

Direzione

Gianvito Giannelli, Ugo Patroni Griffi, Antonio Felice Uricchio, Andrea Patroni Griffi

Comitato scientifico

Sabino Fortunato (**coordinatore**) - Lorenzo De Angelis - Pietro Masi - Cinzia Motti - Antonio Nuzzo - Luigi Filippo Paolucci - Salvatore Patti - Michele Sandulli - Gustavo Visentini

Redazione di Bari

Emma Sabatelli, Giuseppina Pellegrino, Eustachio Cardinale, Francesco Belviso, Rosella Calderazzi, Barbara Francone, Anna De Simone, Valentino Lenoci, Enrico Scoditti, Emma Chicco, Claudio D'Alonzo, Giuditta Lagonigro, Manuela Magistro, Francesco Salerno, Concetta Simone

Redazione di Foggia

Michele Bertani, Andrea Tucci, Giuseppe Di Sabato, Corrado Aquilino, Pierluigi Pellegrino, Grazia Pennella, Annalisa Postiglione, Annamaria Dentamaro, Attilio Altieri, Giulia Lasalvia

Redazione di Lecce

Maria Cecilia Cardarelli, Alessandro Silvestrini, Giuseppe Positano, Andrea Sticchi Damiani

Redazione di Napoli

Andrea Patroni Griffi, Alfonso M. Cecere, Nicola De Luca, Carlo Iannello, Sergio Marotta, Francesco Sbordone, Pasquale Serrao d'Aquino

Redazione di Roma

Giustino Enzo Di Cecco, Paolo Valensise, Vincenzo Vitalone, Valeria Panzironi, Ermanno La Marca, Valentina Depau, Davide De Filippis

Redazione di Taranto

Daniela Caterino, Giuseppe Labanca, Cira Grippa, Gabriele Dell'Atti, Giuseppe Sanseverino, Pietro Genoviva, Francesco Sporta Caputi, Barbara Mele

Direzione

Piazza Luigi di Savoia n. 41/a
70100 – BARI - (Italy)
tel. (+39) 080 5246122 • fax (+39) 080 5247329
direzione.ibattellidelreno@uniba.it

Coordinatore della pubblicazione on-line: Giuseppe Sanseverino
Redazione: presso il Dipartimento Jonico in Sistemi Giuridici ed Economici del Mediterraneo:
Società, Ambiente, Culture - Sezione di Economia -
Via Lago Maggiore angolo Via Ancona
74121 - TARANTO - (Italy)
tel (+39) 099 7720616 • fax (+39) 099 7723011
redazione.ibattellidelreno@uniba.it
giuseppe.sanseverino@uniba.it

ISSN 2282-2461 I Battelli del Reno [on line]

I Battelli del Reno, rivista on line di diritto ed economia dell'impresa, è registrata presso il Tribunale di Bari (decreto n. 16/2012)

La rivista è licenziata con Creative Commons Attribuzione – Non commerciale - Non opere derivate 3.0 Italia (CC BY-NC-ND 3.0 IT)

Francesco Buccellato

OFFERTA NEI MERCATI DELL'INOPTATO IN CASO DI AUMENTO
INSCINDIBILE: UN'APORIA SUPERABILE

SOMMARIO: 1. Sequenza delle modifiche agli artt. 2439 e 2441 c.c. - 2. Un'aporia di sistema - 3. «[...] salvo che i diritti di opzione siano già stati integralmente venduti» - 4. Per superare l'aporia in questione -

1. Sequenza delle modifiche agli artt. 2439 e 2441 c.c. I diritti di opzione non esercitati in sede di aumento del capitale devono essere offerti nel mercato regolamentato dagli amministratori di s.p.a. (e di s.a.p.a.), per almeno cinque sedute, per conto della società, entro il mese successivo alla scadenza del termine (non inferiore a quindici giorni) stabilito per l'esercizio del diritto di opzione, salvo che i diritti di opzione siano già stati integralmente venduti. Tale prescrizione di cui all'art. 2441 c.c. (comma 3, secondo periodo) si colloca come è noto in un sistema nel quale la regola base è quella dell'inscindibilità dell'aumento¹. Ripercorrere seppur brevemente le tappe che hanno portato all'introduzione di queste due norme pone dubbi circa possibili incongruenze (se non contraddizioni) riconducibili alla loro coesistenza; ne riferisco di seguito, con la finalità di dividerli intanto.

Il primo intervento di integrazione e modifica dell'art. 2441 del codice civile fu ad opera dell'art. 13 comma 2 della L. 7 giugno 1974 n. 216, di conversione con modificazioni del decreto-legge 8 aprile 1974, n.95. La precedente versione, risalente al '42, non recava disposizioni di sorta del tipo di quella qui richiamata ad apertura. L'innovativa norma stabiliva a quel momento che: «Se le azioni sono quotate in borsa, i diritti di opzione non esercitati devono essere offerti in borsa dagli amministratori, per conto della società, per almeno cinque riunioni, entro il mese successivo alla scadenza del termine stabilito a norma

¹ Ai sensi dell'art. 2439 c.c., comma 2, il capitale aumenta di un importo pari alle sottoscrizioni raccolte soltanto se la deliberazione medesima lo abbia espressamente previsto.

del secondo comma.» (in allora, un termine non inferiore a trenta giorni dalla pubblicazione dell'offerta).

Alla modifica in questione succede a distanza di poco più di due anni, su altro piano, la seconda direttiva del Consiglio delle Comunità europee 13 dicembre 1976 n. 77/91². Essa stabilisce all'art. 28 che «Se l'aumento di capitale non è integralmente sottoscritto, il capitale è aumentato di un importo pari alle sottoscrizioni raccolte soltanto se le condizioni di emissione hanno espressamente previsto tale possibilità.». La prescrizione comunitaria impone cioè di rovesciare la nostra impostazione interna: nella sua originaria formulazione l'art. 2439 c.c. stabiliva infatti una regola diametralmente opposta, quella per cui «Se l'aumento di capitale non è integralmente sottoscritto nel termine previsto dalla deliberazione i sottoscrittori non sono liberati dall'obbligo assunto, a meno che nella deliberazione stessa non sia altrimenti disposto.»³.

L'attuazione della direttiva non è esattamente tempestiva e per approdare alla modifica dell'art. 2439 comma 2 occorre attendere il d.P.R. 10 febbraio 1986, n. 30, recante modificazioni alla disciplina delle società per azioni, in accomandita per azioni, a responsabilità limitata e cooperative, in attuazione della seconda direttiva, che all'art. 20 modifica l'art. 2439 comma 2 del codice civile, riformulandolo nella sua attuale configurazione.

Ratione loci, sottolineo qui un inequivocabile dato, quale che sia la rilevanza che ad esso voglia attribuirsi; la prescrizione sull'offerta in borsa fu dunque introdotta in un sistema che recava quale regola di default quella della scindibilità dell'aumento di capitale; e in un tale sistema è rimasta operativa per oltre dodici anni.

Ritorno alla sequenza delle modifiche normative.

² La direttiva è intesa a coordinare, per renderle equivalenti, le garanzie che sono richieste, negli Stati membri, alle società di cui all'articolo 58, secondo comma, del Trattato, per tutelare gli interessi dei soci e dei terzi per quanto riguarda la costituzione della società per azioni, nonché la salvaguardia e le modificazioni del capitale sociale della stessa.

³ Ricorda G. MARASÀ, *La seconda direttiva c.e.e. in materia di società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1978, fasc. 6, pt. 2, p. 674 s., che «Nell'art. 24 del Progetto si rimetteva invece la decisione a un'assemblea successiva alla scadenza del termine stabilito per la sottoscrizione», dicendo la riproduzione della nuova norma comunitaria utile a superare l'opinione di chi riteneva che l'obbligatorietà degli aumenti parziali fosse sancita per i soli sottoscrittori, ma non per la società. Sul punto, v. a seguire la completa e approfondita ricostruzione di G. TARANTINO, *Aumento di capitale non integralmente sottoscritto*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, di Buttaro, Patroni Griffi (a cura di), Giuffrè, Milano, 1984, 593 ss. e la bibliografia ivi citata. L'A. intende che il rovesciamento operato dalla direttiva sia sostenuto da ragioni di maggior tutela della posizione dei soci e dei terzi, riducendo la nuova norma lo «spazio di manovra» della società, tutelando maggiormente i sottoscrittori (ivi, 602).

Oltre le correzioni lessicali operate dalla ‘riforma’⁴ assume ancora rilevanza ai fini del discorso richiamare l’art. 2 comma 1, lett. a), d.lgs. 11 ottobre 2012, n. 184 di attuazione della direttiva 2010/73/UE⁵. Tale art. 2 dispone che «All’articolo 2441 del codice civile sono apportate le seguenti modificazioni: a) al terzo comma, secondo periodo, le parole: "per almeno cinque riunioni, entro il mese successivo alla scadenza del termine stabilito a norma del secondo comma" sono sostituite dalle seguenti: "entro il mese successivo alla scadenza del termine stabilito a norma del secondo comma, per almeno cinque sedute, salvo che i diritti di opzione siano già stati integralmente venduti"; [...].».

Annoto che, salvo errori, nelle direttive presupposte non ci sono prescrizioni ‘eccettuate’ corrispondenti (mi riferisco all’inciso «salvo che i diritti di opzione siano già stati integralmente venduti.»); epperò la legge 15 dicembre 2011 n. 217, recante disposizioni per l’adempimento di obblighi derivanti dall’appartenenza dell’Italia alle Comunità europee – legge comunitaria 2010, all’art. 7 delega il Governo a: «b) prevedere, in conformità alle definizioni, alla disciplina della direttiva in esame e ai criteri direttivi previsti dalla presente legge, le occorrenti modificazioni alla normativa vigente, anche di derivazione europea, per i settori interessati dalla normativa da attuare, al fine di realizzare il migliore coordinamento con le altre disposizioni vigenti, contribuendo alla riduzione degli oneri che gravano sugli emittenti, senza tuttavia compromettere la tutela degli investitori e il corretto funzionamento dei mercati degli strumenti finanziari e armonizzando le responsabilità sull’informativa da prospetto con quanto previsto dagli altri Stati membri dell’Unione europea secondo le disposizioni della direttiva; [...].».

2. *Un’aporia di sistema.* Gli acquisti nei mercati dei diritti di opzione non esercitati, anche quando assorbono l’intera offerta, non conducono necessariamente alla sottoscrizione di tutte le azioni di cui sia in programma l’emissione a copertura dell’aumento deliberato. E’ da considerare infatti l’ipotesi che chi acquisti diritti di opzione non dia poi seguito alla sottoscrizione. Mi chiedo allora se sia plausibile che ‘di sistema’ - e cioè per aumenti inscindibili - sia rimesso all’arbitrio di chi operi tali acquisti dei diritti di opzione, a rigore (e per assurdo) anche di chi acquisti un solo diritto di opzione, la prerogativa di poter inficiare l’aumento del capitale, determinando la mancata integrale sottoscrizione delle azioni, necessaria ai sensi dell’art. 2439 comma 2 c.c. perché l’aumento possa darsi per acquisito. Non interessa qui indagare se e quali logiche di investimento (o

⁴ art. 19, lettere a) e b) del d.lgs. 28 dicembre 2004, n. 310, che surrogano le parole «sui mercati» con «in mercati» e poi «in borsa» con quelle «in mercati regolamentati».

⁵ La direttiva reca modifica delle direttive 2003/71/CE relativa al prospetto da pubblicare per l’offerta pubblica o l’ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e 2004/109/CE sull’armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.

azioni di disturbo più facilmente) possa segnalare un simile ipotetico scenario; ma chiedersi come sia possibile che tale astratta evenienza si iscriva nelle regole basilari di sistema.

Di tale eventuale portato dell'attuazione della 'seconda direttiva' si era a suo tempo di già accorto Cottino, ma limitandosi a registrare l'automatismo dell'esito; nonostante l'offerta in borsa – è scritto nel suo manuale del '94 – “Può adunque verificarsi che [...] l'aumento di capitale risulti solo parzialmente sottoscritto. L'art. 2439 cpv [...] prevede che in tal caso il capitale sia aumentato «di un importo pari alle sottoscrizioni raccolte soltanto se la deliberazione (di aumento) lo abbia espressamente previsto».”⁶.

Se non erro, la questione sopra indicata reca un ulteriore assorbente interrogativo; se, di seguito ad un'offerta sui mercati che si dimostri infruttuosa per l'integrale sottoscrizione delle azioni, ci sia spazio per un'ulteriore eventuale fase per la raccolta di quelle sottoscrizioni ancora necessarie per la definizione positiva dell'operazione di aumento inscindibile.

Dalla '216' e fino all'attuazione della 'seconda direttiva', stante la normale scindibilità dell'aumento di capitale, un simile quesito era fuori dal perimetro tracciato dalla legge di default, potendo la società patrimonializzare le sottoscrizioni raccolte in borsa e chiudere l'operazione pur in mancanza di integrale sottoscrizione dell'aumento di capitale, salvo, a monte, diversa indicazione della delibera assembleare (è quello che nella maggioranza dei casi accade oggi, ma in relazione alla esplicita scelta opzionale dell'assemblea per la scindibilità dell'aumento).

Dal 1986, di norma, viceversa, l'aumento è inscindibile, ma nulla dice la legge al riguardo di tale indicata eventuale ulteriore fase di raccolta, tralasciando di regolare se, operata l'offerta sui mercati, prima di arrivare alla scadenza del termine di chiusura dell'operazione prescritto ai sensi dell'art. 2439 comma 2, avuto riguardo al configurarsi di risultati che non soddisfano il vincolo dell'integrale copertura, gli amministratori debbano o possano altrimenti attivarsi ed instare per raccogliere in altro modo le residue sottoscrizioni utili a chiudere l'aumento di capitale, o se debbano limitarsi a prendere atto del risultato finale cui porti l'offerta nei mercati dei diritti di opzione non esercitati; in un contesto in cui, di prassi, la mancata scelta assembleare della scindibilità dell'aumento potrebbe segnalare una certa rigidità di approccio alla vicenda da parte della proprietà azionaria ⁷.

⁶ G. COTTINO, *Diritto Commerciale*, vol. primo, tomo II, Cedam, Padova, 1994, 657.

⁷ Con riguardo alle s.r.l., M. SPERANZIN, *Disciplina del non sottoscritto nell'aumento di capitale di s.r.l.*, in *Banca borsa tit cred.*, I, 2020, 183, (a richiamo di quanto già esposto in *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio nella s.r.l.*, Torino, 2012, 94 ss.) sottolinea come “la mancata attribuzione di un diritto sul non optato nel silenzio della delibera risulta coerente con la norma, operante in mancanza di diversa clausola, dell'inscindibilità dell'aumento del capitale sociale (art. 2481-bis, comma 3, c.c.): essa conferma che il legislatore ha inteso tutelare maggiormente i soci che non hanno sottoscritto (e quindi il diritto al mantenimento della propria quota partecipativa nel rapporto con le partecipazioni degli altri), sia rispetto all'interesse alla capitalizzazione dell'impresa societaria, sia rispetto all'interesse a favorire il rafforzamento della posizione amministrativa (e, se del caso anche patrimoniale) di alcuni soci (ossia di coloro che hanno sottoscritto e quindi potrebbero incrementare

A riguardo delle società con azioni non quotate, rimarcata l'assenza di regole rigide che disciplinino il comportamento degli amministratori di seguito al completamento della fase dell'esercizio delle prelezioni – assenza che, «nel presupposto che il prezzo minimo di collocamento dovrà essere quello applicato in sede di opzione», porterebbe ad affermare come criterio operativo quello del conseguire il massimo utile possibile - si è detto che «nel rispetto del principio di parità di trattamento, è dubbio se gli amministratori, una volta scaduto il termine per l'esercizio dell'opzione e della prelazione sull'inoptato, possano riaprire i termini dell'offerta in opzione nei confronti dei soci che non abbiano sottoscritto in prima battuta ... »⁸.

Viceversa, a chiarire il dubbio per quanto concerne le società con azioni quotate, a ben vedere un dato normativo cui può forse guardarsi c'è. Esso potrebbe legittimare se non erro (addirittura) un'ulteriore fase di collocamento, temporalmente circoscritta al periodo intercorrente tra la scadenza del termine di esercizio dei diritti di opzione e l'avvio dell'offerta nei mercati dei diritti di opzione non esercitati.

3. « [...] salvo che i diritti di opzione siano già stati integralmente venduti ». Penso alla citata modifica operata dal d. lgs. 11 ottobre 2012, n. 184. Sopra l'ho detta 'eccettuativa', poiché è in tal senso che in prima istanza sembra dover essere letto l'inciso «salvo che i diritti di opzione siano già stati integralmente venduti»⁹. Ma forse l'impostazione interpretativa va dilatata.

Il caso qui presupposto è sempre il medesimo, quello che di norma apre all'offerta nei mercati, e cioè il mancato integrale esercizio dei diritti di opzione a chiusura del periodo concesso (e quindi la mancata integrale sottoscrizione delle azioni). Nella lettura della norma non mi sembra però che abbia senso fermarsi (soltanto) a rilevare la circostanza eventuale che i diritti di opzione risultino esser stati integralmente venduti¹⁰ (sui mercati o

ulteriormente la loro quota, se l'aumento fosse scindibile).»; rimarcando, a chiosa, la diversità della disciplina legale della s.r.l. rispetto a quella prevista dall'art. 2441, comma 3. E v. supra, nota 3.

⁸ Così E. GINEVRA, *Art. 2441*, in *Le società per azioni*, Codice civile e norme complementari, diretto da Abbadessa e Portale, a cura di Campobasso, Cariello, Tombari, Milano, Giuffrè, 2016, t.II, 2626 s., a richiamo di F. GRANDE STEVENS, *Il nuovo art. 2441: diritto di prelazione nell'acquisto di azioni (e di obbligazioni convertibili) di società non quotate in borsa*, in *Riv. soc.*, 1976, 1188 s.; il quale ultimo autore indica che è la prescrizione sulle quotate – l'offerta in borsa per conto della società – a chiarire quali siano i principii che regolano in generale (anche per le non quotate) l'attribuzione dell'inoptato. Richiami anche a G. PORTALE, *Opzione e soprapprezzo nella novella azionaria*, in *Giur comm.*, 1975, 207, per cui infra, nota 14.

⁹ Il DEVOTO/OLI qualifica eccettuativa la proposizione che denuncia una parziale esclusione dalla totalità di ciò che afferma.

¹⁰ Resta basilare il riferimento a R. NOBILI, *Contributo allo studio del diritto d'opzione nelle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1958, 99 ss.. Più di recente R. ROSAPEPE, voce *Opzione (diritto di)*, in *Digesto comm.*, X, UTET, Torino, 1994, 379 ss..

meno); ad assecondare l'idea che, in ragione di ciò, trattandosi di diritti di opzione che fanno capo a terzi acquirenti dagli azionisti (di quale vendita diversamente si tratterebbe?), la società non ne possa più disporre in conformità alla regola generale ancorché tali diritti non siano stati in effetti esercitati (quasi che la scelta di non sottoscrivere da parte dei terzi 'consumi' comunque il diritto e precluda la fase successiva sui mercati).

A chiusura del periodo di sottoscrizione non vedo modo di cogliere differenze tra i vari diritti di opzione non esercitati, a nulla rilevando il fatto che il mancato esercizio sia riferibile ad azionisti o a terzi aventi causa degli azionisti: la legge prevede una procedura per completare l'aumento a valle del periodo di sottoscrizione in opzione e questo impegno procedurale si impone, per gli azionisti come per ogni altro portatore di diritti di opzione (scaduti).

Per dare un senso alla disposizione in esame – e ad un tempo per renderla più comprensibile – potrebbe forse allora ipotizzarsi che l'inciso «salvo che i diritti di opzione siano già stati integralmente venduti» abbia un valore 'attributivo' prima che 'eccezzuativo'; assumendosi cioè che esso consenta agli amministratori una prerogativa aggiuntiva, quella di vendere i diritti di opzione non esercitati nel lasso di tempo intercorrente tra la chiusura del periodo di sottoscrizione di cui al comma 2 dell'art. 2341 e l'avvio della collocazione sui mercati: a dire cioè che, se in tale contesto temporale si sia addivenuti alla integrale vendita dei diritti non esercitati in precedenza, non v'è (ovviamente) spazio per transitare l'operazione nei mercati.

Le modalità di tale ipotizzata vendita dovrebbero semmai conformarsi alla scelta del legislatore di trasferire l'operazione di collocamento dei diritti di opzione non esercitati nei mercati, scelta che è misura del principio di parità di trattamento in concreto affermato¹¹. In coerenza, riterrei che, con riguardo al caso ipotizzato, i principii dell'offerta in incertam personam e secondo procedura d'asta competitiva (che connotano la prescritta procedura sui mercati) debbano semmai informare le modalità di vendita prevalendo su un'applicazione anche solo analogica della prelazione sull'inoptato, valevole per la generalità degli aumenti riferiti ad azioni non quotate (è questa solo una prima indicazione che non esaurisce la riflessione che la questione merita).

4. *Per superare l'aporia in questione.* Per superare l'incongruenza segnalata ad inizio del precedente paragrafo 2 - se cioè sia plausibile che per aumenti inscindibili sia di 'sistema'

¹¹ Nel presentare la prescrizione di legge di cui all'art. 2441 comma 3, secondo periodo, se ne ricordano le ragioni di fondo per un verso rimarcando la scelta legislativa di sottrarre alla discrezionalità degli amministratori ogni scelta concernente la raccolta delle sottoscrizioni, ad evitare che gli amministratori siano arbitri di potenziali conflitti tra soci - E. GINEVRA, *op. cit.*, p. 2626 -; per altro verso quella di portare senza ulteriori dilazioni l'operazione di finanziamento sui mercati, unico luogo che consente di monitorare tempestivamente l'efficienza della scelta di sottoscrizione in relazione ai corsi azionari - M. NOTARI, *Gli aumenti di capitale nelle società quotate* - Relazione presentata al Convegno Le operazioni sul capitale sociale organizzato dalla Fondazione Italiana per il Notariato tenutosi a Milano, 29 marzo 2008, disponibile sul *web*, § 2 e 3.

rimesso all'arbitrio di chi operi sui mercati acquisti dei diritti di opzione la prerogativa di poter inficiare l'aumento del capitale, determinando la mancata integrale sottoscrizione delle azioni - potrebbe allora considerarsi favorevolmente anche l'eventualità di collocamenti successivi all'offerta nei mercati; purché essi seguano nel rispetto del termine finale di scadenza dell'operazione¹².

Non è solo per simmetria logico argomentativa che quel che può succeder prima sembra potersi analogamente reiterare dopo l'offerta nei mercati. Rimarcato che la sollecitazione in incertam personam e l'asta competitiva hanno in tal caso di già esplicito a monte la funzione che ad essi attribuisce la legge, di fondo a me sembra che l'indicazione espressa dall'approccio 'ottimistico' del dato normativo di cui all'art. 2441 comma 3, secondo periodo¹³, che orienta la procedura verso la realizzazione, a beneficio dell'emittente, di un'utilità aggiuntiva rispetto al controvalore della sottoscrizione in termini di acquisizione alla società del prezzo corrispettivo dei titoli offerti, sia di sistema recessiva rispetto all'esigenza di addivenire all'integrale copertura delle sottoscrizioni necessarie per il buon esito di un aumento inscindibile.

Riterrei in tal senso plausibilmente ammissibile anche praticare l'alternativa dell'offerta diretta nei mercati delle azioni oggetto di emissione in vece dei c.d. diritti di opzione¹⁴ (de

¹² In tal senso già G. PORTALE, *Opzione cit.*, 214, a richiamo di R. NOBILI, *Contributo cit.*, 168 ss. (il quale ultimo - ratione temporis - non esamina però le conseguenze del mancato buon esito dell'offerta in borsa).

¹³ Critico al riguardo G. COTTINO, *op.cit.*, 656.

¹⁴ Dico 'cosiddetti diritti di opzione' ripensando a quanto dice Marchetti a riguardo dei warrant (con riferimento ad aumenti di capitale a servizio), all'esigenza cioè di inquadrare la vicenda a mente dell'art. 1407, comma 2, c.c.. Cosa ha ancora del diritto di opzione il titolo che la società offre sui mercati? Ad essere offerto, portato da titoli cartolarizzati e dematerializzati, è il diritto di sottoscrivere, ma senza che la vicenda sia influenzata dalla genesi contrattuale che contraddistingue il diritto di opzione. Cfr. P. MARCHETTI, *Aumenti di capitale ad esecuzione differita: warrant, opzione indiretta*, in *Riv. not.*, 1993, I, 223 ss., ivi 224; ma v. già G. PORTALE, *op. cit.*, 214, a richiamo di G. SANTINI, I "buchi" della Riforma, in *Giur. comm.*, 1974, I, 438, e più di recente G. MUCCIARELLI, *Il sopraprezzo delle azioni*, Giuffrè, Milano, 1997, 425 ss.. Nello *Studio 4/2006/I* del Consiglio Nazionale del Notariato in tema di *warrants* (a firma F. ZABBAN notaio), approvato dalla Commissione Studi d'Impresa il 24 marzo 2006 (reperibile sul web), al paragrafo 4, dedicato a illustrare la competenza all'emissione del warrant e il rapporto fra emissione del warrant e delibera di aumento del capitale a servizio, si dice che la delibera di aumento dovrà necessariamente prevedere il carattere della scindibilità, a ragione della necessaria tutela dell'interesse all'esercizio anche di un singolo warrant. Come dico, si parla di aumento del capitale a servizio (dell'emissione di warrants), mentre il caso in esame nel testo evidenzia un'emissione di buoni di sottoscrizione che è successiva alla delibera di aumento ed eventuale (se i diritti di opzione esercitati non abbiano coperto per intero l'aumento). Nel rispetto dell'indicazione letterale della norma di cui all'art. 2441 comma 3, secondo periodo, a fini conservativi della stessa, è dunque da escludere che il diritto offerto possa propriamente configurarsi come opzione, sembrando più perspicuo riferire di offerte sui mercati di proposte irrevocabili (de residuo fino alla scadenza del termine di cui alla delibera assembleare) di acquisto di un diritto di sottoscrivere l'azione che, come è chiaro, non realizza di

minimis al valore nominale e, naturalmente, trattandosi di aumento inscindibile, sotto condizione dell'integrale sottoscrizione del capitale, come prescrive il comma 2 dell'art. 2439 c.c.¹⁵): tale alternativa consentirebbe non solo agli amministratori ma soprattutto agli azionisti di monitorare gli sviluppi dell'offerta, con essi interagendo, per non dover subire 'al buio' e secondo l'arbitrio dei terzi sottoscrittori dei diritti di opzione esiti aleatori a riguardo dell'aumento di capitale in itinere (aleatori, ribadisco, poiché l'acquisto dei diritti di opzione non vincola certo alla successiva sottoscrizione delle azioni per cui opera la prelazione).

L'eventualità in esame è stata di già considerata, ma esclusa, sulla base di due argomenti¹⁶. Si è osservato in primo luogo che, con riguardo a quegli azionisti che non intendono investire ulteriormente in società sottoscrivendo l'aumento di capitale, ma lucrare con la cessione dei diritti di opzione la quota parte 'di spettanza' del netto espressa dal sopraprezzo, interpretare letteralmente la prescrizione sull'offerta nei mercati come circoscritta ai soli diritti di opzione vale a proteggere a monte tale profilo di arricchimento patrimoniale: infatti, in relazione all'inopinato, aprire ad una successiva possibile offerta di sottoscrizione nei mercati anche delle azioni non sottoscritte, invece dei soli 'diritti di opzione', scoraggerebbe a monte l'acquisto di quest'ultimi dagli azionisti, poiché tale acquisto realizza un esborso aggiuntivo che non va certo in conto sottoscrizione azioni.

Si è osservato di poi che, in tal luogo come in altri, non è che l'interprete possa surrogarsi alla scelta del legislatore. Essa andrebbe rispettata per quel che letteralmente figura; anche se, a ben vedere, la riflessione dell'autore muove dalla condivisione della risalente critica all'espressione usata dal legislatore (nel disporre per l'offerta nei mercati dei diritti di opzione non esercitati), a richiamo di chi da subito aveva osservato che essi «non possono

per sé la sottoscrizione dell'azione (basti pensare al corrispettivo dell'acquisto di tale diritto/titolo). Cfr. anche F. GUERRERA, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento del capitale*, Giappichelli, Torino, 1995, 89 ss..

¹⁵ Mi sembra permanga condivisibile la lettura di GRANDE STEVENS, op. loc. cit., secondo il quale, posto che «Il diritto di opzione riservato a tutti gli azionisti distribuisce egualmente tra loro – attraverso l'esercizio o la vendita del diritto di opzione stesso – i vantaggi dell'operazione di aumento alle condizioni deliberate.», l'indicazione di legge va intesa nel senso che, se non sia stato alienato il diritto di opzione (lucrandone il corrispettivo), non si ha più luogo per considerare il sovrapprezzo come potenziale attribuzione patrimoniale per l'azionista; esso resta a beneficio della società, nel cui solo interesse è realizzata l'offerta. Deve reputarsi in coerenza - ne conclude l'Autore - che la vendita vada fatta al miglior prezzo che la prescritta modalità di vendita indicata dal legislatore realizza, considerata essa implicitamente nella sua naturale portata modificativa - sia essa in aumento o in diminuzione - del prezzo indicato nella delibera assembleare, con il limite del nominale. Secondo, G. MUCCIARELLI, op.cit., 427 (cui aderisce E. Ginevra, op.cit., 2626), il corrispettivo eccedente il nominale ottenuto in sede di collocamento non rappresenta tecnicamente un sovrapprezzo.

¹⁶ G. MUCCIARELLI, op.cit., 432 ss.

essere offerti in borsa per l'ottima ragione che il termine per il loro esercizio è già decorso e la legge non ha pensato a riaprirlo, ma ha ribadito invece l'avvenuta scadenza.»¹⁷.

Ribadita la prevalenza della riferita esigenza della società di monitorare l'iter di raccolta relativo all'aumento, non saprei dire se e quanto sia verosimile o riscontrabile tale affermato documento per l'azionista. Mi sembra si trascuri infatti di considerare che le azioni della società sono di già quotate nei mercati; circostanza questa che rende di già praticabile, per una scelta di investimento efficiente, l'arbitraggio tra azioni e diritti di opzione.

Forse, trattandosi di problemi legati alla quotazione dei diritti di opzione e ai relativi prezzi può utilmente guardarsi a più recenti esperienze dei mercati regolamentati. Di qualche interesse, ad esempio, le indicazioni di cui alla Comunicazione Consob n. 0088305/2016 a riguardo degli aumenti iperdiluitivi che, come è noto ai più, tramite la consegna 'anticipata' delle azioni di nuova emissione, assicurando la possibilità di negoziazioni e liquidazioni coeve di opzioni e azioni riferite all'aumento, mira a scongiurare effetti distorsivi sui prezzi implementando un virtuoso arbitraggio fra azioni e diritti di opzione già a partire dal primo giorno di avvio dell'aumento di capitale.

Pur in assenza dei presupposti del ricorso al 'rolling settlement' - nello specifico del discorso qui affrontato in primis per l'inscindibilità dell'aumento¹⁸ - è da valutarsi se un'analoga attività di arbitraggio non possa in fondo per ipotesi risultare favorita dall'offerta in sottoscrizione di azioni (e non di diritti di opzione) e se dunque essa non possa risultare viceversa un'eventualità addirittura virtuosa nella prospettiva di evitare anomalie di prezzi (che non favoriscono l'azionista ma la speculazione).

Stante la prevalente esigenza di raccogliere l'integrale sottoscrizione dell'aumento, la chiusura dell'offerta sui mercati non dovrebbe comunque pregiudicare l'acquisizione da parte degli amministratori di ulteriori sottoscrizioni ad essa successiva, purché - ripeto - ciò accada prima della scadenza del termine ultimo indicato nella deliberazione di aumento; unico limite, anche in tal caso, quello della parità di trattamento in caso di richieste plurime e concorrenti.

Un'ultima annotazione a margine. Mi sembra che quella sopra indicata potrebbe essere un'interpretazione conforme alle indicazioni dell'art. 7 della legge delega 15 dicembre 2011 n. 217, in attuazione della quale, come sopra ricordato, è stato modificato l'art. 2441 introducendo l'inciso «salvo che i diritti di opzione siano già stati integralmente venduti». La delega al governo - ripeto - stabiliva di «prevedere [...] le occorrenti modificazioni alla normativa vigente, anche di derivazione europea, per i settori interessati dalla normativa

¹⁷ Il brano riportato è di G. SANTINI, op.loc.cit., ed è richiamato da G. MUCCIARELLI, op.cit., 427.

¹⁸ mi permetto di rinviare al mio *Aumenti di capitale iperdiluitivi inscindibili: quali regole?*, in *Giur. comm.*, 2023, I, 170 ss., anche per ogni annotazione bibliografica.

da attuare, al fine di realizzare il migliore coordinamento con le altre disposizioni vigenti.»

¹⁹.

¹⁹ Mi chiedo se, fuori dal contesto interpretativo qui considerato, non si palesi un eccesso di delega (come accennato, la disposizione eccezionale introdotta non sembra trovare corrispondenti prescrizioni nelle direttive in attuazione).