sulla scorta delle precedenti considerazioni, era indotto a ritenere che l'emissione alla pari fosse posta a tutela del socio²³.

Al contrario, proprio attraverso il sopraprezzo il socio di minoranza non in grado di sottoscrivere le nuove azioni può vedere tutelata la propria partecipazione al capitale, evitando di vedersi usurpato dai terzi sottoscrittori il plusvalore creato fino a quel momento dalla società; in mancanza, la sua partecipazione azionaria verrebbe svalutata²⁴.

Sulla scorta di simili valutazioni, si può sostenere che il sopraprezzo adempia ad una funzione di *governance* e di tutela delle minoranze azionarie²⁵ da eventuali abusi perpetrati in loro danno da compiacenti amministratori.

²⁰ R. NOBILI, *Contributo allo studio del diritto di opzione nelle società per azioni*, Milano, 1955, p. 80.

²¹ Al riguardo, ad esempio, L. SORDELLI, *Opzione, prelazione*, cit., p. 40; G. C. M. RIVOLTA, *Profili della nuova disciplina del diritto d'opzione nella società per azioni*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1975, I, p. 524 s.

²² M. ROTONDI, *È compatibile col diritto d'opzione la emissione di azioni con sopraprezzo?*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1960, I, p. 51 ss.; dello stesso avviso era F. MESSINEO, *Sul sopraprezzo nell'emissione di azioni di società secondo il diritto italiano*, in *Riv. Soc.*, 1961, p. 197 ss. Il dibattito in materia può leggersi anche in R. ROSAPEPE, *L'esclusione del diritto di opzione degli azionisti*, Milano, 1988, p. 143 ss., spec. p. 146 ss.

²³ Come documenta T. ASCARELLI, *Diritto d'opzione*, cit., p. 52, il quale poco dopo sfata convincentemente questa credenza.

²⁴ C. PASTERIS, *L'emissione*, cit., p. 27.

²⁵ In chiave di tutela della minoranza, peraltro, già si esprimeva C. PASTERIS, *L'emissione*, cit., p. 28; in un'ottica di protezione dell'azionista risparmiatore si muove invece B. VISENTINI, *Compatibilità*, cit., p. 6.

In realtà, in sede di sottoscrizione il socio non paga il sopraprezzo a fronte di un qualcosa che già era suo, bensì a fronte di quella nuova partecipazione alle riserve che questi non vantava allorché era possessore delle sue vecchie azioni, e che, per contro, viene ad acquisire all'atto della sottoscrizione di quelle nuove²⁶.

Fin qui, tuttavia, emerge una lettura dell'istituto meramente incentrata sui diritti patrimoniali del singolo azionista. Diversa anche se, in un certo senso, complementare, appare una indagine volta a cogliere la neutralità del sopraprezzo rispetto ai diritti amministrativi del singolo socio. In un'interpellanza presentata al Ministro del Tesoro nei primi anni '60 del secolo scorso²⁷, infatti, si lamentava che il sopraprezzo che venga imposto ai soci in sede di sottoscrizione di nuove azioni rende più oneroso l'esercizio di tale diritto e, in quanto tale, si configura come un elemento che tende a rendere più difficoltoso o ad escludere l'esercizio del diritto stesso²⁸.

Detta critica che veniva mossa al sopraprezzo riposava su un erroneo convincimento, ingenerato dall'errato paragone che veniva istituito fra un aumento di capitale dotato di sopraprezzo e un altro aumento sfornito di una simile maggiorazione²⁹. Certamente, impostata in questi termini, l'imposizione di un *quid pluris* da pagare da parte dei soci risulta essere un aggravio che può comportare la non sottoscrizione delle nuove azioni per mancanza di fondi da parte del singolo azionista.

In contrario si può osservare che per il socio è indifferente effettuare un esborso monetario a titolo di capitale o a titolo di sopraprezzo; come pure, *a latere societatis*, è perfettamente indifferente emettere azioni con un valore nominale superiore che incorpori il sopraprezzo, piuttosto che azioni con il vecchio valore nominale ma con l'aggiunta del sopraprezzo³⁰.

In altre parole, deve considerarsi come l'imposizione del pagamento di un surplus monetario, disposta dalla società in sede di aumento di capitale, è solamente una delle tecniche possibili, di cui la società può giovare, alternativa all'altra possibile, che consiste nel deliberare un aumento di capitale sociale con nuove azioni di valore superiore a quello delle precedenti, dove il nuovo ammontare incorpori il vecchio valore più il sopraprezzo. Vista in questi termini, all'imposizione di quest'ulteriore esborso monetario non può convenire la qualificazione di motivo di aggravio o di esclusione del diritto di opzione dell'azionista.

²⁶ Nuovamente T. ASCARELLI, *ibidem*.

²⁷ Per la quale *Riv. Soc.*, 1961, p. 335 ss.; per una critica ad essa, C. PASTERIS, *L'emissione*, cit., p. 28 s.

²⁸ B. VISENTINI, *Compatibilità*, cit., p. 35.

²⁹ B. VISENTINI, *Compatibilità*, cit., p. 38 s.

³⁰ C. PASTERIS, *L'emissione*, cit., p. 29 s.

Ciò in quanto, una volta che l'assemblea abbia quantificato l'ammontare di capitale fresco occorrente alle casse sociali, è del tutto indifferente che i nuovi danari entrino a titolo di integrale aumento di capitale, oppure mediante un minore aumento di capitale affiancato dall'imposizione di un sopraprezzo. Peraltro, di queste asserzioni non si è mancato di fornire adeguata dimostrazione aritmetica ad opera della più accorta dottrina³¹, la quale ha dimostrato che il valore teorico dell'opzione (V) è pari alla differenza tra valore di mercato e prezzo di emissione (D) moltiplicato il risultato ottenuto dividendo il numero di vecchie azioni (NV) con la somma tra il numero delle vecchie azioni (NV) e il numero delle nuove azioni (NN).

In conclusione, deve lecitamente opinarsi in favore della tesi che asserisce la compatibilità del sopraprezzo con il diritto di opzione e la totale assenza di pregiudizio per il socio di minoranza, tanto sotto il profilo della sua partecipazione alla gestione sociale, quanto per tutto ciò che concerne l'esercizio dei diritti patrimoniali.

Sotto un altro punto di vista, si è obiettato che il sopraprezzo comporta una limitazione alla cedibilità del diritto di opzione³², pure non legislativamente disciplinato ma pacificamente ammesso³³, che verrebbe intralciata da una simile imposizione patrimoniale. Ogni volta che venga imposto all'azionista di pagare un surplus che, altrimenti, non gli sarebbe stato richiesto, si intralcierebbe, a detta di questa ricostruzione, la potenziale cedibilità del diritto di opzione, onerato di un costo aggiuntivo.

Così posta la questione, ferma la indiscussa cedibilità, al giorno d'oggi, del diritto di opzione, della quale si darà conto nel prosieguo della trattazione, allorché si darà conto dell'istituto del *warrant*, deve osservarsi come il presupposto logico sul quale si impernia il discorso riposa su un palese equivoco, ossia una sorta di equivalenza che viene istituita tra l'utile societario e il corrispettivo derivante dalla vendita della propria opzione. Ciò in quanto il corrispettivo monetario che l'azionista ritrae dalla vendita della propria opzione non costituisce una sorte di frutto civile derivante dallo status di socio, come sembra supporre la censura di cui si è appena dato conto. Trattasi, bensì, di una modalità di disinvestimento dalla società che viene operato dal socio³⁴, spesso proprio per compensare in termini di cassa il mancato apprezzamento patrimoniale che gli sarebbe derivato dalla sottoscrizione delle nuove azioni.

³¹ Per la quale si possono utilmente compulsare E. REDENTI, *Aumento del capitale*, cit., p. 7; nonché C. PASTERIS, *L'emissione*, cit., p. 31 ss.

³² M. ROTONDI, *È compatibile*, cit., p. 90 s.

³³ Recente contestazione è rinvenibile in C. A. BUSI, *Prelazione*, cit., p. 387.

³⁴ B. VISENTINI, *Compatibilità*, cit., p. 45.

In una simile evenienza, peraltro, la stessa imposizione di un sopraprezzo in sede di emissione delle nuove azioni tutela proprio l'azionista di minoranza che non possa o non voglia sottoscrivere nuovi titoli dall'annacquamento, patrimoniale come amministrativo, della propria partecipazione al capitale della società³⁵.

Distinto problema, discusso parimenti dagli autori, era quello della fissazione di un sopraprezzo manifestamente iniquo e dei conseguenti rimedi in capo all'azionista, che venivano individuati nell'impugnativa per eccesso di potere³⁶. Va detto che una simile suggestione comparativa con il diritto amministrativo, terreno di elezione dell'eccesso di potere³⁷, era già stata compiuta da quanti³⁸, interrogandosi sui rimedi esperibili in danno di una deliberazione con effetto *erga omnes*, istituivano il paragone con l'annullamento universale dell'atto amministrativo, rilevando come in entrambi i casi, per pervenire ad un simile risultato, necessitava essere in presenza della violazione di una norma posta a protezione dell'ente o della collettività.

Si è obiettato che il sistema anteriore alla legge 216 non prevedeva l'obbligo di emissione, né tanto meno disponeva circa i criteri per la sua quantificazione; per tale ragione, si è rinvenuto il fondamento dell'impugnativa da dispiegarsi avverso delibera statuente un sopraprezzo iniquo nella violazione del principio di buona fede o di correttezza, ai sensi

³⁵ T. ASCARELLI, *Diritto d'opzione*, cit., p. 52; B. VISENTINI, *Compatibilità*, cit., p. 45; R. NOBILI, *Contributo*, cit., p. 195 ss.

³⁶ P. TRIMARCHI, *L'invalidità delle deliberazioni di assemblea di società per azioni*, Milano, 1958, p. 158 s. Sull'eccesso di potere, A. GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni (abuso di potere nel procedimento assembleare)*, Milano, 1987, p. 77 ss., ove un esame in rapporto alla teoria istituzionalista e a quella contrattualista sull'interesse sociale.

³⁷ Sulla genesi storica, rinvenibile in una pronuncia del Consiglio di Stato francese sulle carrozze della città di Lille, L. ACQUARONE, *Attività amministrativa e provvedimenti amministrativi*, Genova, 1995, p. 217 ss.; sull'eccesso di potere nel sistema dei vizi dell'atto amministrativo, per tutti, F. BASSI, *Lezioni di diritto amministrativo*, Milano, 2008, p. 116 ss.; sui cd. indici sintomatici dell'eccesso di potere, S. CASSESE, *Le basi del diritto amministrativo*, Torino, 2000, p. 349 ss.

Nondimeno, non mancano importanti contributi sull'eccesso di potere anche nel diritto societario: Cass. 04 maggio 1994, n. 4323, in *Foro It.*, 1995, I, c. 2219 ss., annotata in *Nuova Giur. Civ. Comm.*, 1995, I, 633 ss. da A. DE BLASI, *L'eccesso di potere nelle deliberazioni assembleari di s.p.a.*; Cass. 11 maggio 1993, n. 2958, in *Società*, 1993, p. 1049 ss. annotata da S. TAURINI, *Aumento di capitale con modalità a vantaggio del socio di maggioranza*; Cass. 29 maggio 1986, n. 3628, in *Giust. Civ.*, 1986, I, p. 2093 ss., annotata da M. C. CERVALE, *L'eccesso di potere come vizio della deliberazione assembleare*. Per la dottrina, oltre al già citato lavoro di A. GAMBINO, mantengono la loro importanza le pagine dedicate all'argomento da L. MENGONI, *Appunti per una revisione della teoria del conflitto di interesse nelle deliberazioni di assemblea di società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 1956, p. 460 ss.; nonché da P. G. JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1972, p. 193 ss.

³⁸ E. REDENTI, *Aumento*, cit., p. 8.

degli articoli 1375 e 1175 c.c., oppure nella norma in materia di conflitto di interessi, ossia l'art. 2373 c.c.³⁹

2. La modifica legislativa del 1974 e i problemi da essa sollevati

La legge 216/1974, all'art. 13, è intervenuta su un simile sostrato normativo introducendo rilevanti modifiche concernenti il diritto di opzione e i titoli inoptati⁴⁰. Così si prevede che oggetto dell'opzione sia costituito non più soltanto dalle azioni, bensì anche dalle obbligazioni convertibili emesse dalla società, in tal modo adeguando la disciplina a quest'ultimo istituto, la cui inclusione si spiega considerando che l'esercizio del diritto di conversione costituisce strumento di acquisizione di nuove azioni⁴¹.

Simmetricamente, si è ampliata la titolarità del diritto di opzione, affiancando ai titolari di azioni i portatori di obbligazioni convertibili, in modo da non ledere l'integrità del loro diritto di conversione mediante diluizione proporzionale della quota *medio tempore*, ossia nel periodo successivo alla emissione delle obbligazioni ma anteriore alla data della conversione⁴².

Significativa innovazione deve essere ravvisata nella introduzione di un diritto di prelazione nell'acquisto di azioni come di obbligazioni convertibili rimaste non optate. Sulla ragione a tenore della quale il legislatore abbia incluso anche le obbligazioni convertibili già si è detto: in sede di conversione, queste permettono l'acquisizione di nuove azioni e, in quanto tali, meritano di essere tutelate per evitare gli stessi pregiudizi diluitivi che verrebbero patiti anche dagli azionisti nelle medesime circostanze.

Si prevede inoltre che, con riferimento alle azioni di società quotate che siano rimaste inoptate, gli amministratori provvedano ad offrirle in borsa, per

³⁹ G. B. PORTALE, *Opzione e sopra-prezzo*, cit., p. 225.

In generale, sull'applicabilità del principio di buona fede nell'esecuzione del contratto alla tematica societaria si è espressa l'importante Cass. 26 ottobre 1995, n. 1151, commentata in *Contr. Impr.*, 1996, p. 1 ss., da F. GALGANO, *Contratto e persona giuridica nelle società di capitali*; in *Giur. Comm.*, 1996, II, p. 329 ss., da P. G. JAEGER - C. ANGELICI - A. GAMBINO - R. COSTI - F. CORSI, *Cassazione e contrattualismo societario: un incontro?*; in *Soc.*, 1996, p. 295, da A. SCHERMI, *In tema di eccesso di potere nelle deliberazioni assembleari delle società di capitali: considerazioni sull'ordinamento societario e sulla persona giuridica*, in *Giust. Civ.*, 1996, I, p. 381 ss.; in *Soc.*, 1996, p. 295 ss. da D. BATTI, *Applicabilità del principio di buona fede alla materia societaria*.

⁴⁰ G. SANTINI, *I "buchi"*, cit., p. 436 ss.; G. B. PORTALE, *Opzione e sopra-prezzo*, cit., 213 ss.

⁴¹ Già prima della riforma il punto non era sfuggito a E. SPANO, *L'operazione Ledoga*, in *Riv. Soc.*, 1964, p. 838.

⁴² G. B. PORTALE, *Opzione e sopra-prezzo*, cit., p. 211.

conto della società, per almeno cinque riunioni, entro il mese successivo alla scadenza del termine stabilito ai fini dell'esercizio del diritto di opzione.

Anche la disposizione novellata ha suscitato molteplici interrogativi, per quanto abbia indubbiamente contribuito a risolvere vecchie questioni che si erano imposte anteriormente alla sua vigenza.

Quanto alla titolarità del diritto di opzione, tuttavia, non si è ritenuto opportuno, come invece sarebbe stato, prendere posizione su un problema connesso ai soggetti titolari, ossia quello attinente la cedibilità del diritto a terzi non soci, del quale la dottrina più che maggioritaria ha dato risposta affermativa, pur non mancando, sia in passato⁴³ che più recentemente⁴⁴, voci dissonanti.

Ma non solo. Altri quesiti e perplessità sono stati sollevati dalla novella legislativa.

In primo luogo, la disposizione non ha risolto il problema della natura giuridica del diritto di opzione, che già era stato sollevato anteriormente alla sua emanazione; in secondo luogo, non ha considerato l'evenienza che la società abbia emesso più categorie di azioni; in terzo luogo, la norma pretermette nel modo più plateale i criteri di ripartizione di titoli rimasti inoptati delle società non quotate⁴⁵; in quarto luogo, non si è espressa circa l'evenienza di un sindacato di collocamento finanziario (cd. opzione mediata); in quinto luogo, nulla è detto circa l'operatività dei criteri di determinazione del sopraprezzo, in particolare se essi dispieghino i propri effetti per l'importo minimo o anche per quello massimo; nemmeno si è precisato se sia possibile delegare agli amministratori la determinazione dell'ammontare del sopraprezzo; non ci si è curati, tra l'altro, di prendere posizione su quel problema, già sollevato in sede dottorale⁴⁶, circa i rimedi a disposizione dell'azionista per reagire a una deliberazione determinativa di un sopraprezzo manifestamente iniquo o erroneo; sotto silenzio si è passato anche il problema inerente il prezzo al quale fare la prima offerta in borsa per i titoli oggetto di quotazione⁴⁷.

Come è agevole notare, i punti lasciati scoperti dalla novella sono stati molteplici e di non secondario rilievo. Esaminiamoli partitamente, prendendo le mosse dalla *ratio* della norma oggetto di commento nella presente sede, sulla quale ci siamo già intrattenuti.

⁴³ R. MICCIO, *Il diritto di opzione nell'aumento di capitale delle società per azioni*, Napoli, 1957, spec. p. 29 ss.

⁴⁴ C. A. BUSI, *Prelazione*, cit., p. 389.

⁴⁵ L. SORDELLI, *Opzione*, cit., p. 399.

⁴⁶ P. TRIMARCHI, *L'invalidità*, cit., p. 158 s.

⁴⁷ G. C. M. RIVOLTA, *Profili*, cit., p. 531.

L'art. 2441 c.c. riposa sulla necessità di tutelare i diritti amministrativi e patrimoniali afferenti la partecipazione sociale dei membri della compagine societaria. Detta norma persegue questo obiettivo attraverso un meccanismo di riduzione della discrezionalità degli amministratori, impedendo loro di estrarre benefici privati dal collocamento dei titoli e delle obbligazioni convertibili non optati⁴⁸ e favorendo il potenziamento della situazione patrimoniale dei soci⁴⁹. Da tale premessa la giurisprudenza inferisce precise conseguenze circa il regime giuridico dei vizi della relativa delibera assembleare, tutte le volte che ricollega alla violazione del diritto di opzione l'annullabilità⁵⁰ e non la nullità⁵¹ della deliberazione, anche se non si è mancato di sostenere la mera inefficacia della delibera⁵².

Recentemente⁵³ si è contestato questo assunto, asserendo che lo scopo dell'art. 2441, comma 3°, c.c., risiederebbe nell'interesse a lasciare immutati i rapporti nella compagine sociale. Di più: detto interesse non perterrebbe il singolo socio individualmente, il quale costituirebbe semmai l'oggetto di una tutela riflessa, bensì la società nel suo complesso, la quale sarebbe titolare di un interesse ad evitare che nuovi soci entrino nella società e comportino il rischio di destabilizzare gli assetti proprietari e di scalzare la maggioranza dal suo ruolo in seno alla compagine sociale.

Ulteriore conferma di questo assunto viene tratta da quanti argomentano a partire dalla escludibilità a maggioranza del diritto di opzione⁵⁴, che, in quanto tale, è disponibile, nonché dalla possibile spettanza di quest'ultimo in capo a soggetti che pure non sono soci, ossia ai titolari di obbligazioni convertibili⁵⁵. Questi ultimi, infatti, ben possono, nell'esercizio del loro

⁴⁸ Per tutti, R. WEIGMANN, *La prelazione sui titoli inoptati*, in *Giur. Comm.*, 1982, I, p. 611.

⁴⁹ L. SORDELLI, *Opzione*, cit., p. 401.

⁵⁰ Cass. 07 novembre 2008, n. 26842; F. GALGANO, in ID., *Commentario compatto al codice civile*, Piacenza, 2010, p. 2452, *sub* art. 244, ove ulteriori raggugli di dottrina.

Da ultimo, Cass. 20 gennaio 2011, n. 1361, ha statuito che la delibera di aumento del capitale sociale, impugnata per una pretesa violazione del diritto di opzione poiché viziata da anomalie del procedimento di approvazione e, segnatamente, attinenti le modalità di calcolo del quorum deliberativo, non è affetta da nullità rilevabile d'ufficio per illiceità del suo oggetto, bensì da mera annullabilità, poiché tale violazione non ha alcun rilievo di ordine generale all'interno dell'ente. Essa, infatti, deve dirsi funzionale all'interesse dei singoli membri della compagine sociale a mantenere inalterata la propria partecipazione in rapporto all'ammontare complessivo del capitale sociale, anche in caso di aumento del diritto medesimo. Con questa pronuncia, la Suprema Corte richiama la tematica dei diritti individuali dei soci, di cui si è detto *retro*.

⁵¹ Così, invece, Tribunale Milano 31 gennaio 2005, in *Giur. It.*, 2005, p. 1865.

⁵² Cassazione 28 marzo 1996, n. 2850, in *Soc.*, 2006, p. 1397 ss., con nota di R. AMBROSINI.

⁵³ In questo senso già V. MELI, *La clausola di prelazione negli statuti delle società per azioni*, Napoli, 1991, p. 252 ss.; più di recente, C. A. BUSI, *Prelazione*, cit., p. 387 ss., ove ulteriori raggugli di dottrina.

⁵⁴ V. MELI, *La clausola*, cit., p. 252 ss.

⁵⁵ Sul punto, D. LAMBERTI, *Obbligazioni convertibili in azioni e vicende societarie in pendenza del prestito*, in *Giur. It.*, 1993, IV, p. 31 ss.

diritto di conversione, modificare gli assetti sociali e, così facendo, alterare l'assetto organizzativo della società.

Secondo me questi rilievi presuppongono una concezione antropomorfistica della persona giuridica, dotata di un proprio interesse, quello sociale, che prescinde da quelli particolari dei suoi soci e trova tutela tipicamente nelle norme in materia di conflitto di interessi, come l'art. 2373 c.c.

Detta visione, tuttavia, è già stata sottoposta ad un convincente vaglio critico da illustre dottrina e da quegli ordinamenti che hanno chiarito come, al di là del nominalismo che faceva dire al filosofo medievale Roscellino che le essenze sono *flatus vocis*⁵⁶, dietro il concetto di persona giuridica altro non vi sia che persone fisiche, dotate di un proprio interesse⁵⁷.

Non solo. La storia ha mostrato come lo sviluppo degli organi corporativi della società per azioni abbia seguito di pari passo lo sviluppo della democrazia degli Stati. Così gli organi sociali si sono strutturati negli stessi termini di parlamento e governo, anche per la necessaria presenza del vincolo fiduciario tra essi necessariamente intercorrente, fino a far parlare la dottrina di vera e propria "democrazia azionaria": espressione, questa, con la quale si intende designare la società per azioni ottocentesca⁵⁸. Né si è mancato di riflettere sulla società per azioni in termini di classi sociali, esplicitando, in tal modo, gli interessi metagiuridici alla base dell'istituto stesso della società anonima⁵⁹.

Inoltre, se pure inizialmente si considerava l'assemblea dei soci come un tutt'uno compatto, portatore del medesimo interesse, a poco a poco si è iniziato a distinguere tra soci detentori di capitale di comando e portatori di capitale monetario⁶⁰, scoprendo, in seno a questi, un conflitto di interessi che si è venuto acuendo a mano a mano che la realtà capitalistica si è sviluppata, parallelamente a quell'altra frizione di interessi, iniziata con l'ottocentesca rivoluzione manageriale⁶¹ e conosciuta negli ordinamenti anglosassoni come

⁵⁶ Per chi fosse interessato illuminante è la lettura di E. GILSON, *La filosofia nel medioevo. Dalle origini patristiche alla fine del XIV secolo*, Milano, 2011, p. 272 ss.

⁵⁷ Mi permetto di rinviare al mio *La persona giuridica tra soggetti del diritto e filosofia analitica del linguaggio*, reperibile su www.altalex.com, ove ulteriori ragguagli di dottrina (F. Galgano) e riferimenti di diritto comparato.

⁵⁸ F. GALGANO, *Diritto commerciale*, II, cit., p. 149; ID., *Lex mercatoria*, Bologna, 2001, p. 146 ss.; ID., *Le istituzioni dell'economia di transizione*, Roma, 1978, p. 164 ss.

⁵⁹ F. GALGANO, *Le istituzioni dell'economia capitalistica*, Bologna, 1974, p. 43 ss.

⁶⁰ F. GALGANO, *Diritto commerciale*, II, cit., p. 147 s.

⁶¹ In argomento, classici e sempre attuali sono i lavori di A. A. BERLE JR - G. C. MEANS, *Società per azioni e proprietà privata*, Torino, 1966; di J. K. GALBRAITH, *Il nuovo stato industriale*, Torino, 1968; di P. A. BARAN - P. M. SWEEZY, *Il capitale monopolistico. Saggio sulla struttura economica e sociale americana*, Torino, 1968.

agency problem, che intercorre tra i soci di comando e gli amministratori, a causa della contendibilità del controllo⁶².

Ecco allora emergere, anche in questa sede, il tema dell'individuazione dell'interesse sociale, nonché la moderna teoria della *nexus of contract theory*⁶³, che porta la più avveduta dottrina⁶⁴ a impostare l'interesse sociale quale causa di esclusione dell'opzione in chiave esclusivamente economica. A compiere questa operazione, peraltro, si è indotti, per un verso, da quella concezione, che viene manifestamente esplicitata, per cui la società per azioni altro non sarebbe se non tecnica per reperire e organizzare il finanziamento di una attività avente carattere imprenditoriale; per altro verso, dall'osservazione a tenore della quale allorché il legislatore ha compiutamente disciplinato una complessa struttura finanziaria della società per azioni, ha preso atto della rilevanza che all'interno di essa hanno molteplici e distinti gruppi di interesse⁶⁵.

Così ragionando, emerge chiaramente la labilità delle eccezioni che si sono poste alla dottrina tradizionale, che ravvisa nell'interesse del socio la stessa ragion d'essere della tutela apprestata dall'art. 2441 c.c., in nome dell'interesse sociale.

D'altronde, sarebbe ben strano che una norma nata per tutelare le minoranze, come l'analisi storica dianzi svolta ha dimostrato, abbia finito per

⁶² Circa il fenomeno solitamente indicato dagli economisti come “contendibilità del controllo”, per tutti, M. ONADO, *Mercati e intermediari finanziari*, Bologna, 2000, p. 387, che definisce la contendibilità come “la situazione in cui i diritti di controllo sono frazionati a tal punto che è possibile acquistarli sul mercato e aggregarli in modo da sostituirsi al controllore *pro tempore*”. L'eccessiva frammentazione del capitale in tante minuscole partecipazioni porta con sé la naturale difficoltà per gli azionisti di “far sentire la voce del padrone”, atteso l'assenteismo che una parcellizzazione eccessiva del capitale comporta. Da questa situazione patologica consegue un paradosso: che a prendere le decisioni non sono i proprietari (gli azionisti), ma gli amministratori, che non sono proprietari, però possono nutrire un proprio interesse egoistico, specie quando essi siano titolari di *stock options*.

Al riguardo, Onado si pronuncia nei seguenti termini (*ivi*, p. 387 s.): “[p]er citare una famosa opera di Roe, a proprietari deboli corrispondono manager forti (anche troppo). Questi ultimi possono in vario modo sfruttare a proprio favore i problemi tipici del rapporto fra mandante e mandatario e creare meccanismi autoreferenziali che perpetuano il loro potere. In effetti, una delle possibili implicazioni dello schema di Berle e Means era la realizzazione di un mondo di democrazia azionaria in cui molti piccoli azionisti avrebbero potuto esercitare, attraverso adeguate forme di aggregazione (deleghe al voto, informazioni dirette, ecc.), il controllo finale. L'esperienza ha invece dimostrato che l'eccessiva frammentazione della proprietà finiva per rafforzare i manager”. Per questo un autore americano (la “patria” della polverizzazione dei soci e del loro assenteismo assembleare) scrisse un libro il cui titolo è divenuto quasi proverbiale: mi riferisco a M. ROE, *Strong Managers Weak Owners. The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, 1994, citato da M. ONADO, *ivi*, p. 387 s. e p. 398.

⁶³ In argomento, C. MARCETTI, *La nexus of contract theory*, Milano, 2000.

⁶⁴ Al riguardo, F. CHIAPETTA, *Finanziamento della società per azioni e interesse sociale*, in Riv. Soc., 2006, p. 668 ss., spec. p. 676, dove si compiono le osservazioni di cui al testo.

⁶⁵ F. CHIAPETTA, *Finanziamento*, cit., p. 683.

tutelare la società a scapito dei suoi iniziali beneficiari, come altri pretenderebbe⁶⁶.

Risolto il problema della *ratio* e affrontata la questione degli interessi sottostanti la realtà imprenditoriale cui il discorso pertinente la definizione di interesse sociale necessariamente conduce, possiamo ad affrontare partitamente i problemi sopra enumerati.

Iniziamo dunque con il profilo attinente i soggetti titolari del diritto di opzione, o, il che è lo stesso, con la tematica inerente la cedibilità, o meno del diritto di opzione.

Come detto, il legislatore non ha preso posizione sulla cedibilità o meno dell'opzione, la quale, per vero, è sempre stata ammessa dalla dottrina maggioritaria⁶⁷, che ha sempre fondato il proprio argomentare sulla assenza di divieti nel testo legislativo, oltre che su argomenti di tipo sistematico, recentemente oggetto di contestazione⁶⁸. La presente questione, peraltro, può dirsi oggi ampiamente superata, stante la avvenuta cartolarizzazione del diritto e la sua conseguente attitudine al traffico giuridico mediante il *warrant*, del quale si dirà in seguito.

Il tema *de quo* può essere impostato con due prospettive nettamente diverse, ma assolutamente identiche nelle loro conclusioni. Si può infatti ragionare a partire dalla titolarità del diritto⁶⁹, muovendo dall'osservazione dell'avvenuto ampliamento, con la legge Consob, dei suoi soggetti titolari; oppure, si può incentrare l'esame della problematica a partire dal diritto di opzione e dal suo contenuto, per chiedersi se questo sia cedibile o meno⁷⁰.

In primo luogo, non si è mancato di ricordare come la più attenta dottrina qualifichi l'opzione quale diritto di credito o, alternativamente, come un diritto potestativo vantato dal socio⁷¹.

Si è poi sostenuto che la disposizione dell'art. 2441, comma 3°, c.c., non introduce limitazioni all'eventuale cessione a titolo derivativo del diritto di

⁶⁶ Come pretendono C. A. BUSI e V. MELI nelle rispettive *opp. citt.*

⁶⁷ Recentemente in argomento A. MAGNANI, *Il contratto di cessione del diritto d'opzione su partecipazioni azionarie*, in *Riv. Not.*, 1997, I, p. 1081 ss., spec. p. 1084; D. FICO, *Le operazioni sul capitale sociale nella s.p.a. e nella s.r.l.*, Milano, 2011, p. 56.

⁶⁸ C. A. BUSI, *Prelazione sull'inoptato*, cit., p. 389.

⁶⁹ Come fa C. A. BUSI, *Prelazione sull'inoptato*, cit., p. 388 ss.

⁷⁰ Tale è la scelta compiuta da G. MUCCIARELLI, *La prelazione*, cit., p. 21 ss.; da G. C. M. RIVOLTA, *Profili*, cit., p. 522 ss., p. 529 s.

⁷¹ E. REDENTI, *Aumento del capitale*, cit., p. 5; G. C. M. RIVOLTA, *Profili*, cit., p. 522.

Nella giurisprudenza di merito successiva alla riforma del 2003, ha qualificato come diritto potestativo l'opzione prevista dall'art. 2441 c.c. Trib. Nola 14 febbraio 2005. Detta pronuncia ne ha inferito l'importante corollario a tenore del quale il diritto di opzione implica il riconoscimento di una prelazione legale a favore del socio nell'acquisto di quote della società attuato mediante il diritto di opzione.

opzione⁷², che, inoltre, nemmeno è dato rinvenire nei lavori preparatori⁷³. Il testo del comma 3° è stato poi letto in chiave diacronica, facendo leva sulla modifica intervenuta rispetto al Progetto De Gregorio, poiché si è messo in rilievo che si è passati dall'espressione, contenuta in quest'ultimo testo di potenziale riforma "i soci che esercitano", alla definitiva locuzione, peraltro tutt'oggi vigente, "coloro che esercitano". Una simile, più lata, formula legislativa è stata interpretata come un'ulteriore conferma della tesi della cedibilità, anche se, da parte della stessa dottrina, si è offerta un'ulteriore interpretazione che prende in considerazione l'esigenza di escludere i titolari di obbligazioni convertibili⁷⁴.

Infine, si è tratta ulteriore linfa dall'argomento sistematico fondato sulla *ratio* dell'art. 2441, comma 3°, c.c., ossia dalla tutela individuale del socio e, a seguito della legge 216, anche dell'obbligazionista convertendo. Si è così rilevato come il titolare del diritto che, trovandosi in stato di incapacità economica al momento della deliberazione di aumento del capitale, non sia in grado di esercitare l'opzione di cui è titolare, potrebbe trovare ristoro dall'ottenimento del corrispettivo derivante dalla cessione a titolo derivativo della posizione giuridica di cui è titolare⁷⁵.

Si è ritenuto che il problema della cedibilità del diritto sia in realtà frutto di un'inversione logica, che porta a qualificare come diritto del socio quel che in primo luogo è un dovere degli amministratori⁷⁶. Si è pertanto sostenuto che, in realtà, occorre partire dal dovere degli amministratori di offrire le azioni ai soci, per consentire a questi ultimi di mantenere immutata la propria quota di partecipazione al capitale della società; rispetto alla vicenda appena descritta, la cessione a titolo derivativo del diritto di opzione si pone quale alienazione del proprio diritto al mantenimento della consistenza proporzionale della propria quota di capitale. Si è quindi concluso, sulla scorta di queste considerazioni, che il trasferimento della propria opzione sulle azioni di nuova emissione non costituisce, differentemente da quanto prospetta la dottrina maggioritaria, una modalità di esercizio del proprio diritto di preferenza, a cagione del fatto che la stessa cessione del diritto e della conseguente legittimazione a sottoscrivere escluderebbe *de plano* la

⁷² G. MUCCIARELLI, *La prelazione*, cit., p. 21.

⁷³ G. C. M. RIVOLTA, *Profili*, cit., p. 522.

⁷⁴ G. C. M. RIVOLTA, *Profili*, cit., p. 523, testo e n. 8. Questo affievolimento è stato criticato da G. MUCCIARELLI, *La prelazione*, cit., p. 21, n. 9.

⁷⁵ G. MUCCIARELLI, *La prelazione*, cit., p. 22; nello stesso senso si esprime G. F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, II, a cura di M. CAMPOBASSO, Torino, 2006, p. 505.

⁷⁶ C. PIRIA, *Sulle limitazioni alla circolazione del diritto di opzione*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1989, II, p. 552 ss.

stessa realizzazione che il disposto dell'art. 2441, comma 3°, c.c. mira a disimpegnare⁷⁷.

Invero, questa opinione sembra destrutturare quelli che oramai sono diventati antichi e consolidati insegnamenti: è noto come spesso le posizioni giuridiche siano tra loro interrelate, così che ad una situazione giuridica di vantaggio posta in capo ad un soggetto corrisponde spesso una posizione di svantaggio in capo ad un altro.

In primo luogo, infatti, occorre segnalare che la categoria del diritto soggettivo, che pure viene abitualmente concepita come unitaria, cela in realtà, al suo interno, possibili sfumature e accezioni distinte, accuratamente analizzate dagli studiosi di teoria del diritto⁷⁸.

In secondo luogo, esistono posizioni giuridiche necessariamente diadiche, ossia implicanti *ex se* ulteriori stati soggettivi. È il caso della categoria in esame, ossia quella del diritto potestativo, che richiama l'ulteriore stato di soggezione di un altro soggetto giuridico, il quale deve subire gli effetti della unilaterale manifestazione di volontà del primo⁷⁹. Il fatto che poi la potestà nasca da un precedente dovere degli amministratori della società non vale certo a obliterare la natura potestativa del diritto vantato dai soci, come altri pretenderebbe. È vicenda nota al diritto la nascita di diritti da altrui obblighi: si pensi al caso del monopolista legale, il quale ha l'obbligo di contrattare con tutti (art. 2597 c.c.); da quest'obbligo del monopolista nascono i diritti soggettivi delle controparti, le quali, trovandosi in determinate situazioni, come l'aver acquistato un biglietto del tram, diventano titolari di diritti da far valere nei confronti della stessa impresa in regime di monopolio⁸⁰.

Non solo. Si è contestata la credibilità del diritto potestativo in generale⁸¹, così evocando un dibattito che risulta essere tutt'altro che sopito⁸² e, nel contempo, rovesciando quanto affermato dalla dottrina tradizionale e assolutamente maggioritaria sul punto, la quale, al contrario, induce dalla natura potestativa del diritto la sua attitudine alla circolazione giuridica. Inoltre, si è osservato come dall'intenzione del legislatore storico del 1974,

⁷⁷ Sono osservazioni di C. PIRIA, *Sulle limitazioni*, cit., p. 553.

⁷⁸ M. JORI - A. PINTORE, *Manuale di teoria generale del diritto*, Torino, 1995, p. 22 s., ove si ricordano gli studi di Hohfeld, il quale individua ben quattro distinte accezioni del sintagma "diritto soggettivo": 1. pretesa; 2. privilegio, libertà o permesso; 3. competenza o potere; 4. immunità.

⁷⁹ In argomento: S. PULEO, *I diritti potestativi (individuazione della fattispecie)*, Milano, 1959, ove ulteriori riferimenti; P. PERLINGIERI, *Dei modi di estinzione diversi dall'adempimento*, Bologna - Roma, 1975, p. 46 s. Nella manualistica, per tutti, P. TRIMARCHI, *Istituzioni di diritto privato*, Milano, 2002, p. 50 s.

⁸⁰ In argomento anche Corte Cost. 27 luglio 2000, n. 379.

⁸¹ C. A. BUSI, *Prelazione*, cit., p. 390.

⁸² Per convincersene, si legga quanto scrivono R. ALESSI - V. MANNINO, *La circolazione del credito*, I, Assago, 2008, p. 166 ss., ove un'analisi delle varie teorie in materia.

laddove ha introdotto la prelazione sull'inoptato, non trasparirebbe la volontà di rafforzare gli interessi degli acquirenti dei diritti di opzione altrui, bensì quella di mettere i soci nella condizione di dover scegliere tra due soluzioni reciprocamente escludentesi, ossia quella di esercitare il proprio diritto oppure di non esercitarlo, a beneficio degli altri componenti la compagine sociale. Inoltre, si è sostenuto che scopo del legislatore, tutt'al contrario di quanto affermato dalla dottrina maggioritaria, sia stato quello di favorire la coesione della compagine sociale, finalità, questa, con la quale l'ammissione di una libera cedibilità dell'opzione cozza frontalmente. E ciò, si conclude, a tacere del fatto che una parte degli autori dubita della cedibilità stessa del diritto di opzione⁸³.

Questa ricostruzione dottrinale, in verità, non è nuova, dal momento che una simile idea circolava già ai tempi della predisposizione del cd. Progetto Marchetti⁸⁴; né si mancava di criticarla già allora⁸⁵. Nel far ciò, si ricordava la natura di diritto potestativo attribuita all'opzione, ritenendola già di per sé sufficiente: in netta antitesi, pertanto, con quanto di recente sostenuto. Ma poi, si ritrova l'argomento speculare a quello sostenuto dalla teoria opposta, ossia l'asserzione a detta della quale nei lavori preparatori della legge 216 non si rinviene alcuna traccia della volontà legislativa di limitare le vicende circolatorie del diritto, dove, semmai, emerge nettamente la decisione sposata dal legislatore e consistente nel voler rafforzare la posizione patrimoniale dei partecipanti alla società⁸⁶.

Personalmente, ritengo che la duplice valenza del diritto, sia dal punto di vista corporativo che patrimoniale, la quale è, come già osservato, rinvenibile anche nella più accreditata manualistica né mai seriamente contestata, induca a preferire quest'ultima lettura e a mantenere come valida tutt'oggi la impostazione tradizionale, che predica in capo alla opzione l'attributo di libera cedibilità.

Un altro quesito attinente la spettanza del diritto di opzione risiede nella incertezza se attribuire una simile qualifica, o meno, all'acquirente a titolo derivativo della medesima. Al riguardo, si ritiene generalmente che la generica formulazione della disposizione, che ragiona non già di azionisti e di portatori di obbligazioni convertibili, bensì, più latamente, di "coloro che

⁸³ Sono tutte osservazioni di C. A. BUSI, *Prelazione*, cit., p. 389, il quale sostiene che la dottrina si sarebbe indotta alla contraria soluzione a causa della prassi consistente nell'emissione di cedole e di buoni di opzione.

⁸⁴ Come testimonia G. C. M. RIVOLTA, *Profili*, cit., p. 521, ove si espone proprio questa alternativa secca che verrebbe data al socio, come sostenuto da C. A. Busi.

⁸⁵ G. C. M. RIVOLTA, *Profili*, cit., p. 522 s.

⁸⁶ G. C. M. RIVOLTA, *ibidem*.

esercitano il diritto di opzione", comprenda nel dominio di applicazione della stessa anche chi abbia comperato il diritto dal legittimo titolare di questo⁸⁷.

Peraltro, in materia di titolarità del diritto di opzione, si è posto ai pratici del diritto un quesito attinente l'intestazione fiduciaria dei titoli azionari ad altro membro della compagine sociale. Infatti, una pronuncia di legittimità⁸⁸ ha ritenuto che detta intestazione comporti la nascita di un rapporto di mandato senza rappresentanza fra fiduciante e fiduciario concernente l'esercizio di tutti i diritti connessi alla partecipazione azionaria, compreso quello di esercitare l'opzione su azioni di nuova emissione e contestuale sottoscrizione degli aumenti di capitale deliberati dall'assemblea. Per tale ragione, qualora sorga una vertenza giudiziaria attinente l'esercizio dei detti diritti e i loro relativi limiti, l'eventuale sottoscrizione dell'aumento di capitale compiuta dal fiduciario è riferibile, a titolo di presunzione semplice, al fiduciante stesso, quale attività compiuta in nome proprio dal fiduciario ma per conto del primo, salva la possibilità di fornire la prova dell'esistenza di eventuali patti tra le parti, la cui sussistenza deve essere provata dal fiduciario.

Quesiti in materia di titolarità della posizione giuridica solleva anche la prelazione.

Il primo di essi risiede nella spettanza, o meno, della sua acquisizione in capo a chi eserciti l'opzione solo parzialmente, ossia in capo al socio o al titolare di obbligazioni convertibili che rinuncia a sottoscrivere parte delle nuove azioni che gli sarebbero spettate *pro quota*⁸⁹.

A prima vista, potrebbe pensarsi che sarebbe incongruo esercitare parzialmente l'opzione per poi fruire successivamente della prelazione sull'inoptato, anche perché, così opinando, si finirebbe inevitabilmente per influire sui criteri di riparto delle azioni rimaste, per chi, quanto meno, prediligesse il criterio, invero ripudiato dalla dottrina quasi unanime, della proporzionalità parametrata sulla quantità dei titoli chiesti in prelazione, del quale si darà conto successivamente. Si è detto che la scissura che si realizzerebbe nel caso della alienazione della maggior parte dei propri diritti di opzione e nella successiva richiesta di prelazione su tutte le azioni inoptate aprirebbe la porta a possibili manovre di scalata della società, a pericolose vendite simulate dei diritti di opzione, finanche a possibili capovolgimenti di maggioranza. E tutto questo, per giunta, in frontale contrasto con le finalità perseguite dal legislatore della riforma del 1974, consistenti nel rafforzare la

⁸⁷ C. A. BUSI, *Prelazione*, cit., p. 391.

⁸⁸ Cass. 23 giugno 1998, n. 6246.

⁸⁹ G. MUCCIARELLI, *La prelazione*, cit., p. 23 ss.; G. C. M. RIVOLTA, *Profili*, cit., p. 526; L. SORDELLI, *Opzioni*, cit., p. 409 s.; G. SANTINI, *I "buchi"*, cit., p. 436 ss.

solidità patrimoniale della partecipazione azionaria dei soci. Ulteriore corollario si è voluto trarre in merito ai criteri di ripartizione delle azioni inoptate, ma di questo si dirà oltre⁹⁰. Si è poi osservato come una soluzione che negasse la possibilità di esercizio della prelazione a chi avesse solo parzialmente fruito della propria opzione comprometterebbe la conseguente opportunità di cessione parziale di quest'ultimo diritto, dalla quale scaturisce l'opportunità per l'acquirente delle opzioni vendute di esercitare, a sua volta, la prelazione sulle azioni inoptate. Attraverso questo meccanismo, infatti, si viene a realizzare una moltiplicazione dello stesso diritto mediante suddivisione del suo contenuto in capo a più soggetti⁹¹.

Nondimeno, a proposito del medesimo problema, si è ritenuto⁹² che questo non intersechi la questione circa i criteri di ripartizione dell'inoptato, a cagione del fatto che quest'ultimo postula per risolta una questione pregiudiziale che, viceversa, si pone in sede di esercizio parziale della opzione, ossia quello attinente la titolarità del diritto di prelazione.

Poiché la sottoscrizione di un numero di azioni inferiore a quello costituente oggetto di offerta da parte della società costituisce pur sempre esercizio del proprio diritto di opzione, anche se in misura minore rispetto a quella piena, deve riconoscersi la titolarità della prelazione anche a chi decida di fruire della propria opzione di sottoscrizione di nuove azioni soltanto in modo parziale. Per questo sostenere il contrario significa negare inopinatamente a priori il potenziale interesse del sottoscrittore parziale all'esercizio della prelazione, in nome di un non esplicitato principio a mente del quale l'interesse all'accrescimento della propria partecipazione individuale alla società potrebbe dirsi a buon diritto meritevole di tutela soltanto nel caso in cui il diritto di opzione sia stato esercitato integralmente. Di quest'ultimo principio, tuttavia, non è dato rinvenire traccia alcuna né nel testo della legge né dai lavori preparatori, né, tantomeno, dal Progetto De Gregorio, antesignano della legge Consob assieme al Progetto Marchetti.

Non solo. In tal modo, seguendo la teoria che nega la titolarità dell'opzione, si attribuirebbe al diritto di prelazione una funzione incentivante dell'integrale esercizio dell'opzione: questa pretesa finalità, però, risulta ultronea rispetto all'ordito normativo statuente questo diritto, potendo comportare, anzi, un potenziale conflitto con l'opzione stessa⁹³.

Naturalmente, ove si ritenesse che l'interesse tutelato dall'art. 2441 c.c. non sia quello del singolo socio al mantenimento (con l'opzione) e

⁹⁰ Sono osservazioni di L. SORDELLI, *Opzione*, cit., p. 410.

⁹¹ G. C. M. RIVOLTA, *Profili*, cit., p. 526.

⁹² G. MUCCIARELLI, *La prelazione*, cit., p. 23.

⁹³ G. MUCCIARELLI, *La prelazione*, cit., p. 23-30.

all'accrescimento (attraverso la prelazione) della propria partecipazione, bensì l'interesse della società a raggiungere l'integrale sottoscrizione del capitale in aumento, quanto meno in tutte quelle ipotesi, che costituiscono la regola, di inscindibilità di quest'ultimo, la prospettiva verrebbe rovesciata, finendo, come si è d'altronde fatto, per ritenere ammissibile l'integrale sottoscrizione dell'inoptato da parte del socio che ha solo parzialmente esercitato la propria opzione, poiché in tal caso, verrebbe tutelato l'interesse sociale al buon esito dell'aumento di capitale⁹⁴.

Secondo problema di titolarità giuridica sollevata dal diritto di prelazione risiede nella determinazione della sua spettanza, o meno, in capo a chi abbia acquistato il diritto di opzione in forza di trasferimento a titolo derivativo. Si è, anche in questo caso, richiamato il disposto del cd. Progetto De Gregorio e, quale ulteriore argomento, si è addotta la grave lesione che verrebbe arrecata al socio o al portatore di obbligazioni convertibili che, non potendo sottoscrivere l'aumento di capitale, verrebbe a ritrarre un ulteriore danno patrimoniale dalla assai minore appetibilità della cessione derivativa del proprio diritto, che sarebbe sguarnito della prelazione. Sulla base di queste considerazioni, pertanto, si è fornita al citato quesito risposta affermativa⁹⁵.

Simmetricamente, all'attenzione della dottrina si è posta la controversia inerente la cessione del diritto di prelazione distinta dall'opzione: ci si è domandati, in altre parole, se sia concepibile una titolarità della prelazione separata da quella relativa all'opzione.

Al riguardo, si è fornita una soluzione positiva da parte di coloro che hanno fatto leva sulla ricostruzione dell'istituto in chiave di posizione patrimoniale di natura obbligatoria vantata nei confronti della società, al pari della opzione e, come questa, liberamente trasferibile⁹⁶. Si è osservato come l'eventuale non avvenuta determinazione della consistenza patrimoniale della prelazione al momento del suo trasferimento non costituisce ostacolo alla tesi del trasferimento; infatti, anche nel caso estremo in cui la assenza di azioni inoptate renda fruibile tale posizione giuridica, si verterebbe pur sempre nella medesima situazione in cui verserebbe l'acquirente di opzione a titolo derivativo nel caso di revoca dell'aumento di capitale. Quanto poi al momento di concreto esercizio del diritto, si è detto che questo non potrebbe essere anteriore al momento di disposizione dell'opzione, dal momento che il disposto legislativo dell'art. 2441 c.c. pone, quale condizione per la

⁹⁴ C. A. BUSI, *Prelazione*, cit., p. 391.

⁹⁵ G. MUCCIARELLI, *La prelazione*, cit., p. 21 s.; G. C. M. RIVOLTA, *Profili*, cit., p. 526; R. WEIGMANN, *La prelazione*, cit., p. 617.

⁹⁶ G. C. M. RIVOLTA, *Profili*, cit., p. 529 s.

disposizione del diritto di prelazione la richiesta contestuale all'esercizio dell'opzione⁹⁷.

Proprio quest'ultima notazione costituisce la ragione principale della opposta ricostruzione, che nega la trasferibilità della prelazione come distinta dall'opzione: solo al titolare dell'opzione spetta la prelazione; quando si ragiona in termini di cessione di prelazione, ad altro non si vorrebbe alludere, pure malcelatamente, se non alla vendita di titoli azionari non ancora emessi. In altre parole, si verserebbe in materia di vendita di cose future, che potrebbe anche qualificarsi come vendita di speranza (*emptio spei*), qualora i titoli azionari non venissero successivamente emessi dalla società⁹⁸.

Ultimo quesito che è stato posto in materia di titolarità del diritto di prelazione risiede nella sua spettanza, o meno, in base a una previsione statutaria. Al riguardo, si è ritenuto che l'eventuale previsione contenuta nel contratto sociale porrebbe seri problemi con riferimento al principio di parità di trattamento dei soci e all'interesse, insito nell'opzione, al mantenimento della propria partecipazione al capitale. La prelazione pattizia che si creerebbe in tal modo recherebbe con sé il notevole inconveniente pratico di obbligare il socio ad un esborso ulteriore rispetto a quanto sarebbe avvenuto in sua assenza, e ad un esborso, oltretutto, di importo non quantificabile a priori: ciò sul presupposto della natura variabile della prelazione volontaria in caso di alienazione del diritto di opzione⁹⁹.

Dubbi sono stati sollevati anche circa la qualificazione giuridica dei diritti previsti dall'art. 2441 c.c.; ciò, sia in riferimento all'opzione, sia alla prelazione.

Con riguardo all'opzione regolata dall'art. 2441 c.c., si è ritenuto che questa consista nel diritto dell'azionista a vedersi offrire e nel correlativo diritto di sottoscrivere le nuove azioni in sottoscrizione. Per tale ragione, da taluno si è istituito un paragone con quanto disposto nel diritto comune dall'art. 1331 c.c., ritenendo il socio destinatario di una proposta irrevocabile. Altri scrittori, più convincentemente, hanno osservato come il diritto del socio sia fissato dalla legge e non nasca dalla delibera di aumento del capitale, motivo per cui l'analogia che si pretenderebbe di istituire con l'art. 1331 c.c. è infondata¹⁰⁰. Quest'ultima notazione ha tuttavia aperto la porta a coloro che hanno voluto ravvisare nel diritto di opzione una prelazione, dal momento che la legge destina la sottoscrizione delle nuove azioni dapprima

⁹⁷ Sono tutte osservazioni compiute da G. C. M. RIVOLTA, *ibidem*.

⁹⁸ C. A. BUSI, *Prelazione*, cit., p. 400.

⁹⁹ C. A. BUSI, *Prelazione*, cit., p. 390 s.

¹⁰⁰ Tutti i termini del presente dibattito sono tratti da L. SORDELLI, *Opzione*, cit., p. 403 ss.

ai soci e, in caso di non integrale sottoscrizione da parte loro, ai terzi¹⁰¹. Altri studiosi¹⁰², riprendendo la qualificazione tradizionale in chiave di diritto potestativo, evidenziano come il diritto di opzione in discorso può essere meglio inquadrato entro la categoria dogmatica appena invocata, ossia come una situazione in cui viene conferito all'azionista o all'obbligazionista convertendo il diritto di perfezionare con la società il negozio giuridico di sottoscrizione delle azioni di nuova emissione. Da altri, sulla scorta di queste premesse, si è detto che non si tratterebbe di un diritto di opzione, bensì di una clausola legale derogabile in certe evenienze, ossia nei casi di esclusione del diritto di opzione¹⁰³.

Veniamo adesso a trattare di un tema particolarmente importante nella discussione del tema *de quo*, ossia la qualificazione giuridica del diritto di prelazione previsto dal disposto dell'art. 2441, comma 3°, c.c. Quest'ultimo problema qualificatorio riveste maggiore importanza rispetto al precedente, poiché, al riguardo, la dottrina ha mostrato non poche oscillazioni. Nondimeno, le due questioni sono intimamente connesse, dal momento che la precedente risulta essere, rispetto a quella che si va trattando adesso, pregiudiziale.

Se pure il disposto normativo del citato articolo qualifica la posizione giuridica accordata come prelazione, non sono mancati autori che hanno ritenuto opportuno, sulla base di una serie di considerazioni eterogenee, procedere a una riqualificazione del diritto in chiave di opzione: si è detto, in altre parole, che quello che viene legislativamente definito come prelazione non sarebbe altro che una opzione di secondo grado¹⁰⁴. Il fatto che si ragioni di una seconda opzione postula, evidentemente, la presenza di una precedente opzione; questo rilievo spiega il motivo per cui la definizione della natura della posizione giuridica di cui al comma 1° assume rilievo logicamente pregiudiziale rispetto alla qualificazione del diritto di prelazione di cui al comma 3°¹⁰⁵.

Non solo. La questione non assume rilievo esclusivamente definitorio, poiché, tutt'al contrario, da essa discendono importanti corollari pratici, specialmente in ordine alla discrezionalità degli amministratori e alla fissazione del prezzo dei titoli azionari non optati. Sostanzialmente i risvolti

¹⁰¹ Tra questi ultimi merita di essere segnalato il più volte citato M. ROTONDI, *È compatibile*, cit., p. 81 ss.

¹⁰² E. REDENTI, *Aumento*, cit., p. 5.

¹⁰³ C. A. BUSI, *Prelazione*, cit., p. 392.

¹⁰⁴ D. LUCARINI, *Art. 2441*, cit., p. 260 ss.; M. LEOCATA, *Del diritto di prelazione sulle azioni nuove inoptate in sede di aumento del capitale*, in *Vita Not.*, 1998, p. 1276 ss., spec. p. 1277, ove ulteriori riferimenti bibliografici.

¹⁰⁵ C. A. BUSI, *Prelazione*, cit., p. 392.

pratici del *punctum dolens* possono essere individuato nei seguenti termini: se si tratta di seconda opzione nei confronti dei soci, gli amministratori devono offrire le azioni rimaste inoptate alle stesse condizioni della prima offerta in opzione; se, al contrario, trattasi di prelazione, le condizioni dell'offerta possono divergere anche sensibilmente da quelle della opzione e le azioni possono essere offerte in prelazione ai soci ad un prezzo più alto, senza che venga leso alcun diritto dei membri della compagine sociale. Inoltre, se si tratta di nuova opzione, il socio può esercitare la prelazione soltanto sui titoli che gli spetterebbero in virtù di una seconda offerta proporzionale alla sua quota, mentre nel caso della prelazione il socio può decidere di acquistare una quantità di titoli azionari anche eccedenti a quanti gliene spetterebbero *pro quota* e, al limite, può decidere di comperare tutto l'inoptato¹⁰⁶.

Acquista rilevanza, a questo proposito, la distinzione che tra le due figure intercorre nel diritto comune, in quanto potenzialmente idonea a lumeggiare le difficoltà che si frappongono alla soluzione del quesito che si sta esaminando.

Tradizionalmente¹⁰⁷, si insegna che l'opzione è un patto bilaterale che produce gli stessi effetti della proposta ferma o irrevocabile, dalla quale si distingue a causa della unilateralità di quest'ultima. Inoltre, la eventuale mancata fissazione di un termine per l'accettazione non comporta l'invalidità del patto di opzione, bensì la sua eventuale fissazione giudiziale, ai sensi dell'art. 1331, comma 2°, c.c. Inoltre il patto deve contenere l'intero regolamento contrattuale, così che il destinatario della offerta in opzione possa provocare la conclusione del contratto mediante la sua mera accettazione della proposta che gli viene rivolta.

Quanto alla prelazione, invece, si insegna che mentre nell'opzione la volontà delle parti mira alla conclusione del contratto alle condizioni enunciate nel patto di opzione, nella prelazione la volontà è diretta ad accordare la mera preferenza alla controparte per il caso in cui deciderà di stipulare il negozio, senza che questa sia già pervenuta all'intendimento di concludere il negozio, come nel caso dell'opzione, e senza, come in

¹⁰⁶ R. WEIGMANN, *La prelazione*, cit., p. 612; G. B. PORTALE, *Opzione*, cit., p. 214.

¹⁰⁷ G. GORLA, *Note sulla distinzione tra opzione e proposta irrevocabile*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1962, I, p. 213 ss.; recentemente, C. M. BIANCA, *Diritto civile*, III, Milano, 1998, p. 267 ss.; V. ROPPO, *Il contratto*, Milano, 2001, p. 160 ss.; A. NATUCCI, *Vicende preclusive, preparatorie, condizionanti*, in V. ROPPO (cur.), *Trattato del contratto*, I, a cura di C. GRANELLI, Milano, 2006, p. 367 ss.; V. RICCIUTO, *La formazione progressiva del contratto*, in E. GABRIELLI (cur.), *I contratti in generale*, Torino, 2006, p. 208 ss.; F. GALGANO, *Il contratto*, Padova, 2007, p. 138 ss.; ID., *Trattato di diritto civile*, II, Padova, 2009, p. 202 ss.

quest'ultimo caso, che sia possibile ravvisare una situazione giuridica di soggezione del proponente¹⁰⁸.

Degno di rilievo è inoltre l'aspetto inerente il contenuto della prelazione: trattasi di un atto preparatorio alla stipulazione del contratto finale che si distingue per il fatto di non recare con sé la fissazione di alcune clausole del regolamento contrattuale, che verranno a far parte del futuro contratto mediante la prestazione di apposito consenso o l'irrevocabilità della proposta, ma di giungere alla individuazione e alla selezione del futuro contraente, qualora mai dovesse pervenirsi alla stipulazione del contratto finale¹⁰⁹. Per tale ragione si è scritto che dalla prelazione non nasce un obbligo di contrarre, bensì l'impegno a non stipulare contratti con soggetti altri dal prelazionario, con i quali si potranno concludere i negozi giuridici solo dopo il *first refusal* di quest'ultimo soggetto¹¹⁰.

Secondo taluno¹¹¹, la soluzione del problema prospettato non può essere trovata a partire dalle definizioni degli istituti appena ricordati, ma dalla *ratio* stessa dell'art. 2441, comma 3°, c.c. Ciò in quanto, come pure si osserva da parte degli studiosi del diritto civile¹¹², le prelazioni previste dalla legge hanno finalità tra loro eterogenee e, in quanto tali, contenuti sensibilmente diversi. La stessa notazione vale a maggior ragione per il cd. diritto di seconda opzione, ignoto alla legislazione italiana e oggetto delle previsioni più disparate da parte degli statuti delle società¹¹³.

L'intento legislativo alla base della citata disposizione risiede non tanto nella volontà di preferire i soci ai non soci in sede di offerta delle azioni rimaste inoplate, quanto, preferibilmente, nell'intento di rafforzare la consistenza patrimoniale della partecipazione sociale dei soci e, nel contempo, nell'intendimento di limitare *quam maxime* la discrezionalità degli amministratori¹¹⁴.

In secondo luogo, l'eventuale qualificazione come seconda opzione trova l'ostacolo nel pensiero di quanti ritengono che, così opinando, si aprirebbe la

¹⁰⁸ In questi termini, M. MONTE, *La prelazione convenzionale*, in *Riv. Crit. Dir. Priv.*, 1987, p. 772; P. DUVIA, *La denuntiatio nella prelazione volontaria*, Milano, 2005, p. 102 s.; C. M. BIANCA, *Diritto civile*, III, cit., p. 272; V. ROPPO, *Il contratto*, cit., p. 165.

¹⁰⁹ G. TAMBURRINO, *I vincoli unilaterali nella formazione progressiva del contratto*, Milano, 1991, p. 114.

¹¹⁰ G. BONILINI, *La prelazione volontaria*, Milano, 1984, p. 41, il quale conclude per la soluzione che ravvisa nella prelazione la natura di un *pactum de non contrahendo*.

¹¹¹ G. C. M. RIVOLTA, *Profili*, cit., p. 523 s.

¹¹² R. SACCO - G. DE NOVA, *Il contratto*, II, Torino, 2004, p. 344.

¹¹³ G. C. M. RIVOLTA, *Profili*, cit., p. 524.

¹¹⁴ G. C. M. RIVOLTA, *ibidem*.

via, quanto meno potenzialmente, a una pluralità di offerte in opzione, con il serio rischio per la società di non riuscire a collocare le azioni residue¹¹⁵.

Nella soluzione del problema *de quo*, si è anche sottolineata la contestualità intercorrente tra l'esercizio dell'opzione e della prelazione, che da un lato valorizza il vincolo, a carico della società, di procedere all'offerta delle azioni di nuova emissione in capo a certi soggetti; dall'altro, evidenzia la differente intensità dei vincoli creati rispettivamente da queste due posizioni giuridiche. Se infatti l'opzione conferisce al socio un diritto potestativo esclusivo, ancorché trasferibile, la prelazione lo dota di un mero diritto ad essere preferito a terzi. Il tutto, però, nel quadro di un'operazione complessivamente unitaria, che non può essere arbitrariamente sezionata dall'interprete che voglia attribuire finalità diverse ai due stati soggettivi di cui si discute. Questi ultimi, al contrario, costituiscono due facoltà riconosciute ai soci distinte ma tra loro connesse entro uno scopo unitario, che si correla con l'unicità della offerta avanzata dalla società ai membri della propria compagine. Per queste ragioni, si deve concludere che seppure l'opzione sia finalizzata al mantenimento della gravità quantitativa della propria partecipazione azionaria e la prelazione all'accrescimento della consistenza della medesima¹¹⁶, nondimeno entrambe concorrono al comune intendimento di tutelare l'interesse patrimoniale dei soci e, nel contempo, di limitare la discrezionalità degli amministratori¹¹⁷.

Altri autori, pur convenendo sulle finalità della legge dianzi osservate, ritengono che la legge non persegua direttamente l'intento di limitare la discrezionalità dell'organo amministrativo, ma indirettamente, mediante la eventuale iniziativa di coloro che esercitano il diritto di opzione, laddove costoro sono padroni, mediante l'esercizio delle loro spettanze, di limitare l'ambito in cui gli amministratori potranno esercitare le loro prerogative sull'inoptato. A quest'ultimo scopo, peraltro, concorre l'onere della richiesta contestuale che l'organo gestorio deve rivolgere ai soci in sede di offerta in opzione delle azioni da sottoscrivere¹¹⁸.

Un altro argomento evocato in difesa della natura della posizione giuridica quale prelazione, seppur in un'ottica imperniata sulla prevalenza dell'interesse sociale rispetto a quelli individuali dei soci, è fondato sulla disciplina prevista per le società quotate, laddove, in particolare, si prevede la facoltà della società di fissare un prezzo delle azioni offerte sul mercato maggiore rispetto a quello con cui venivano proposte in sede di opzione. Si è

¹¹⁵ T. ASCARELLI, *Due questioni sul diritto di opzione*, in *Banca, Borsa, Tit. Cr.*, 1950, I, p. 81.

¹¹⁶ In questi termini anche Cass. 28 marzo 1996, n. 2850, cit., p. 1400.

¹¹⁷ L. SORDELLI, *Opzione*, cit., p. 406 s.

¹¹⁸ G. MUCCIARELLI, *La prelazione*, cit., p. 45 ss., spec. p. 46, 50, 52.

pertanto indotta dalla presente osservazione l'illazione a tenore della quale, per un verso, l'interesse tutelato dalla disposizione in esame è quello che l'ente persegue nella ricerca del miglior offerente; per altro verso, nella impossibilità di configurare la posizione giuridica in esame quale diritto di opzione, giacché, così opinando, non sarebbe possibile per gli amministratori fissare un prezzo di emissione distinto e superiore di quello a suo tempo alla base dell'offerta in opzione¹¹⁹.

Infine, a sostenere la tesi della natura di prelazione concorre un ulteriore notazione, che si ritrae dal testo dell'art. 2477 c.c., così come vigente anteriormente alla riforma del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6. Detta norma disponeva un diritto di preferenza dei consoci in caso di vendita della partecipazione del socio moroso; a seguito della riforma, invece, l'attuale art. 2466 c.c. non riporta più la proposizione che riconosceva il diritto di preferenza agli altri soci, limitandosi a statuire che la vendita venga effettuata in proporzione della loro partecipazione. Fondandosi sul disposto del vecchio art. 2477 c.c. si sosteneva che la preferenza che la legge accordava ai soci era svolta in loro favore a parità di condizioni con i terzi, ragion per cui la tutela accordata dal pregresso art. 2477 c.c. era meno intensa di quella che si poteva ritrarre dalla norma statuente il diritto di opzione¹²⁰.

Quanto poi al problema, parimenti tassonomico, se nel caso di specie si verta in materia di prelazione reale oppure obbligatoria, la giurisprudenza di merito¹²¹ che ha avuto modo di interrogarsi sul punto ha sostenuto trattarsi di una tutela meramente obbligatoria, con la conseguenza dell'inesperibilità di un'azione di condanna alla restituzione delle azioni sottoscritte in violazione del diritto in esame. Da queste premesse, si è tratto l'ulteriore corollario in forza del quale deve ritenersi infondata l'eventuale controversia inerente la proprietà o il possesso che costituisce il presupposto del sequestro giudiziario.

Appurata la natura della situazione soggettiva di cui al comma 3°, ci si è posti i seguenti problemi: l'escludibilità e la rinuncia preventiva al diritto di prelazione; la fissazione del prezzo di offerta; la ripartizione dell'importo fra i richiedenti¹²²; l'eventuale esistenza di una pluralità di categorie di azioni¹²³.

¹¹⁹ F. GRANDE STEVENS, *Il nuovo art. 2441: diritto di prelazione nell'acquisto delle azioni (o delle obbligazioni convertibili) non optate di società non quotate in borsa*, in *Riv. Soc.*, 1976, p. 1188 s.; Cass. 28 marzo 1996, n. 2850, cit., p. 1400; C. A. BUSI, *Prelazione*, cit., p. 393.

¹²⁰ G. MUCCIARELLI, *La prelazione*, cit., p. 42 s.; C. A. BUSI, *Prelazione*, cit., p. 393; R. WEIGMANN, *La prelazione*, cit., p. 610; R. AMBROSINI, *Il commento*, cit., p. 1403 s.

¹²¹ Trib. Trieste 03 settembre 2002, in *Soc.*, 2003, p. 608.

¹²² F. GRANDE STEVENS, *Il nuovo*, cit., p. 1188 s.; V. CERAMI, *Collocamento*, cit., p. 78.

¹²³ G. B. PORTALE, *Opzione*, cit., p. 215 s.

I primi due quesiti pongono delicate questioni circa l'esercizio del diritto appena visto. In particolare, l'escludibilità della posizione giuridica per via statutaria comporta la perdita della prelazione per i soci esclusi e una conseguente alterazione degli equilibri della compagine sociale, che, sia essa ritenuta immanente¹²⁴ o meno¹²⁵ a una clausola statutaria di prelazione, cozza frontalmente con quanto previsto dall'art. 2441 c.c. Questa disposizione osta ad una simile pattuizione statutaria laddove lascia intendere la natura assolutamente discrezionale della scelta, di competenza del socio, di sottoscrivere o meno l'aumento di capitale¹²⁶ e, inoltre, allorché esige che il diritto di opzione, di cui la prelazione costituisce appendice o a cui è, quanto meno, collegata, venga escluso di volta in volta mediante una delibera assembleare opportunamente motivata¹²⁷. In contrario si è osservato che il divieto di esclusione se non in determinati casi è stato statuito solo per l'opzione; ragion per cui la prelazione è liberamente escludibile, sia in sede statutaria sia di aumento del capitale¹²⁸. Personalmente, ritengo insuperabile l'argomento che fa leva sulla necessità dell'adozione di una delibera di esclusione motivata dell'opzione ogni volta che si voglia procedere in tal senso: ciò che osta ad una esclusione prevista in via definitiva per via statutaria della prelazione, se non altro per *eadem ratio*.

Circa il tema della rinunciabilità preventiva della prelazione, si è detto che non si può rinunciare al diritto di essere preferito a terzi a parità di condizioni se non si conoscono queste ultime; per tale ragione, si è ritenuto che il socio possa validamente compiere una rinuncia preventiva solamente nel caso in cui, o per conoscenze di fatto delle modalità in cui si estrinsecherà l'operazione di aumento del capitale, oppure per via dell'elevato grado di dettaglio dell'avviso di convocazione dell'assemblea avente quale ordine del giorno l'aumento, sia stato reso adeguatamente edotto dei termini economici dell'operazione¹²⁹.

Quanto al prezzo di offerta, evocando l'argomento che dalla normativa di offerta dell'inputato di società quotata induce il criterio del miglior offerente, si è ritenuto che i titoli rimasti non optati debbano essere offerti alle migliori condizioni possibili, ossia anche ad un prezzo superiore a quello dei titoli offerti in opzione.

¹²⁴ R. ALESSI, *Alcune riflessioni intorno alla clausola di prelazione*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1987, I, p. 51 ss., spec. p. 59.

¹²⁵ A. PAVONE LA ROSA, *Brevi osservazioni in tema di limiti statuari alla circolazione delle azioni*, in *Riv. Soc.*, 1997, p. 633 ss., spec. p. 640 s.

¹²⁶ A. PAVONE LA ROSA, *Brevi osservazioni*, cit., *ibidem*.

¹²⁷ C. A. BUSI, *Prelazione*, cit., p. 397.

¹²⁸ M. LEOCATA, *Del diritto*, cit., p. 1289.

¹²⁹ C. A. BUSI, *Prelazione*, cit., p. 397, ove riferimenti giurisprudenziali.

In particolare, la dottrina si è divisa tra chi ritiene sia possibile fissare un prezzo di emissione anche notevolmente inferiore al valore patrimoniale delle nuove azioni, per garantire la riuscita dell'operazione¹³⁰, e chi giudica sia possibile fissare un prezzo al massimo economicamente conseguibile, stante il fatto che la disposizione è ispirata a una tutela della partecipazione individuale del socio e che essa fissi solamente il prezzo minimo di emissione, ma non quello massimo¹³¹.

Al riguardo, si conviene nel divieto di alienazione dei titoli azionari per un prezzo inferiore a quello di emissione, a pena di privare di ogni ragion d'essere lo stesso diritto di opzione dei partecipanti alla compagine sociale¹³², a poco valendo l'obiezione fondata sulla assenza di indici normativi tesi a delimitare la discrezionalità degli amministratori¹³³.

Gioca infatti un ruolo preponderante la distinzione tra azionista e sottoscrittore¹³⁴. Il diritto di opzione mira infatti a mantenere inalterata la propria quota partecipativa nel capitale sociale, ma, in quanto tale, esso è estraneo alle condizioni di sottoscrizione che la società riserva ai nuovi soci o, al limite, ai suoi vecchi soci. La società, infatti, aveva ed ha tuttora il divieto, legislativamente imposto, di procedere all'emissione di azioni sotto la pari, a pena della lesione dell'integrità patrimoniale della società, che svenderebbe le proprie azioni a prezzo vile. Ma ciò costituisce solamente un limite in negativo; la legge non vieta di emettere le azioni sopra la pari. Inoltre, l'eventuale alienazione per un prezzo inferiore a quello di emissione svuoterebbe della propria ragion d'essere lo stesso diritto di opzione degli azionisti¹³⁵.

Ci si può domandare se sia legittimo che il prezzo dell'offerta in prelazione sia pari a quello dell'offerta in opzione. Si è risposto in favore della legittimità di una simile evenienza, a ciò indotti dalla possibilità che il prezzo dell'opzione contenesse già un sopraprezzo¹³⁶.

Qualora le azioni venissero offerte al loro valore nominale, si è sostenuto che il socio si approprierebbe di quella partecipazione alle riserve per la quale avrebbe dovuto pagare il sopraprezzo¹³⁷, per il quale viceversa non ha compiuto esborsi¹³⁸.

¹³⁰ G. C. M. RIVOLTA, *Profili*, cit., p. 538.

¹³¹ G. B. PORTALE, *Opzione*, cit., p. 219 e p. 222.

¹³² V. CERAMI, *Collocamento*, cit., p. 78.

¹³³ I termini del dibattito si ritrovano in R. ROSAPEPE, *L'esclusione*, cit., p. 159 s., n. 35.

¹³⁴ T. ASCARELLI, *Diritto d'opzione*, cit., p. 52.

¹³⁵ V. CERAMI, *ibidem*; G. B. PORTALE, *Opzione*, cit., p. 214.

¹³⁶ G. C. M. RIVOLTA, *Prelazione*, cit., p. 395.

¹³⁷ T. ASCARELLI, *Diritto d'opzione*, cit., p. 52.

¹³⁸ C. A. BUSI, *Prelazione*, cit., p. 395.

La circostanza che le condizioni economiche per l'esercizio della prelazione siano diverse e più onerose rispetto a quelle della opzione, d'altronde, trovano conferma, sul piano sistematico, nelle ricostruzioni operate dai civilisti in merito a questi due istituti. In quella sede, in particolare, si sostiene che la prelazione non comporti ancora la piena definizione di tutte le clausole del futuro contratto definitivo¹³⁹, a differenza di quanto accade nel caso della opzione, in cui la mera accettazione di controparte comporta *de plano* la conclusione del contratto finale. Per tale ragione, ben può essere che una parte della regolamentazione negoziale della prelazione sia fissata successivamente, in previsione della conclusione del contratto definitivo, rispetto al quale la prelazione si pone quale negozio preparatorio.

Occorre inoltre soffermarsi sulla vincolatività, o meno, per gli amministratori del criterio per la fissazione del prezzo fondato sulla situazione patrimoniale della società e, prima ancora, sulla questione inerente la natura della prelazione stessa, se a prezzo fisso o variabile¹⁴⁰. Si è richiamata quella opinione che ricorda come l'azionista che paga il sopraprezzo sta compiendo un esborso monetario motivato dal fatto che, in tal modo, viene ad appartenergli una partecipazione alle riserve che prima non gli spettava e, sulla scorta della medesima, si è concluso che il sopraprezzo deve essere di importo tale da evitare l'annacquamento del capitale preesistente, ma senza spingersi oltre, a pena di ravvisare un abuso di maggioranza, che verrebbe a ledere quei soci che non hanno le possibilità economiche o l'intenzione di pagare un prezzo superiore al valore patrimoniale delle azioni¹⁴¹.

Si è ritenuto che la soluzione del problema del prezzo di emissione delle azioni non possa prescindere dai due criteri fissati dall'art. 2441 c.c. in materia di esclusione o limitazione del diritto di opzione, ossia il parametro della situazione patrimoniale netta e l'andamento delle quotazioni in borsa, con la precisazione che quest'ultimo non esclude il primo, bensì lo integra¹⁴². Dall'esame di questi criteri si è inferito¹⁴³ come estraneo alla protezione accordata dall'art. 2441 c.c. l'interesse sociale, differentemente da quella ricostruzione che ha letto tutte le questioni finora sollevate nella opposta ottica dell'interesse sociale¹⁴⁴. Si è asserito, al proposito, che se si fosse

¹³⁹ G. TAMBURRINO, *I vincoli*, cit., p. 114.

¹⁴⁰ C. A. BUSI, *Prelazione*, cit., p. 395 s.

¹⁴¹ C. A. BUSI, *Prelazione*, cit., *ibidem*.

¹⁴² R. ROSAPEPE, *L'esclusione*, cit., p. 161.

¹⁴³ R. ROSAPEPE, *L'esclusione*, cit., p. 162.

¹⁴⁴ Mi riferisco a C. A. BUSI, *Prelazione*, cit.

voluto offrire tutela anche a quest'ultimo si sarebbe introdotto quanto meno un correttivo al criterio del patrimonio netto, mentre la totale applicazione di quest'ultimo, senza la benché minima ombra di un correttivo, è segno lampante della selezione di interessi compiuta dal *conditor juris* in sede di redazione dell'art. 2441 c.c.¹⁴⁵. Chi scrive ritiene opportuno aderire a quest'ultima ricostruzione, specialmente a motivo della origine storica del diritto d'opzione.

Circa la definizione della prelazione come a prezzo fisso o variabile, si è detto che qualora contestualmente alla sottoscrizione dei titoli in opzione e alla successiva domanda di prelazione si presenti un'offerta di terzi, la società dovrà cederli ai richiedenti alle condizioni previste in base all'offerta dei terzi, prima di offrire i titoli a questi ultimi¹⁴⁶. Nondimeno, si è replicato che in tal modo si finirebbe per riammettere la discrezionalità degli amministratori in contrasto con la volontà del legislatore, intenzionato a limitarla a protezione dei soci e dei portatori di obbligazioni convertibili¹⁴⁷.

Inoltre, una simile impostazione reca con sé notevoli difficoltà pratiche in ordine alla determinazione del prezzo dei titoli, perché richiede la previa raccolta delle varie offerte e la scelta di quella più favorevole tra le medesime, con un aggravio procedimentale in termini di costi e di tempo giudicato eccessivo¹⁴⁸. In conclusione, sembra preferibile la costruzione che ravvisa nella posizione giuridica di cui all'art. 2441, comma 3°, c.c., una prelazione a prezzo fisso¹⁴⁹.

Ulteriore discussione è stata avviata in merito alla eventuale esistenza di una pluralità di categorie di azioni e alla possibile alterazione del rapporto intercorrente tra le stesse. In altre parole, occorre stabilire se il diritto di prelazione sia limitato alla sola categoria di titoli offerti in opzione, oppure concerne tutti le azioni rimaste inopstate, a prescindere dalla loro eventuale appartenenza a categorie eterogenee¹⁵⁰.

Si è ritenuto che il *favor legis* apprestato all'interesse dell'impresa abbia indotto al sacrificio di quello dei portatori di azioni speciali, con conseguente non necessità di una approvazione dell'assemblea speciale circa il mantenimento, o meno, della proporzionalità con le altre categorie di azioni¹⁵¹. Peraltro, sposando la lettura più lata si persegue lo scopo, voluto

¹⁴⁵ R. ROSAPEPE, *ibidem*.

¹⁴⁶ G. B. PORTALE, *Opzione*, cit., p. 214.

¹⁴⁷ C. A. BUSI, *Prelazione*, cit., p. 394, ove ragguagli di dottrina; R. AMBROSINI, *Il commento*, cit., p. 1402.

¹⁴⁸ G. C. M. RIVOLTA, *Prelazione*, cit., p. 529.

¹⁴⁹ C. A. BUSI, *Prelazione*, *ibidem*.

¹⁵⁰ G. MUCCIARELLI, *La prelazione*, cit., p. 56.

¹⁵¹ G. B. PORTALE, *Opzione*, cit., p. 215 s.; nella manualistica P. G. JAEGER - F. DENOZZA - A. TOFFOLETTO, *Appunti*, cit., p. 499.

dal legislatore storico, consistente nel limitare la discrezionalità dell'organo gestorio, perché l'ampiezza dei loro poteri è inversamente proporzionale alla latitudine di esercizio della prelazione¹⁵². Al riguardo, si è ritenuto di applicazione generale quell'imperativo, statuito con riferimento alle azioni di risparmio (l'attuale art. 145, comma 8°, t.u.f.), che pone il diritto di ciascuna categoria di azionisti di ricevere prioritariamente azioni della medesima categoria e, solo in loro mancanza, titoli di categorie diverse¹⁵³.

Quanto poi alle concrete modalità temporali di esercizio del diritto di prelazione, la giurisprudenza successiva alla riforma del 2003 ha ritenuto che in caso di aumento di capitale, anche inscindibile, di società per azioni, la richiesta di prelazione sull'importo possa essere effettuata anche non contestualmente all'esercizio del diritto di opzione, poiché le norme sul procedimento da seguire per l'aumento hanno natura meramente dispositiva da parte dell'assemblea, la quale può fissare un ulteriore termine, atto allo scopo dell'esercizio della prelazione¹⁵⁴.

3. Il negozio di sottoscrizione delle azioni di nuova emissione. I diritti frazionari. Il sindacato di collocamento. Il sopraprezzo: i criteri per la sua determinazione; la sua mancata predeterminazione assembleare; la delegabilità o meno della sua determinazione agli amministratori.

Nemmeno a questo punto della trattazione si possono dire esaurite le perplessità sollevate dalla riforma del 1974.

Infatti, altre questioni sollevate dall'art. 2441 c.c. devono essere rinvenute: nelle caratteristiche negozio di sottoscrizione delle nuove azioni; nel problema dei diritti frazionari; nella (precedente) lacuna codicistica inerente il sindacato di collocamento; nella vincolatività o meno solo per il prezzo minimo dei criteri di determinazione del sopraprezzo; nella mancata predeterminazione, da parte dell'assemblea, dell'ammontare del sopraprezzo nella delibera di aumento del capitale sociale; nella delegabilità, o meno, all'organo gestorio del potere di determinare il sopraprezzo.

Per quanto concerne il negozio di sottoscrizione, occorre prendere le mosse dal rapporto che intercorre tra quest'ultimo e la prelazione e

¹⁵² G. MUCCIARELLI, *La prelazione*, cit., *ibidem*.

¹⁵³ G. C. M. RIVOLTA, *Profili*, cit., p. 545 ss.; nella manualistica G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, II, cit., p. 505, n. 38.

¹⁵⁴ Trib. Torino 23 marzo 2004, in *Giur. It.*, 2004, p. 2120; App. Torino, 01 giugno 2006.

domandarsi che valore abbia il contenuto dell'offerta ai fini della determinazione del momento perfezionativo¹⁵⁵.

Si è ritenuto, a questo proposito, che dal momento che le modalità e lo stesso regolamento di esercizio del diritto di prelazione sono stabiliti dalla società, alla quale restano integralmente demandati, occorre fare riferimento, ai fini della soluzione del quesito, al contenuto della dichiarazione proveniente da questa.

La legge, infatti, non impone all'optante di quantificare il numero di titoli sul quale intende esercitare il diritto di opzione, per quanto una simile precisazione possa essere imposta dalla delibera di aumento del capitale, ancorché non a pena della invalidità delle richieste provenienti dai soci. La richiesta di esercizio della prelazione, in altre parole, ha un contenuto fluido, nel senso che la determinazione del suo oggetto può fluttuare da un minimo a un massimo grado di dettaglio, così tacendo sulla quantità di titoli sulla quale la si vorrebbe esercitare, oppure precisando il massimale entro il quale l'optante intende esercitare il proprio diritto (fino a tot titoli azionari), oppure ancora dichiarando la volontà di acquistare tutti i titoli rimasti inoptati.

Conseguentemente, il momento perfezionativo varia in ragione del contenuto della richiesta; così, a fronte di una prelazione che non precisi altro che la mera volontà di esercizio del diritto, la società offre ai soci i titoli non optati e la sottoscrizione si perfeziona nel momento in cui vengono manifestate le dichiarazioni di volontà dei soci tendenti alla conclusione dell'accordo. Nel caso in cui invece il socio si dichiara disposto a sottoscrivere azioni inoptate fino a un ammontare massimo predeterminato oppure tutto l'inoptato, si ritiene che il socio abbia già manifestato una compiuta volontà contrattuale: pertanto, la sottoscrizione si conclude nel momento in cui gli vengono assegnati i titoli¹⁵⁶.

Quanto poi alla rilevanza giocata dal contenuto della delibera assembleare di aumento del capitale, qualora questa fissi le condizioni dell'operazione, allora può dirsi che la richiesta di prelazione effettuata dal socio ha valore di proposta contrattuale, mentre il successivo riparto dell'inoptato effettuato dalla società ne manifesta l'accettazione¹⁵⁷.

Peraltro, si è eccepito¹⁵⁸ che queste ricostruzioni non terrebbero conto del fatto che l'art. 2441 c.c. attribuisce alla richiesta di prelazione il valore di preferenza: la legge, in altre parole, assegna alla dichiarazione in esame il

¹⁵⁵ In argomento, G. MUCCIARELLI, *La prelazione*, cit., p. 57; R. WEIGMANN, *Prelazione*, cit., p. 613 ss.; G. C. M. RIVOLTA, *Profili*, cit., p. 525; C. A. BUSI, *Prelazione*, cit., p. 398 s.

¹⁵⁶ Sono tutte osservazioni di G. C. M. RIVOLTA, *Profili*, cit., p. 523 s.

¹⁵⁷ R. WEIGMANN, *Prelazione*, cit., p. 615.

¹⁵⁸ G. MUCCIARELLI, *La prelazione*, cit., p. 59 ss.

mero valore di manifestazione di volontà, da parte del socio, di essere preferito ai terzi in sede di acquisto dei titoli azionari che siano rimasti in mano alla società, ragion per cui oggetto di una simile dichiarazione non dovrebbe essere rinvenuto nelle azioni inoptate, bensì nel diritto di prelazione stesso avente ad oggetto queste ultime. Le precedenti ricostruzioni sarebbero pertanto infondate, in quanto basate su un pregiudizio, tanto ricorrente quanto erroneo, consistente nel ritenere che la mera sussistenza della preferenza accordata comporterebbe la prestazione di un'offerta ai titolari della preferenza. Detta offerta in prelazione, proveniente dalla società, invece, per essere configurabile necessiterebbe previamente della comunicazione del numero e della categoria di azioni rimaste inoptate. Così facendo, si vuole porre l'accento sul fatto che chi ha concesso ad un altro soggetto la prelazione su un proprio bene, prima di alienare il bene a un terzo deve offrirlo al prelazionario alle medesime condizioni cui il terzo sarebbe disposto ad acquistarlo¹⁵⁹, a pena di mutilare la fattispecie di un suo elemento essenziale quale quello appena cennato, ossia la *denuntiatio*.

A queste critiche, tuttavia, si è replicato che esse ridimensionano eccessivamente la valenza della dichiarazione del socio di esercitare la prelazione, la quale verrebbe in tal modo ridotta a mero onere, il cui mancato assolvimento comporterebbe la consunzione della facoltà di esercizio del proprio diritto di preferenza. Né, per altro verso, costituisce ostacolo la non ancora avvenuta determinazione, da parte della società, delle azioni, sia come quantità che come categoria, sulle quali si potrà esercitare il diritto di prelazione, a motivo del fatto che l'individuazione dipende dall'esercizio o meno della prelazione da parte degli altri soci. Nemmeno, infine, la mancata predeterminazione del prezzo di acquisto dell'inoptato impedisce una simile teorica, sol che si consideri di essere in presenza di una prelazione a prezzo fisso e non variabile, essendo stato il prezzo predeterminato dall'assemblea in sede di delibera di aumento del capitale sociale¹⁶⁰.

Un ulteriore problema che si può presentare nelle operazioni di aumento del capitale, risiede nella eventuale presenza di resti, ossia di diritti frazionari. Si è osservato come anche in materia influisca la disputa circa l'esistenza di una seconda opzione piuttosto che di una prelazione quanto alla posizione giuridica prevista dal comma 3° dell'art. 2441 c.c. Infatti, nel primo caso i diritti frazionari scomparirebbero, mentre nel caso della prelazione questa si estenderebbe non solo ai titoli inoptati, bensì anche ai resti rimasti.

¹⁵⁹ In luogo di molti, F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, II,1, Padova, 2004, p. 224.

¹⁶⁰ C. A. BUSI, *Prelazione*, cit., p. 398.

Per risolvere il problema, si è pensato di ricorrere alla disposizione normativa che regola la comproprietà delle azioni, ossia l'art. 2347 c.c., anche se, d'altro canto, non si è mancato di avvertire della complicazione derivante dalla possibile accettazione della prelazione da parte di un contitolare (o di alcuni di essi) e della possibile non accettazione della medesima da parte dell'altro (o degli altri contitolari). Al riguardo, si è detto che i soci contitolari che non esercitano l'opzione escono di scena *pro quota* in favore di coloro che decidano di fruire di detto diritto. Né le cose dovrebbero necessariamente arrestarsi in quel momento, giacché ben potrebbero residuare ulteriori azioni inoptate, che farebbero scattare nuovamente l'operatività della prelazione¹⁶¹.

A questa ingegnosa costruzione, tuttavia, si è obiettato¹⁶² lo sfavore legislativo per la comproprietà di azioni e si è ritenuto trattarsi del medesimo problema in cui si versa in caso di assegnazione dei seggi di un organo elettivo tra liste politiche concorrenti. Per tale ragione, si sono richiamati i possibili criteri di ripartizione dei seggi, noti agli studiosi di diritto pubblico¹⁶³, ossia: il sistema dei più alti resti, di Hagenbach-Bischoff, d'Hondt. Inoltre, la medesima dottrina¹⁶⁴ ritiene che la proporzionalità sia il canone che meglio corrisponde alla generale esigenza di eguaglianza societaria e di *par condicio* tra i soci e che detta finalità debba essere perseguita mediante una decisione dell'organo sociale competente, non sindacabile nel merito e concretantesi in una scelta necessariamente ispirata al principio di buona fede, in un'ottica di corretta esecuzione della volontà sociale manifestata in sede di deliberazione dell'aumento di capitale.

Di certo, almeno a chi scrive, sembra preferibile la prima soluzione, se non altro perché maggiormente rispondente ad un'esigenza sistematica di coerenza, laddove, altrimenti, verrebbe arbitrariamente ridotto il campo di applicazione dell'art. 2347 c.c.

Ulteriore questione sollevata¹⁶⁵ riguarda(va) la mancata previsione, da parte del disposto normativo dell'art. 2441 c.c., del sindacato di collocamento e del meccanismo dell'opzione indiretta. Deve osservarsi come, tuttavia, lo scenario normativo sia mutato, da un lato, per effetto, da ultimo, della

¹⁶¹ G. SANTINI, *I "buchi"*, cit., p. 437 s.; G. C. M. RIVOLTA, *Profili*, cit., p. 526, ove si precisa che una simile conclusione è imposta dal principio di indivisibilità delle azioni, che si comunica alle obbligazioni convertibili, poiché è stato predeterminato il rispettivo rapporto di cambio in azioni.

¹⁶² R. WEIGMANN, *La prelazione*, cit., p. 618 ss.

¹⁶³ In argomento, in luogo di molti, M. CUCCHINI, *I sistemi elettorali*, in L. MEZZETTI (cur.), *Manuale breve di diritto costituzionale*, Milano, 2009, p. 177 ss.; F. CUOCOLO, *Principi di diritto costituzionale*, Milano, 1999, p. 505 ss.

¹⁶⁴ R. WEIGMANN, *La prelazione*, cit., p. 618 s.

¹⁶⁵ G. B. PORTALE, *Opzione e sopraprezzo*, cit., p. 216 s.; G. C. M. RIVOLTA, *Profili*, cit., p. 534 s.

riforma del 2003, la quale ha inserito la previsione (attuale comma 7° dell'art. 2441 c.c.) che impone di non considerare come limitazione o esclusione del diritto di opzione la fattispecie di sottoscrizione dei nuovi titoli azionari ad opera di banche o enti finanziari, che poi le collocano sul mercato secondario¹⁶⁶; dall'altro lato, a causa della introduzione nel nostro ordinamento del testo unico della finanza, il quale oramai prevede (art. 1, comma 5°, lett. c) il collocamento di strumenti finanziari come un servizio o attività di investimento, che può essere effettuato con o senza sottoscrizione, con garanzie o meno nei confronti dell'emittente, oppure con acquisto a fermo. Inoltre, detta operazione avviene solitamente attraverso banche, le quali danno vita a un consorzio o sindacato di collocamento, presieduto da una capofila o *lead manager*, affiancata da una banca, cd. *advisor*, che segue l'operazione di emissione fin dal suo nascere, ossia a partire dalla fase di progettazione dell'emissione. Il collocamento viene effettuata con previa sottoscrizione delle banche sul mercato primario, le quali si rendono sottoscrittori (*underwriter*) delle azioni e poi le piazzano sul mercato secondario, ossia presso i risparmiatori. Per l'evenienza poi residuino azioni inoptate, è possibile prevedere l'impegno, per gli intermediari finanziari, banche o società finanziarie, consistente nel garantire la sottoscrizione, da parte dei medesimi, di tutti i titoli inoptati presso il mercato secondario dei risparmiatori al termine dell'operazione di collocamento; si parla, in tal caso, di consorzio di garanzia.

Inoltre, il nuovo art. 2441, comma 7°, c.c., prevede, per la sottoscrizione dei titoli azionari da parte di investitori professionali sul mercato primario, che questi ultimi non possono esercitare il diritto di voto nel periodo di detenzione delle azioni e in ogni caso fino a che non sia esercitato il diritto di opzione. Resta ancora dibattuto quale sia la sorte dei diritti altri da quello di voto e se, in particolare, questi siano esercitabili o meno dagli investitori professionali, nonché, per altro verso, quali tipi di pretese possano essere vantate nei confronti di questi soggetti da parte dei soci che acquistano le azioni sul mercato secondario¹⁶⁷.

Sempre a proposito di società quotate si sono sollevate ulteriori questioni, inerenti l'eventuale quotazione della società in più mercati borsistici: ci si è domandati se l'offerta delle azioni non optate per almeno cinque sedute entro il mese successivo alla scadenza del termine previsto per l'esercizio del diritto di opzione debba essere svolto in ognuna di essi o se gli amministratori possano scegliere la piazza su cui offrire l'inoptato. Si è ritenuto, al riguardo, che la scelta del mercato azionario ove svolgere l'offerta

¹⁶⁶ M. GUERRINI, in G. GRIPPO (cur.), *Commentario delle società*, II, Torino, 2009, p. 860, *sub art.* 2441.

¹⁶⁷ Sono osservazioni di G. FERRI, *Manuale*, cit., p. 501.

spetta all'organo gestorio, ai cui componenti spetta pure ogni decisione circa l'eventuale rimanenza di titoli offerti sul mercato e non collocati nel mercato secondario¹⁶⁸. Va anche ricordato l'art. 89 Regolamento Consob 14 maggio 1999, n. 11971, a mente del quale la pubblicazione dell'operazione deve essere effettuata su almeno un quotidiano a diffusione nazionale in tempo utile rispetto all'inizio dell'offerta¹⁶⁹.

Quanto infine al prezzo delle azioni inoplate di società quotata, si è sottolineato come sia l'unico caso in cui non si abbia a che fare con una offerta a prezzo fisso, bensì variabile, differentemente con quanto avviene per le società per azioni chiuse¹⁷⁰. In passato, si sottolineava come la legge nulla disponesse quanto al prezzo di prima quotazione; per tale ragione, si proseguiva, ci si doveva necessariamente rimettere alla discrezionalità degli amministratori¹⁷¹. Attualmente, si pone in evidenza il fatto che la disciplina delle azioni inoplate per le società quotate differisce dal diritto comune, perché i diritti di opzione non possono essere attribuiti immediatamente ai soci che hanno sottoscritto le azioni, ma vanno offerti in borsa per almeno cinque sedute consecutive nel mese successivo alla scadenza del termine fissato nella delibera di aumento del capitale¹⁷².

Ancora per le società quotate¹⁷³ si deve sottolineare come il t.u.f. apporti delle deroghe alla disciplina dell'art. 2441 c.c., laddove dispone la dimidiazione del termine per l'esercizio del diritto di opzione da parte degli azionisti e dei portatori di obbligazioni convertibili. Costoro, pertanto, hanno a disposizione nelle società quotate un termine di quindici giorni per esercitare il loro diritto.

Occupiamoci adesso del problema inerente la vincolatività dei criteri per la determinazione del sopraprezzo. Più in generale si deve osservare come possa costituire fonte di problemi il grado di dettaglio dell'atto di delega, ai fini della stessa delegabilità agli amministratori delle operazioni non previste e del grado di discrezionalità concesso a questi ultimi. La legge, infatti, prevede l'obbligatorietà del sopraprezzo in caso di sussistenza dell'interesse sociale o in presenza di conferimenti in natura. In questi casi, l'art. 2441,

¹⁶⁸ G. C. M. RIVOLTA, *Profili*, cit., p. 532.

¹⁶⁹ D. FICO, *Le operazioni*, cit., p. 54.

¹⁷⁰ G. A. M. TRIMARCHI, *L'aumento del capitale sociale*, Milano, 2007, p. 309; E. CIVERRA, *Le operazioni straordinarie: aspetti civilistici, contabili e procedurali*, Assago, 2008, p. 64.

¹⁷¹ G. C. M. RIVOLTA, *Profili*, cit., p. 531 s.; G. SANTINI, *I "buchi"*, cit., p. 438.

¹⁷² F. PLATANIA, in G. LO CASCIO - G. MUSCOLO - F. PLATANIA - B. QUATRARO - C. SAGGIO - M. VIETTI, *Società per azioni. Obbligazioni, bilancio, recesso, operazioni sul capitale (artt- 2410 - 2447 c.c.)*, in LO CASCIO (cur.), *La riforma del diritto societario*, VI, Milano, 2003, p. 489, sub art. 2441.

¹⁷³ In generale, per le peculiarità dei diritti patrimoniali dell'azionista di società quotata, R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2004, p. 283 s.

comma 6°, c.c. fissa due criteri per la quantificazione del prezzo di emissione delle azioni, ossia il valore del patrimonio netto e, per le azioni quotate sui mercati regolamentati, l'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre.

A fronte di questi due parametri, ci si è domandati se la legge abbia voluto procedere solo la fissazione di un minimo, con il rischio di aprire quindi la via, potenzialmente, ad abusi in danno del socio dissenziente e, più in generale, della minoranza, la quale, in tal modo, si troverebbe in balia delle scelte dell'organo gestorio; oppure abbia inteso, così facendo, dettare un principio generale teso a delimitare la discrezionalità goduta dall'assemblea in materia di determinazione dell'ammontare del sopraprezzo¹⁷⁴.

I due citati criteri hanno così portato a domandarsi se per caso essi non siano idonei a delimitare, oltre che l'importo minimo, anche quello massimo del sopraprezzo. Nondimeno, da un esame dei lavori preparatori della legge 216 e tenuto conto del Progetto De Gregorio, si è escluso che il legislatore abbia inteso offrire una protezione così avanzata¹⁷⁵, né tanto meno abbia pensato a quel rischio, pure autorevolmente sottolineato, che la fissazione di un massimale avrebbe potuto comportare una frode in danno dei terzi sottoscrittori¹⁷⁶.

Richiamando notazioni effettuate in precedenza a proposito della disputa circa il prezzo di emissione dei titoli azionari, si ricorda in questa sede come si sia ritenuto, sulla scorta di queste considerazioni, che la società potrebbe elevare l'ammontare del sopraprezzo fino all'importo massimo conseguibile¹⁷⁷, anche se, da parte di altri, non si è mancato di osservare come questa tesi non trovi conforto nel testo di legge e sia fondata esclusivamente sull'intenzione di evitare che un sopraprezzo troppo elevato si trasformi in uno strumento di frode¹⁷⁸. Per contro, come si è già visto, si è prospettata la liceità di un'eventuale fissazione del prezzo di emissione anche al di sotto del valore patrimoniale delle nuove azioni, qualora finalizzata a garantire la riuscita della operazione di aumento di capitale¹⁷⁹.

La giurisprudenza di merito¹⁸⁰, chiamata a misurarsi in argomento anteriormente alla riforma del 2003, ha avuto modo di prendere posizione a favore della legittimità della delega assembleare all'organo gestorio che fissi il prezzo minimo, lasciando agli amministratori la libertà di aggiornarlo

¹⁷⁴ P. G. JAEGER - F. DENOZZA - A. TOFFOLETTO, *Appunti*, cit., p. 501.

¹⁷⁵ G. B. PORTALE, *Opzione*, cit., p. 231 s.

¹⁷⁶ B. VISENTINI, *Compatibilità*, cit., p. 58, n. 27.

¹⁷⁷ G. B. PORTALE, *Opzione*, cit., *ibidem*.

¹⁷⁸ G. C. M. RIVOLTA, *Profili*, cit., p. 538.

¹⁷⁹ G. C. M. RIVOLTA, *Profili*, cit., *ibidem*.

¹⁸⁰ Trib. Vicenza 23 marzo 1999.

secondo un preciso indice di riferimento relativo all'andamento di borsa precedente l'esecuzione della delega. La medesima pronuncia di merito, del pari, si è pronunciata in favore di quella delega che consenta correzioni in eccesso o in difetto entro percentuali determinate, correlate a indici crescenti, o decrescenti, o ad altri criteri simili, in relazione ai mutamenti dei corsi di borsa o dei valori patrimoniali che vengano a eccedere soglie predeterminate.

Sempre in materia di discrezionalità degli amministratori, ci si è interrogati in passato¹⁸¹ circa la possibilità di conferire a costoro il potere di determinare l'entità del sopraprezzo e di procedere all'aumento di capitale per *tranches*.

Quanto al primo quesito, occorre domandarsi se lo statuto della società abbia riservato la delega agli amministratori di procedere all'aumento di capitale, fermi i limiti e le condizioni previste dalla legge.

L'art. 2441, comma 6°, c.c., impone la determinazione del prezzo di emissione da parte della delibera assembleare¹⁸²; detto potere è riservato all'assemblea, che, nel compiere detta operazione, deve servirsi dei criteri stabiliti dalla legge, ossia il valore che emerge dal patrimonio netto, tenuto conto, per le società quotate, dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre. Questo principio, indice della volontà legislativa di riservare ai soci le variazioni del capitale sociale, porta a ritenere che la determinazione non possa essere svolta in un momento successivo, e che il termine semestrale previsto per le quotate decorra proprio dalla delibera di aumento del capitale¹⁸³.

In contrario si è osservato che l'eventuale silenzio serbato dalla delibera di aumento del capitale comporta il dovere degli amministratori di procedere secondo buona fede e con il grado di diligenza qualificata previsto dall'art. 2392 c.c., ossia in modo da evitare un'ingiusta locupletazione da parte della società in danno dei terzi. Né una simile omissione della delibera può essere interpretata come un segno della volontà di rinunciare ad avvalersi del sopraprezzo¹⁸⁴.

Come detto, l'art. 2443 c.c., riformato dalla novella legislativa del 2003 quanto all'esclusione del diritto di opzione e alla maggioranza qualificata necessaria per procedere alla delega, prevede la possibilità che lo statuto attribuisca agli amministratori la facoltà di aumentare il capitale sociale fino a un ammontare determinato e per il periodo massimo di cinque anni, con la possibilità, per l'organo amministrativo, di adottare anche le deliberazioni

¹⁸¹ G. B. PORTALE, *Opzione*, cit., p. 223 s.

¹⁸² G. B. PORTALE, *Opzione*, cit., *ibidem*.

¹⁸³ C. A. BUSI, *Prelazione*, cit., p. 396 s.

¹⁸⁴ R. AMBROSINI, *Il commento*, cit., p. 1405.

inerenti l'esclusione del diritto di opzione a fronte di conferimenti in natura o perché l'interesse della società lo esige. In questa evenienza, procede l'art. 2443 c.c., si applica anche il comma 6° dell'art. 2441 c.c., in quanto compatibile, e lo statuto determina i criteri cui gli amministratori devono attenersi.

L'aumento di capitale delegato può realizzarsi mediante emissione di azioni ordinarie o privilegiate, per quanto in quest'ultimo caso si ritenga necessaria un'espressa previsione contenuta nella delega¹⁸⁵; la delibera di emissione, inoltre, facoltizza gli amministratori a determinare il prezzo di emissione delle azioni, con conseguente possibilità, da parte degli stessi, di fissare il sopraprezzo, anche qualora sul punto la delibera assembleare di autorizzazione presenti una lacuna¹⁸⁶. Quanto meno, è in questi termini che ragiona la giurisprudenza, laddove ritiene che il potere di deliberare l'aumento comprenda implicitamente quello di fissare anche il prezzo di emissione¹⁸⁷.

Tuttavia, formalmente l'art. 2443 c.c. non chiarisce questo aspetto, dal momento che, a questo riguardo, sussiste una lacuna legislativa. Per un'esplicita finalità di tutela dei soci dal rischio di essere chiamati ad un esborso economico insostenibile da parte degli amministratori, si ritiene che la delibera di delega debba contenere, oltre all'ammontare massimo dell'aumento di capitale, anche l'importo massimo del sopraprezzo che può essere richiesto ai soci, oppure determini i criteri astratti di sua quantificazione, cui devono attenersi gli amministratori in sede di aumento delegato¹⁸⁸.

Di sicuro, quest'ultima notazione, anche se introduce una limitazione che non si rinviene nel testo di legge, costituisce un utile espediente pratico per arginare il rischio di possibili abusi dell'organo gestorio, che potrebbe utilizzare lo strumento dell'aumento del capitale per diminuire il peso in società dei soci sgraditi (si parla, solitamente, di aumento di capitale con finalità diluitiva¹⁸⁹).

Quanto poi alla prassi, della cui legittimità non si dubitava già all'indomani della approvazione della L. 216/1974¹⁹⁰, dell'aumento di capitale per

¹⁸⁵ In questi termini già G. D. MOSCO, *Le deleghe assembleari nella società per azioni*, Milano, 2000, p. 140; successivamente, M. GUERRINI, in G. GRIPPO (cur.), *Commentario*, cit., p. 864; nella manualistica, G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, II, cit., p. 501, n. 25.

¹⁸⁶ M. GUERRINI, in G. GRIPPO (cur.), *Commentario*, cit., p. 864, *sub art.* 2443.

¹⁸⁷ Come Trib. Trieste 08 aprile 1997, in *Soc.*, 1997, p. 1166.

¹⁸⁸ F. PLATANIA, in G. LO CASCIO *et al.*, *Società per azioni*, VI, cit., p. 515 s.

¹⁸⁹ In argomento, M. PERRINO, *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, Milano, 1997.

¹⁹⁰ G. C. M. RIVOLTA, *Profili*, cit., p. 544.

*tranches*¹⁹¹, questo, definito come la complessa programmazione di scadenze temporali concernenti una modifica formale del capitale sociale destinata a svolgersi in più fasi successive¹⁹², è regolato dal disposto dell'art. 2443 c.c. e ammesso anche dalla prassi notarile¹⁹³, per quanto non si sia mancato di notare la potenziale pericolosità dell'operazione e la conseguente necessità di determinare con precisione la disciplina di esercizio del diritto di opzione¹⁹⁴, né di evidenziare il contrasto che una simile prassi pone con il disposto dell'art. 2441 c.c., laddove si demanda, di fatto, il potere di decidere della congruità del prezzo di emissione all'organo amministrativo¹⁹⁵.

Inoltre, trattandosi pur sempre di un'operazione unitaria, le singole *tranches* vanno offerte ai soci e ai portatori di obbligazioni convertibili che risultino essere tali al momento della delibera, a prescindere che si tratti di aumento scindibile o inscindibile. Ancora, dal momento che la legge dispone la non eseguibilità di un aumento finché non si sia proceduto alla liberazione delle azioni precedentemente emesse, da parte di taluni si ritiene che prima di procedere all'aumento per una *tranche* quelle precedenti devono essere state integralmente coperte¹⁹⁶.

4. L'azzeramento del capitale e la sua ricostituzione. I criteri di ripartizione dei titoli inoptati. L'accordo tra socio e società per la sottoscrizione di un futuro aumento di capitale. I warrant.

Restano ancora due problemi da esaminare, inerenti, rispettivamente, l'azzeramento del capitale e l'esercizio della prelazione in sede di sua ricostituzione; nonché, i criteri di ripartizione dei titoli inoptati. In ultimo, si accennerà all'eventuale accordo tra socio e società per la sottoscrizione di un futuro aumento di capitale e alla tematica dei buoni di opzione o *warrant*.

Il primo quesito coinvolge una questione distinta e molto dibattuta, ossia l'applicabilità o meno dell'art. 2447 c.c. all'ipotesi di azzeramento del

¹⁹¹ F. CIAMPI, *Aumento del capitale sociale per "tranches", delega agli amministratori e disciplina del diritto di opzione*, in *Dir. Fall.*, 1972, I, p. 59 ss.

¹⁹² E. GINEVRA, *Sottoscrizione e aumento del capitale sociale nelle s.p.a.*, Milano, 2001, p. 193.

¹⁹³ Si veda la massima n. 36 del Consiglio notarile di Milano, disponibile in Banca dati del Notariato, notiziario del 20 maggio 2007, su www.notariato.it, ricordata da G. A. M. TRIMARCHI, *L'aumento*, cit., p. 221, n. 24; inoltre, la massima n. 96 del Consiglio notarile di Milano, reperibile al seguente indirizzo: <http://www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/96.aspx>.

¹⁹⁴ G. A. M. TRIMARCHI, *L'aumento*, cit., p. 221.

¹⁹⁵ G. B. PORTALE, *Opzione*, cit., p. 224.

¹⁹⁶ A. COTTO - M. MEOLI - F. TOSCO, *Società*, Assago, 2010, p. 1270.

capitale. In dottrina, infatti, si è ritenuto da parte di qualche autore che, in un simile caso, non si potrebbe applicare detta disposizione e sarebbe integrata una causa di scioglimento della società, per impossibilità di perseguire in concreto l'oggetto sociale, oppure per impossibilità di funzionamento dell'ente¹⁹⁷. Ciò in quanto, come si sostiene, l'azionista di minoranza si vedrebbe messo di fronte a un'alternativa secca, consistente nella sottoscrizione dell'aumento o nella sua esclusione dalla compagine sociale. Coerentemente a questa idea di pensiero, non si è mancato di proporre l'emissione di azioni di godimento, così equiparando la perdita delle azioni dovuta a loro annullamento per azzeramento del capitale alla distinta fattispecie prevista dall'art. 2353 c.c., ossia il rimborso delle azioni¹⁹⁸.

Tuttavia, si è convincentemente obiettato come una simile operazione difetti dell'*eadem ratio* che deve sorreggere qualsiasi operazione di applicazione analogica di una norma di legge e, in quanto tale, una simile ricostruzione è destituita di fondamento giuridico¹⁹⁹.

La perdita della qualità di socio, in questi casi, non deriva tanto dall'avvenuto azzeramento del capitale, poiché il socio resta tale, per quanto la sua quota proporzionale di partecipazione al capitale si riduca a misura di quanto non sottoscritto in sede di ricostituzione. Essa deriva, bensì, dal fatto che il socio non ha voluto esercitare, in una simile evenienza, il proprio diritto di opzione²⁰⁰. Egli, in altre parole, viene escluso dalla società non a causa delle perdite che hanno intaccato il capitale fino alla sua distruzione, ma per fatto proprio, per la sua precisa scelta di non servirsi di un proprio diritto²⁰¹.

Un problema tuttavia si è posto, in questo contesto, per la disciplina del diritto di opzione. Si è infatti discusso circa le possibili ipotesi che si possono presentare in una simile evenienza e i loro riflessi sulla esclusione o meno del

¹⁹⁷ A partire da G. ROMANO PAVONI, *Perdita totale e applicazione dell'art. 2447 codice civile*, in *Riv. Dir. Comm. Obbl.*, 1954, II, p. 80 ss.; F. G. DI BLASI, *Perdita totale del capitale nelle società per azioni*, in *Giur. It.*, 1957, I, 1, p. 92 ss.; oltre agli autori citati da A. STAGNI, in G. GRIPPO (cur.), *Commentario*, II, cit., p. 909, n. 489; nonché da F. GALGANO, *Diritto commerciale*, II, cit., p. 398 ss.

¹⁹⁸ Così T. ASCARELLI, *La riduzione del capitale a zero*, in *Riv. Soc.*, 1959, p. 748 ss., spec. p. 749.

¹⁹⁹ L. CALVOSA, *Riduzione del capitale sociale*, in G. F. CAMPOBASSO, *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, II, Milano, 2003, p. 880; F. GALGANO, *Diritto commerciale*, II, cit., p. 399.

²⁰⁰ L. CALVOSA, *Riduzione*, in G. F. CAMPOBASSO, *Armonie*, cit., *ibidem*.

In giurisprudenza, Cass. 17 novembre 2005, n. 23262, ha precisato che "(...) l'automatico scioglimento della società, ai sensi dell'art. 2448, n. 4, si produce, salvo il verificarsi, con efficacia retroattiva, della condizione risolutiva costituita dalla reintegrazione del capitale (o dalla trasformazione della società) ai sensi dell'art. 2447 cit., sicché non la perdita del capitale in quanto tale e la sua riduzione al di sotto del minimo legale costituiscono la causa dello scioglimento, bensì la mancata reintegrazione del capitale stesso al minimo legale (o la mancata trasformazione della società)..." (corsivo aggiunto).

²⁰¹ F. GALGANO, *Diritto commerciale*, II, cit., *ibidem*.

diritto di preferenza. Può presentarsi il caso in cui si verifichi il solo azzeramento del capitale rappresentato da azioni ordinarie, immutato quello costituito da azioni di risparmio, le quali, a norma dell'art. 145 t.u.f., possono costituire oggetto di annullamento solamente dopo che le perdite hanno completamente distrutto il capitale costituito da azioni ordinarie.

In un caso del genere, poiché l'opzione ha lo scopo di mantenere inalterata la quota di partecipazione al capitale del singolo socio, l'aumento deliberato a seguito della riduzione deve essere riservato ai soli azionisti ordinari, e ad esso non possono concorrere i portatori di azioni di risparmio. Soltanto in questo modo, infatti, si può garantire ai titolari di azioni falcidiate dalle perdite di riappropriarsi del loro peso all'interno della compagine sociale. Il diritto di opzione deve essere esercitato secondo le ordinarie prescrizioni di cui all'art. 2441 c.c. solo se, e nell'eventualità in cui, l'aumento deliberato ecceda il valore del capitale andato distrutto, ma limitatamente alla parte eccedentaria²⁰².

Per contro, l'attuale art. 145, comma 5°, t.u.f. prevede che se la riduzione del capitale per perdite comporta l'alterazione della proporzione che deve sussistere tra le azioni ordinarie e quelle a voto limitato, il rapporto deve essere ristabilito mediante emissione di azioni ordinarie, le quali devono essere emesse entro due anni e devono essere offerte in opzione ai portatori di azioni ordinarie. Si è osservato che le azioni riservate in opzione agli azionisti ordinari colpiti dalle perdite che hanno distrutto il capitale, ancorché definite dalla legge come ordinarie, ben possono essere azioni speciali, purché non a voto limitato e, in ogni caso, possono appartenere a categorie tra loro eterogenee²⁰³.

Ci si è chiesti, in questo contesto, se la delibera di aumento del capitale sociale possa escludere l'opzione. Né, dato l'intimo legame che intercorre con l'opzione, a questa problematica è estranea la prelazione sulle azioni inoptate, dal momento che se venisse esclusa l'opzione, non si potrebbe nemmeno esercitare la prelazione sui titoli eventualmente rimasti non optati.

Inoltre, si pone un problema di tutela del socio che non abbia partecipato alla deliberazione di aumento del capitale, poiché gli deve comunque essere garantito l'esercizio del proprio diritto di opzione.

A quest'ultimo riguardo, la giurisprudenza, dopo notevoli oscillazioni avvenute anteriormente alla riforma del 2003, ha finalmente riconosciuto che

²⁰² F. PLATANIA, in G. LO CASCIO *et al.*, *Società per azioni*, VI, cit., p. 562 ss.

²⁰³ G. C. M. RIVOLTA, *Profili*, cit., p. 548, il quale ragionava circa l'identico testo di legge dell'attuale art. 145, commi 5° e 6°, t.u.f., vigente al tempo in cui l'Autore scriveva, ossia l'art. 15, commi 7° e 8°, L. 216/1974.

la mera assenza di un socio a detta assemblea non può costituire ragione per procedere all'esclusione, totale o parziale che sia, del suo diritto di opzione, a pena di comprimere ingiustificatamente i diritti individuali del socio²⁰⁴.

Quanto invece alle tecniche escogitate dalla prassi notarile²⁰⁵, devono essere enumerate quella consistente nella sottoscrizione del capitale da parte del socio di maggioranza, con suo obbligo di ritrasferimento ai soci di minoranza assenti, entro un dato termine e senza l'imposizione di costi aggiuntivi; in alternativa, si è pensato alla sottoscrizione del socio di maggioranza condizionata risolutivamente alla manifestazione di adesione all'aumento prestata dai soci assenti²⁰⁶.

Peraltro, la giurisprudenza ha elaborato la tecnica della sottoscrizione da parte del socio di maggioranza sospensivamente condizionata al mancato esercizio del diritto di opzione da parte dei soci assenti.

Alla prima via di soluzione, si è obiettato che la delibera di aumento non è finalizzata alla conclusione di un accordo contrattuale o comunque all'ottenimento di una manifestazione di volontà, pure se inserita nel quadro di una delibera assembleare, bensì alla tutela del diritto di opzione; alla seconda, che i soci presenti all'assemblea deliberativa della riduzione e del contestuale aumento di capitale non possono esercitare la prelazione sull'inoptato, a motivo della non ancora avvenuta scadenza del termine di cui all'art. 2441, comma 3°, c.c., realizzandosi, inoltre, una sia pur temporanea ablazione della proprietà azionaria degli assenti; la terza ricostruzione è stata giudicata da uno scrittore meramente inappagante.

Per questo, taluno ha ritenuto preferibile la tesi che legittima il socio di maggioranza all'esercizio del proprio diritto di opzione su tutto l'inoptato e che gli impone il versamento del corrispettivo nelle casse sociali, che gli verrà restituito a misura che i soci assenti eserciteranno il loro diritto di

²⁰⁴ F. PLATANIA, in G. LO CASCIO *et al.*, *Società per azioni*, VI, cit., p. 563 s.

²⁰⁵ Il presente dibattito è tratto da C. A. BUSI, *Prelazione*, cit., p. 400 ss.

²⁰⁶ In argomento anche Cass. 12 luglio 2007, n. 15614, la quale ha statuito quanto segue: "[è] valida la delibera che a seguito di riduzione integrale del capitale sociale per perdite, decida l'azzeramento e il contemporaneo aumento, anche ad una cifra superiore al minimo del capitale sociale, mediante la sottoscrizione immediata e per intero del socio presente, purché sia consentito, ai soci assenti e impossibilitati alla sottoscrizione immediata, l'esercizio del diritto di opzione nel termine di trenta giorni stabilito nell'art. 2441 secondo comma c.c. previgente per l'acquisto delle partecipazioni sottoscritte in misura eccedente la quota di spettanza dell'originario sottoscrittore, dal momento che l'esercizio postumo del diritto di opzione opera come condizione risolutiva e rimuove "pro quota" e retroattivamente gli effetti dell'originaria sottoscrizione".

Conforme Cass. 17 novembre 2005, n. 23262, cit., dove si concorda con la teoria della condizione risolutiva e si precisa come, così opinando, non si possa ragionare di lesione del diritto di opzione, giacché questo è esercitato in epoca postuma ma retroattiva rispetto alla avvenuta integrale sottoscrizione del capitale da parte degli altri soci.

prelazione, senza che le somme restituite siano produttive di interessi; ciò che, tuttavia, deve essere espressamente convenuto²⁰⁷.

Veniamo adesso al tema dei criteri di riparto delle azioni inoptate: problema in passato arduo e molto dibattuto, infatti, risiedeva nella individuazione del criterio che realizzasse al meglio la incompleta previsione dell'art. 2441, comma 3°, c.c. Si sono proposte quattro possibili soluzioni.

La prima è fondata sul criterio cronologico, ossia sul brocardo *prior in tempore potior in jure* e di fatto, a parte una pronuncia di urgenza²⁰⁸, che peraltro non prende nemmeno posizione sul punto, non ha convinto, perché poco rispettosa del principio di eguaglianza dei soci e perché totalmente sguarnita del benché minimo appiglio normativo.

La seconda di queste propone una distribuzione proporzionale ai titoli domandati da ciascun socio, a prescindere dalla quota di capitale da questo detenuta. Questo possibile metodo è stato giustamente ritenuto lesivo del principio di stretta correlazione tra diritto di opzione e diritto di prelazione, perché, così opinando, si distruggerebbe la proporzione che deve intercorrere tra offerta in opzione e offerta in prelazione delle azioni di nuova emissione, alterando gli equilibri esistenti all'interno della compagine sociale²⁰⁹.

La terza soluzione proposta ritiene di dover suddividere l'inoptato in base ai titoli detenuti da ciascun socio al momento dell'aumento di capitale. Si è obiettato, malgrado un'autorevole opinione a favore²¹⁰, che una simile conclusione risulta inaccoglibile, perché compatibile con la infondata ricostruzione che concepisce la prelazione, di cui al comma 3° dell'art. 2441 c.c., in chiave di opzione di secondo grado²¹¹. Ciò in quanto configurare la prelazione sull'inoptato solo in ragione della mera proporzione dei titoli da ciascuno detenuti significa tenere conto solo della funzione dell'opzione, ossia mantenere immutata la propria partecipazione, e cancellare, in contrasto con il dato normativo, lo scopo della prelazione, ossia l'interesse all'accrescimento della propria quota di capitale²¹².

²⁰⁷ C. A. BUSI, *Prelazione*, cit., p. 402.

²⁰⁸ Pret. Grosseto 27 dicembre 1980 (decr.) e 16 gennaio 1981 (ord.), in *Giur. Comm.*, 1981, II, p. 609 ss., criticata da R. WEIGMANN, *La prelazione*, cit., p. 608, p. 616; da G. MUCCIARELLI, *La prelazione*, cit., p. 69.

²⁰⁹ L. SORDELLI, *Opzione*, cit., p. 410; C. A. BUSI, *Prelazione*, cit., p. 399; R. WEIGMANN, *La prelazione*, cit., p. 616.

²¹⁰ F. GRANDE STEVENS, *Il nuovo*, cit., p. 1189.

²¹¹ R. WEIGMANN, *La prelazione*, cit., *ibidem*.

²¹² L. SORDELLI, *Opzione*, cit., p. 409.

La quarta proposta riguarda il numero di opzioni esercitate²¹³ ed è stata preferita dalla dottrina largamente maggioritaria in ragione del rilievo che accorda alla contestualità della richiesta in prelazione rispetto al momento di esercizio del diritto di opzione²¹⁴, poiché capace di soddisfare la *ratio legis* di rafforzamento della partecipazione patrimoniale dei soci²¹⁵. Per tale ragione, poco appagante sembra scrivere, come si è talora fatto²¹⁶, che una simile soluzione debba essere accolta per esclusione. Quanto all'eventuale concorso con i terzi, si è scritto che questo deve essere risolto secondo il criterio cronologico, corretto con la proporzionalità in ragione delle rispettive richieste²¹⁷.

A proposito della eventuale stipulazione di patti con cui il socio si impegna con la società a sottoscrivere un aumento di capitale futuro, ossia prima ancora che questo sia deliberato, occorre sottolineare la natura parasociale di una simile stipulazione, la quale, in quanto tale, come ha giudicato una recente pronuncia della corte nomofilattica²¹⁸, non certo può incidere sul diritto di opzione degli altri soci.

Siffatto accordo, pertanto, in mancanza di altre eventuali pattuizioni, deve dirsi subordinato sospensivamente alla deliberazione dell'aumento di capitale entro il termine stabilito negozialmente, oppure entro quello desumibile dalle circostanze.

Inoltre, per la parte di azioni di nuova emissione sulle quali il socio non vanta alcun diritto di opzione, l'accordo è ulteriormente condizionato alla mancata sottoscrizione dei titoli azionari da parte degli altri membri della compagine sociale entro il termine stabilito dalla delibera per l'esercizio del relativo diritto.

Occupiamoci adesso dei buoni di opzione o *warrant*. Questi si collegano ad un problema dianzi esposto, ossia la cedibilità o meno del diritto di opzione, risolto, oramai pacificamente, in favore della trasferibilità di esso e della funzione di compensazione economica per il mancato esercizio dell'opzione che questo viene ad assumere per il socio che aliena il proprio diritto²¹⁹. Una modalità di cessione del diritto di opzione particolarmente importante al giorno d'oggi è proprio il *warrant*, frutto del principio della

²¹³ L. SORDELLI, *Opzione*, cit., p. 411; G. C. M. RIVOLTA, *Profili*, cit., p. 526; G. MUCCIARELLI, *La prelazione*, cit., p. 70 ss.

²¹⁴ R. WEIGMANN, *La prelazione*, cit., *ibidem*.

²¹⁵ L. SORDELLI, *Opzione*, cit., *ibidem*.

²¹⁶ M. LEOCATA, *Del diritto*, cit., p. 1287.

²¹⁷ C. A. BUSI, *Prelazione*, cit., p. 399.

²¹⁸ Cass. 14 aprile 2006, n. 8876.

²¹⁹ Nella manualistica, ad esempio, G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, II, cit., p. 505.

libertà di emissione dei titoli di credito²²⁰, ossia un buono di opzione che attribuisce al suo titolare il diritto di sottoscrivere le azioni di nuova emissione a condizioni già predeterminate²²¹. Con l'acquisto del *warrant*, pertanto, l'investitore accetta la proposta contrattuale compiuta dalla società nel regolamento di emissione contenuto nella relativa delibera, venendo in tal modo a stipulare con la società un patto di opzione²²².

Il buono di opzione è pertanto un titolo di credito che incorpora il diritto di opzione connesso ad un aumento di capitale deliberato²²³, o, secondo una diversa terminologia²²⁴, un documento rappresentativo di un diritto potestativo, con cui un soggetto, avente la forma giuridica di s.p.a., si impegna a far sottoscrivere al portatore del documento (*warrant call*) o ad acquistare da esso (*warrant put*) una quantità di titoli già determinata, ad un prezzo già concordato ed entro una data già fissata, secondo i criteri contenuti nel regolamento di emissione e prestabiliti nel documento stesso, dietro contestuale presentazione del certificato che rappresenta il diritto.

In altre parole ancora, si tratta di uno strumento finanziario non partecipativo che attribuisce: un diritto di opzione, ai sensi dell'art. 1331 c.c., a sottoscrivere o ad acquistare azioni entro una data determinata, a fronte del versamento di un importo stabilito o da stabilire; oppure un diritto di opzione a vendere azioni entro una scadenza già definita, dietro l'incasso di un importo prestabilito o da definire. Entrambe le operazioni sono normate da un regolamento di emissione²²⁵.

Taluno ha anche ritenuto di respingere la qualificazione in termini di promessa unilaterale dell'istituto *de quo*, per ragionare in termini di stabilito, ossia di documento contenente tutti gli elementi del contratto che viene ceduto con clausola all'ordine, o con altra equivalente²²⁶.

Problematica, anche se risolta positivamente, è stata infatti la ascrivibilità o meno del *warrant* alla categoria dei titoli di credito; in particolare, si è rilevato come trattisi solitamente di un titolo di credito al portatore²²⁷.

²²⁰ F. GALGANO, *I titoli di credito*, Padova, 2009, p. 62.

²²¹ D. FICO, *Le operazioni*, cit., p. 56, ove ulteriori ragguagli.

²²² M. BARALDI, *I warrants o buoni di opzione: qualificazione giuridica e disciplina*, p. 81, tesi di dottorato reperibile al seguente indirizzo: amsdottorato.cib.unibo.it/95; dello stesso Autore anche *Il warrant come contratto e come titolo di credito*, in *Contr. Impr.*, 2007, p. 607 ss.

²²³ D. FICO, *Le operazioni*, cit., *ibidem*.

²²⁴ M. BARALDI, *I warrants*, cit., p. 13 s.

²²⁵ F. GALGANO, *I titoli*, cit., p. 116 s.

²²⁶ A. TRABUCCHI, *Istituzioni di diritto civile*, a cura di G. TRABUCCHI, R. PESCARA, G. CIAN, Padova, 1999, p. 762.

²²⁷ A. TENCATI, *Titoli di credito e di partecipazione*, Milano, 2009, p. 228 ss.

Attraverso questo meccanismo, la società offre ai propri azionisti un diritto di opzione che questi potranno decidere di esercitare, così sottoscrivendo le azioni di nuova emissione a condizioni già determinate, oppure di alienare a terzi mediante la cessione del documento, monetizzando il relativo incasso.

Come dimostra quest'ultimo strumento, oggi il diritto di opzione è concepito quale una posizione giuridica potenzialmente idonea all'attività circolatoria, per favorire la quale si è inventato questa nuova tecnica che, oltretutto, legittima la società a collocare immediatamente i *warrant* rimasti inoptati, a seguito della consumazione del diritto di opzione di cui gli azionisti dispongono per legge. Questi ultimi, dal canto loro, se hanno richiesto i *warrant*, sono agevolati dal maggior lasso di tempo di cui dispongono per sottoscrivere le azioni o per cedere a terzi i buoni stessi²²⁸.

Il fatto che l'opzione sia un bene a sé stante, dotato di un autonomo valore, non rileva solamente quanto alle possibilità della sua separata circolazione, ma anche per ciò che attiene all'eventuale esperibilità o meno di un'azione revocatoria.

La giurisprudenza chiamata a interrogarsi sul punto, infatti, ha ritenuto che la rinuncia o il mancato esercizio del diritto di opzione relativo ad un aumento di capitale non è suscettibile di azione revocatoria ai sensi dell'art. 2901 c.c., con la quale consentire al creditore di sostituirsi al proprio debitore e di esercitare così il relativo diritto, poiché l'azione pauliana produce la declaratoria della inefficacia dell'atto revocato e il suo conseguente assoggettamento all'azione esecutiva. Malgrado ciò, la revoca è consentita quando l'opzione costituisce un bene a sé stante, poiché dotato di un autonomo valore di mercato; in questa evenienza, peraltro, l'esperimento dell'azione deve avvenire nel rispetto del disposto normativo dell'art. 2471 c.c., in materia di espropriazione della partecipazione²²⁹.

Sempre a proposito del *warrant*, la giurisprudenza di legittimità²³⁰ ha avuto occasione di statuire l'illegittimità dell'eventuale imposizione dell'organo amministrativo di presentare, oltre alla cedola che incorpora il diritto di opzione, anche il certificato azionario, poiché in tal modo si lederebbe il diritto del socio di alienare il proprio diritto di opzione cartolarizzato.

²²⁸ G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, II, cit., p. 509.

²²⁹ Cass. 11 maggio 2007, n. 10879.

²³⁰ Cass. 17 marzo 1989, n. 1319.