

UNIVERSITA' COMMERCIALE "LUIGI BOCCONI"

SCUOLA DI DOTTORATO

Dottorato di Ricerca in Legal Studies

Ciclo: XXXIII

Settore Disciplinare (codice): IUS/04

**Diritto di Opzione e Determinazione del Prezzo di
Emissione negli Aumenti di Capitale delle Società
Quotate**

Advisor: Mario Notari

Tesi di Dottorato di

Niccolò Calvi

Matricola: 1522861

Anno 2023

INDICE – SOMMARIO

ABSTRACT	III
----------------	-----

CAPITOLO PRIMO: MERCATO AZIONARIO E

FUNZIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE NELLA

SOCIETÀ QUOTATA	1
-----------------------	---

I. AMBITO SOGGETTIVO DEL PROBLEMA: LA SOCIETÀ QUOTATA E L'AZIONISTA DELLA SOCIETÀ QUOTATA	1
II. IL DIRITTO DI OPZIONE NELLA SOCIETÀ QUOTATA.....	23
1. Ricostruzione dell'istituto	29
2. Il significato economico del diritto di opzione e il suo valore	53
III. LA FUNZIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE NELLA SOCIETÀ QUOTATA.....	61
1. La funzione amministrativa del diritto di opzione	63
2. (Segue). Critica. La funzione patrimoniale.....	74
3. Prime conclusioni circa la funzione dell'istituto.....	83
IV. I COSTI.....	88

CAPITOLO SECONDO: RIFLESSIONI

COMPARATIVISTICHE E SPUNTI CRITICI SUL DIRITTO

DI OPZIONE	96
------------------	----

I. RICOGNIZIONE E CRITICA DEL SISTEMA AMERICANO	98
1. L'abolizione del diritto di opzione come norma di default.....	99
2. L'allocazione dei poteri.....	108
3. I presidi a tutela dell'azionista nell'ordinamento americano	118
4. Emissione di azioni e corporate governance.....	133
II. IL CONFRONTO TRA I DUE ORDINAMENTI	144
1. Le ragioni di un diverso approccio	144
2. Osservazioni critiche al sistema americano	159
III. SPUNTI CRITICI SUL DIRITTO DI OPZIONE NELLE SOCIETÀ QUOTATE	167
IV. DIVAGAZIONI DE JURE CONDENDO	177

CAPITOLO TERZO: DETERMINAZIONE DEL PREZZO

DI EMISSIONE DELLE NUOVE AZIONI E

<i>BOOKBUILDING</i>	193
---------------------------	-----

I. IL <i>BOOKBUILDING</i> NELL'EMISSIONE DI NUOVE AZIONI A PAGAMENTO	194
II. <i>BOOKBUILDING</i> E OFFERTA IN OPZIONE	207

1. Valore e trasferibilità del diritto di opzione	208
2. Delibera assembleare con “open price”	213
3. Posizione dell’azionista oblato.....	218
III. UTILIZZO DEL <i>BOOKBUILDING</i> NELLE FATTISPECIE DI ESCLUSIONE O LIMITAZIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE.....	228
1. Esclusione del diritto di opzione.....	228
2. Interesse sociale nella limitazione del diritto di opzione	236
BIBLIOGRAFIA	244
<u>INDICE DELLE OPERE CITATE</u>	244
<u>INDICE CRONOLOGICO DELLA GIURISPRUDENZA</u>	258
<u>REPORT E SONDAGGI CONSULTATI</u>	261
<u>ALTRE FONTI</u>	261

ABSTRACT

L'oggetto dell'elaborato è rappresentato dallo studio dell'aumento di capitale, che si caratterizza, al tempo stesso, come operazione di (e avente effetti su) finanza aziendale e governo societario dell'impresa. Alla necessità e volontà della società di raccogliere capitale di rischio per fini molteplici fa da contraltare l'interesse degli azionisti esistenti a vedere il proprio investimento tutelato da un punto di vista patrimoniale e (pur con diverse sfumature) amministrativo.

Dal punto di vista soggettivo, lo studio è circoscritto alle sole società con azioni quotate sui mercati regolamentati. La compagine sociale "tipo" di tali organizzazioni ha subito un forte mutamento nel corso degli ultimi decenni, vedendosi accentuata la presenza in Italia e all'estero di investitori sofisticati che hanno anche delle prerogative di *governance*. In questo senso sembra più difficile classificare la loro aspettativa nel contesto di un aumento di capitale come avente carattere esclusivamente economico, pur rimanendo quest'ultima la componente principale.

Nell'alveo di tale operazione ci si è concentrati sul diritto di opzione. L'obiettivo dell'indagine è stato inizialmente cogliere la funzione principale dell'istituto tramite un'analisi sistematica della disciplina, ritenendo invece la ricostruzione degli interessi delle parti più determinanti in una successiva prospettiva *de jure condendo*. Lo studio dell'istituto consente di coglierne immediatamente i numerosi collegamenti con il sistema di attribuzione di poteri per deliberare l'operazione di aumento di capitale (o, in altri ordinamenti, emissione di nuove azioni) e i meccanismi di determinazione del prezzo di emissione. In secondo luogo sembra opportuno chiedersi, avendo riguardo di costi e limiti (per questi ultimi intendendosi i fattori che ostano alla piena efficacia dell'istituto nel compiere la sua funzione) della procedura in opzione, se il perseguimento della medesima funzione principale, ragionevolmente rinvenibile nel fornire un presidio a tutela della posizione patrimoniale dei vecchi azionisti, possa essere attuato anche attraverso regole che, rispetto all'attuale disciplina, siano più confacenti ai caratteri della società quotata e alla presenza del mercato mobiliare.

A livello metodologico, in questo elaborato si fa significativo riferimento al diritto comparato e, in particolare, alla comparazione con l'ordinamento americano. Nell'ambito delle società quotate americane il diritto di opzione è pressoché assente e diversi strumenti alternativi (di carattere principalmente procedurale) si propongono di tutelare la posizione economica degli azionisti. Al fine di rispettare le caratteristiche del sistema di *common law*, nello studio dell'ordinamento americano una corposa analisi di *case law* si rende necessaria, così da estrapolare i capisaldi del sistema. L'intenzione non è di limitarsi a uno studio comparato fine a sé stesso, bensì di ricavarne spunti di approfondimento per la disciplina italiana. Malgrado ciascuno dei due sistemi abbia, infatti, potenziale di miglioramento traendo spunto dall'altro, l'obiettivo è di formulare talune riflessioni *de jure condendo* che hanno origine da una disciplina, come quella americana, che valorizza esponenzialmente quelle che sono le differenze tra le società quotate e le società non quotate (italiane e non), ossia la forte presenza del mercato e il carattere (maggiormente) patrimoniale dell'investimento in azioni.

Il terzo piano dell'indagine attiene la valorizzazione delle considerazioni svolte nei primi due capitoli anche in una prospettiva *de jure condito*. Ci si è chiesti se sia possibile utilizzare meccanismi di determinazione del prezzo di emissione che rappresentino miglioramenti paretiani della procedura di offerta, ossia conseguano una riduzione di tempi e costi della procedura di offerta, al tempo stesso mantenendo (e possibilmente migliorando l'efficacia di) la prerogativa di tutelare l'investimento dei vecchi azionisti. In tal senso l'analisi è consistita nel valutare *de jure condito* la compatibilità del complesso insieme di regole e principi che governano l'offerta di nuove azioni con il *bookbuilding*, un criterio di determinazione del prezzo immediatamente a ridosso dell'emissione delle nuove azioni che consente di massimizzare il medesimo e renderlo prossimo al valore di mercato delle azioni dell'emittente al termine dell'aumento di capitale, minimizzando nei fatti il valore dei diritti di opzione. In questo senso la principale area problematica, con riferimento alle offerte in opzione, attiene la posizione del vecchio azionista che si trovi nella posizione di esercitare il proprio diritto prima che venga comunicata l'esatta determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni. Attraverso l'indagine complessiva delle norme che governano

l'attribuzione, la limitazione e l'esclusione del diritto di opzione, sembra tuttavia possibile fissare il prezzo di emissione con il *bookbuilding* mantenendo il diritto dei vecchi azionisti di sottoscrivere in via preferenziale le nuove azioni.

CAPITOLO PRIMO: MERCATO AZIONARIO E FUNZIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE NELLA SOCIETÀ QUOTATA

SOMMARIO: I. Ambito soggettivo del problema: la società quotata e l'azionista della società quotata II. Il diritto di opzione nella società quotata II.1 Ricostruzione dell'istituto II.2 Il significato economico del diritto di opzione e il suo valore III. La funzione del diritto di opzione nella società quotata III.1 La funzione amministrativa del diritto di opzione III.2 Critica. La funzione patrimoniale III.3 Prime conclusioni circa la funzione dell'istituto IV. I costi

I. Ambito soggettivo del problema: la società quotata e l'azionista della società quotata

Lo studio della disciplina dell'aumento di capitale – e in particolare dell'istituto dell'opzione – non può prescindere dalla differente connotazione che l'operazione assume in corrispondenza del contesto societario nel quale avviene. La fattispecie della società con azioni quotate si distingue fortemente dalla società per azioni c.d. chiusa, anche in virtù della propria forte interazione giuridica ed economica con i mercati mobiliari¹.

In questo senso, è stato argomentato come la necessaria commistione tra le norme di diritto societario e quelle di diritto dei mercati finanziari abbia contribuito a delegittimare taluni istituti classici del primo gruppo, quali il capitale sociale ed il diritto di voto², così da

¹ Così, *inter alia*, A. Mazzoni, *Le fonti del diritto commerciale tra memorie storiche e scenari futuri*, in *Riv. Soc.*, 2001, p. 868 che rileva il ruolo locomotore dell'esperienza americana nel giungere a tale conclusione. Sul punto, v. *infra*, in particolare, capitolo secondo, para. II.1. In senso conforme, e per una completa rassegna bibliografica sul punto, v. anche A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 7 (in particolare nt. 19).

² In senso dubitativo circa l'esistenza di tali istituti e, più in generale, del diritto delle società per azioni quotate si veda G. Rossi, *La metamorfosi della società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 2012, p. 1 il quale ha ulteriormente rilevato come tale crisi della disciplina sia stata accentuata, tra l'altro, dall'avvento del c.d. capitalismo finanziario e dal convincimento che il mercato dei capitali non necessiti di etero regolamentazione.

delinare un soggetto ibrido³ o, accogliendo la tesi più estrema (e minoritaria), addirittura un nuovo “tipo” di organizzazione societaria⁴. Pur non avendo la pretesa di sviscerare tale argomento nella sua complessità, pare opportuno rimarcare come la molteplicità delle fonti legislative alle quali è soggetta⁵, muti significativamente la prospettiva

³ Così R. Costi, *Il governo delle società quotate: tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, in *Dir. Comm. Int.*, 1998, p. 65 che fa espressamente riferimento alla disciplina degli emittenti quotati come intersezione tra il diritto societario e il diritto dei mercati finanziari.

⁴ Si veda in particolare G. Oppo, *Sulla ‘tipicità’ delle società quotate*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1999, p. 490 ss. che sviluppa un’analisi sistematica e muove, tra l’altro, dalla premessa che la disciplina allora vigente riconosceva il diritto di recesso agli azionisti contrari alle deliberazioni di fusioni e scissioni che comportassero l’assegnazione di azioni non quotate, da ciò desumendo il carattere essenziale della quotazione – il cui venir meno avrebbe costituito il cambiamento del tipo societario – e argomentando ulteriormente che l’analisi era applicabile *a fortiori* anche alle ipotesi nelle quali il *delisting* riguardava la totalità delle azioni e non era accompagnato da dette operazioni straordinarie. In senso espressamente critico nei confronti di tale orientamento – che riconoscerebbe il diritto di recesso anche ai soci che non approvino la quotazione in borsa, trattandosi anch’essa di trasformazione – si veda P. Spada, *Tipologia delle società e società per azioni quotate*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2000, p. 214 ss. Più recentemente cfr. anche M. Cera, *Le società con azioni quotate nei mercati*, Torino, 2018, p. 13 che ha recentemente ricostruito il dibattito, riportando la significativa prevalenza in dottrina della tesi contraria all’identificazione di un nuovo tipo legale per le s.p.a. quotate, corroborando, peraltro, tale riflessione con l’argomento che la riforma del diritto societario del 2003 attraverso l’articolo 2325-*bis* (di cui alla nota successiva) ha inteso bipartire la società per azioni in aperte (*i.e.*, che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio) e chiuse. Cionondimeno lo stesso Autore non nega la forte peculiarità legislativa che caratterizza le s.p.a. quotate aderendo all’orientamento che, coerentemente con il citato dato normativo, fa riferimento a due sottotipi. In merito alla crescente relazione tra diritto societario e diritto dei mercati finanziari, v. anche P.G. Jaeger, *L’interesse sociale rivisitato (quarant’anni dopo)*, in *Giur. Comm.*, 2000, p. 798.

⁵ Sul punto si veda, *ex multis*, il recente contributo di M. Cera, *Le società con azioni quotate nei mercati*, Torino, 2018, p. 1 per una puntuale rassegna delle fonti della disciplina della società che emettono azioni quotate nei mercati regolamentati, come enunciato dall’art. 2325-*bis* del codice civile che le distingue, nell’alveo delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, dalle società con azioni diffuse tra il pubblico in maniera rilevante. In particolare, a livello di fonti di rango primario, alla disciplina generale del Codice civile applicabile alle società per azioni – che pure detta alcune norme o eccezioni di esclusiva applicazione agli emittenti quotati, come nel caso della c.d. esclusione semplificata del diritto di opzione – si aggiunge quella dettata dal d. lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 (Testo Unico della Finanza o “TUF”), la cui portata applicativa è limitata alle sole società

dalla quale osservare la società quotata nonché, di conseguenza, la sua compagine sociale. Il mercato finanziario è infatti individuato come la fonte di approvvigionamento di risorse per l'emittente, che deve potersi rivolgere ad un ampio ed eterogeneo spettro di investitori: l'azione risulta quindi percepita non solo come frazione della partecipazione alla gestione dell'attività di impresa⁶ ma anche, e soprattutto, come strumento di investimento negoziato presso i mercati regolamentati e, di conseguenza, sottoposto alle regole giuridiche e economiche di questi ultimi⁷.

aperte. A tale normativa si aggiunge da un lato quella di fonte secondaria e regolamentare e dall'altro quella di matrice sovranazionale, come nel caso delle direttive europee, talvolta aventi ad oggetto le sole società quotate.

⁶ Per questa concezione più tradizionale si veda in particolare M. Bione, *Le azioni*, in Trattato delle società per azioni - Vol. 2* (diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale), Torino, 1991, p. 5 che fa riferimento all'azione come unità rappresentativa di "quel complesso di posizioni attive e passive in cui si articola la partecipazione sociale".

⁷ In merito alla duplice accezione dell'azione si veda in particolare M. Maugeri, *Partecipazione sociale, quotazioni di borsa e valutazione delle azioni*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2014, p. 95 che prende in considerazione l'argomento dal punto di vista valutativo del titolo, rilevando come il differente punto di vista circa il significato dell'investimento determini, tra l'altro, un diverso risultato di tale procedimento. V. anche P. Ferro-Luzzi, *Riflessioni sulla riforma; I: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2005, p. 690 per un inquadramento dell'azione nella prospettiva della società come organizzazione del finanziamento. In senso ancora più netto, v. P. Spada, *Classi e tipi società dopo la riforma organica guardando alla "nuova" società a responsabilità limitata*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2003, p. 494 che, in maniera evocativa, considera le azioni quasi alla stregua delle altre merci negoziate e scambiate sui mercati e B. Libonati, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. Soc.* 2001, p. 87 che, ritenuta l'azione uno strumento di investimento, afferma come tale presa d'atto funga da necessaria premessa a molteplici successivi ragionamenti. In questo senso appare logico aderire al pensiero anche per il tema oggetto del presente elaborato, dal momento che la possibile tutela della posizione amministrativa dell'azionista – logicamente connessa al preteso carattere partecipativo dell'azione – svolgerà un ruolo non secondario nello studio. Si veda infine E. Restelli, *Finanziamento dell'impresa e coazione a sottoscrivere. Gli aumenti di capitale iperdiluitivi*, Tesi di Dottorato discussa presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore, 2016-2017, p. 78, 79 che ricostruisce la nozione di azione nella duplice prospettiva rispettivamente del diritto societario (frazione di partecipazione al capitale sociale che è anche rappresentativa dei diritti e dei doveri del socio) e del diritto dei mercati finanziari (valore mobiliare rappresentativo del rapporto di investimento).

Coerentemente con questa prospettiva si è delineata, sul lato dell'offerta degli strumenti finanziari, la concezione della società come mezzo di finanziamento dell'attività di impresa⁸. Allo stesso modo, gli azionisti investitori – definiti in senso ampio come coloro che sono estranei al gruppo di controllo⁹ (se presente, come peraltro si vedrà essere nella maggioranza dei casi) – sono efficacemente rappresentati come “cittadini del mercato” che, messi a proprio agio dalla facilità di disinvestimento, si muovono in direzione delle più remunerative opportunità o, talora, abbandonano il mercato stesso¹⁰: l'investimento del risparmio nella società per azioni è un mezzo al servizio del fine di incrementare la propria ricchezza¹¹. Sembra quindi ipotizzabile, nella prospettiva del diritto dei mercati finanziari, lo sdoganamento dell'espressione *acquisto di azioni*, in luogo del termine *sottoscrizione*, attingendo all'esperienza americana dove si vedrà che questa concezione è ancor più marcata¹².

L'affiancamento al tradizionale binomio società-azionista, di quello emittente-investigatore testimonia una maggiore attenzione

⁸ P. Ferro-Luzzi, *Riflessioni sulla riforma; I: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, *Riv. Dir. Comm.*, 2005 p. 681 e p. 683 che precisa, tra l'altro, come la forma principale di tale rapporto di finanziamento sia rappresentato dal binomio “conferimento-partecipazione”.

⁹ Si veda A. Mazzoni, *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. Comm.*, 1998, p. 486 circa la definizione degli azionisti investitori in negativo, come esterni al gruppo di controllo (di diritto o di fatto). Si veda sul punto anche C. Angelici, *Le “minoranze” nel decreto 58/1998: “tutela” e “poteri”*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1998, I, p. 215 che rimarca l'importanza a livello metodologico di distinguere tra le varie categorie di azionisti, sottolineando che la distinzione tra azionisti imprenditori e azionisti risparmiatori non solo non vada abbandonata ma debba possibilmente essere oggetto di ulteriore grado di dettaglio.

¹⁰ V. A. Mazzoni, *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. Comm.*, 1998, p. 487. Si veda anche successivamente lo stesso Autore in A. Mazzoni, *Le minoranze nella tipologia della realtà*, in *La tutela delle minoranze nelle società quotate, Studi in memoria di Alessandro Cerrai* (a cura di A. Piras), 2005, p. 15 che rileva la duplice accezione degli azionisti di minoranza come soci e come partecipanti al mercato.

¹¹ Così E. Restelli, *Finanziamento dell'impresa e coazione a sottoscrivere. Gli aumenti di capitale iperdiluitivi*, Tesi di Dottorato discussa presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore, 2016-2017, p. 78

¹² Si veda *infra* cap. secondo, para II.1.

all'angolo finanziario dell'investimento in partecipazioni azionarie¹³ a sfavore di quello gestorio. Viene dunque destituito – o per lo meno fortemente annacquato – il profilo di adesione “ad un medesimo contratto (il contratto di società) finalizzato allo svolgimento di un'attività economica comune” a favore della remunerazione dell'investimento¹⁴. La natura finanziaria della società per azioni

¹³ Si veda, tra l'altro, P. Ferro-Luzzi, *Riflessioni sulla riforma; I: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, *Riv. Dir. Comm.*, 2005, p. 676 in merito all'emersione del profilo finanziario dell'attività di impresa e al conseguente crescente utilizzo di soluzioni societarie, in particolare quotate, significativamente differenti rispetto al modello legislativo che il codice civile delineava antecedentemente alla riforma del 2003; C. Angelici, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006, p. 82 che parla di s.p.a. come “tecnica per l'acquisizione di mezzi finanziari da destinare all'impresa”; A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 8 che nel manifestare il ragionevole convincimento che il mercato renda più acuto il profilo finanziario dell'impresa, ricorda come non venga meno l'appartenenza della società quotata “al *genus* dei contratti associativi”; G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e sul suo utilizzo*, in *AGE*, 2017, p. 259 che ritiene che la fattispecie dell'esclusione semplificata del diritto di opzione nelle società quotate di cui all'art. 2441, c. 4, secondo periodo vi sia la subalternità del profilo partecipativo rispetto a quello finanziario, per quanto concerne quantomeno gli azionisti di minoranza.

¹⁴ In questo senso si veda U. Tombari, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, *Riv. Soc.*, 2002, p. 1087 che sottolinea la rinnovata accezione dell'impresa quotata di “coacervo di strumenti finanziari” attingendo dalle parole di un altro Autore; così, infatti, Minervini, *La dematerializzazione delle azioni quotate e l'esercizio dei diritti sociali*, in *Giur. Comm.*, 1999, I p. 660. Si vedano anche P. Spada, *Classi e tipi società dopo la riforma organica (guardando alla “nuova” società a responsabilità limitata)*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2003, p. 493, 494 che muove dalla facilità della circolazione della partecipazione come necessaria premessa per la presenza nella compagine sociale di investitori focalizzati sul profilo speculativo e sull'eventuale disinvestimento della partecipazione sulla base di motivazioni meramente economiche; G. Ferri jr., *In tema di interesse legittimo e disciplina delle società di capitali*, in *Dir. e giur.*, 2001, p. 6 che concorda circa la compressione (pur sottolineando come non si tratti di totale scomparsa) del profilo corporativo; E. Restelli, *Finanziamento dell'impresa e coazione a sottoscrivere. Gli aumenti di capitale iperdiluitivi*, Tesi di Dottorato discussa presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore, 2016-2017, p. 84 che rileva l'indifferenza dei membri della compagine sociale – o, più correttamente, investitori nei titoli dell'emittente – nei confronti “dell'esercizio delle prerogative riconosciute allo *status socii*”. L'argomento non è scevro da implicazioni in tema di diritto di opzione, come verrà approfondito nei paragrafi successivi; sul punto si veda, tra l'altro, A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 148

quotata emerge ulteriormente se si considerano non solo gli azionisti tradizionali ma anche gli altri soggetti che a vario titolo giuridico contribuiscono al finanziamento della stessa, nel tempo divenuta una delle finalità più rilevanti dei mercati finanziari¹⁵. La tesi circa la sostanziale rigidità della domanda (*i.e.*, gli investitori) rispetto al tipo di strumenti¹⁶ e valori mobiliari corrobora il convincimento che la finalità principale di coloro che partecipano al mercato sul lato della domanda sia di tipo patrimoniale – coerentemente con i rispettivi profili di rischio – piuttosto che il coinvolgimento nell’attività di impresa¹⁷. A tal riguardo, la più autorevole dottrina ha spiegato come l’interazione con il diritto dei mercati finanziari, unita ad una maggiore istituzionalizzazione delle strutture azionarie, comporti un differente approccio nei confronti dell’interesse sociale, sostenendo, nell’ambito della prospettiva economica dell’investimento, l’ulteriore prevalenza dell’interesse al valore reale delle azioni (*i.e.*, ad un remunerazione del

che individua un collegamento tra la disciplina dell’esclusione semplificata del diritto di opzione nelle società quotate e l’“irrelevanza della composizione qualitativa della compagine sociale”.

¹⁵ Cfr. M. Cera, *Le società con azioni quotate nei mercati*, Torino, 2018, p. 5 che rileva la duplicità dell’interesse sotteso alle norme dettate in materia di mercati finanziari, ossia la “mobilizzazione del risparmio e la canalizzazione verso le attività delle imprese” nonché la tutela degli investitori.

¹⁶ Si veda A. Mazzoni, *Le fonti del diritto commerciale tra memorie storiche e scenari futuri*, in *Riv. Soc.*, 2001, p. 876 che, pur non facendo espresso riferimento al termine di origine microeconomica, ha spiegato l’intercambiabilità dal punto di vista degli investitori tra i differenti strumenti e valori mobiliari; in senso ancor più netto E. Restelli, *Finanziamento dell’impresa e coazione a sottoscrivere. Gli aumenti di capitale iperdiluitivi*, Tesi di Dottorato discussa presso l’Università Cattolica del Sacro Cuore, 2016-2017, p. 77 che arriva a individuare una fluidità tra i concetti di azionista e di creditori, supportando il proprio argomento con precedenti studi di altri Autori. Si vedano infatti sul punto C. Angelici, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006, p. 73 e G. Ferri Jr., *Struttura finanziaria dell’impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. Not.*, 2008, 741, spec. 767 che delinea il conflitto tra gli interessi di soci e creditori – intrinseco alla natura della società – come interno alla classe dei finanziatori dell’emittente, dal momento che entrambe le categorie hanno pretese, ancorché di diversa natura, sul patrimonio sociale.

¹⁷ Si veda U. Tombari, *Azioni di risparmio e tutela dell’investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, *Riv. Soc.*, 2002, p. 1088, che coerentemente con il proprio pensiero, nell’enfatizzare la funzione di investimento della società annovera tra i soggetti finanziatori non solo gli azionisti ma anche i diversi conferenti di risorse a titolo di investimento, indipendentemente dalla forma giuridica dello stesso.

proprio investimento attraverso un guadagno in conto capitale) rispetto a quello reddituale (*i.e.*, remunerazione attraverso la distribuzione di utili da parte della società), non mancando peraltro di notare come la realizzazione di tale principale aspettativa si compia soltanto con la perdita dello *status* di azionista¹⁸. Il profilo dell'azionista imprenditore, maggiormente interessato allo svolgimento o alla partecipazione all'attività di impresa e, di conseguenza, all'esercizio delle prerogative dello *status socii*, risulta relegato alle partecipazioni di controllo o, al più, a quelle rilevanti¹⁹. La distinzione tra le due tipologie di azionista²⁰ sfocia, secondo un altro Autore, in una duplice natura dell'interesse sociale, diverso a seconda che si tratti di azionisti di minoranza – primariamente interessati al profilo economico dell'investimento e, si aggiunge, a mantenerne la liquidità e la connessa facilità di disinvestimento – e quelli di maggioranza, il cui investimento non si concretizza soltanto nella partecipazione al mercato²¹. In questo

¹⁸ In questo senso P.G. Jaeger, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. Comm.*, 2000, p. 811 che ulteriormente nota come tale interesse sociale si realizzi compiutamente soltanto con la perdita dello status di azionista. Cfr. tuttavia G. Ferrarini, *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Riv. Soc.*, 2002, p. 477 che confuta espressamente tale tesi sostenendo che il rendimento azionario consta sia della componente reddituale sia di quella rappresentata dalla valorizzazione delle azioni. In tema di interesse sociale delle società quotate, pur senza alcuna pretesa di esaustività, sembra opportuno quantomeno menzionare l'esistenza di un dibattito circa l'eventualità che una società per azioni quotata sia amministrata considerando anche interessi ulteriori all'accrescimento della ricchezza degli azionisti. Sul punto, tra i tanti, v. C. Angelici, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006, p. 5.

¹⁹ Cfr., ad esempio, U. Tombari, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, *Riv. Soc.*, 2002, p. 1094 che limita la figura del socio imprenditore – inteso come l'azionista interessato all'esercizio dell'attività sociale e non al mero risultato economico del proprio investimento – al caso degli azionisti con partecipazioni (almeno) significative.

²⁰ In merito alla ricostruzione della dicotomia tra azionista imprenditore e azionista investitore si veda G. Oppo, *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, in *Le grandi opzioni della riforma e del processo societario* (a cura di G. Cian), 2004, p. 14 che ne colloca genesi da un punto di vista temporale intorno al settimo decennio del secolo scorso e ricorda come alcune voci invocassero una partecipazione assolutamente passiva da parte degli azionisti risparmiatori. Si noti, sul punto, come tale convinzione fosse antitetica all'approccio adottato a livello legislativo in epoca contemporanea, volto a favorire in ogni modo la partecipazione delle minoranze. Sul punto v. *infra* nel para.

²¹ Cfr. A. Mazzoni, *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. Comm.*, 1998, p. 487 che individua nei benefici extra-mercato la componente di

senso si è ritenuto come sia il primo ad essere maggiormente allineato a quello di un corretto funzionamento delle borse valori e dei meccanismi che ne determinano i corsi²² e come tale sovrapposizione sia stata opportunamente recepita dalla regolamentazione primaria dei mercati finanziari, che più ha ad oggetto il profilo finanziario dell'investimento²³. Il ragionamento sembra del resto coerente, dal momento che il mercato è la sede dove si origina e sviluppa interamente il rapporto tra emittente e azionisti investitori, mentre lo stesso non sembra necessariamente corretto con riguardo a un ipotetico azionista di controllo.

La diversa prospettiva nei confronti della partecipazione sociale nelle società con titoli quotati rispetto a quelle chiuse nonché la mutata aspettativa dei soci nei confronti della gestione societaria, che in questa sede si è tentato di riassumere, hanno inevitabili ripercussioni sui mezzi di tutela. In questo senso, infatti, appare relativamente sfumata la protezione della posizione soggettiva endosocietaria dell'azionista, a vantaggio di una maggiore enfasi circa i presidi (e possibilmente l'incremento) del valore dell'investimento²⁴.

valorizzazione dell'investimento possibile soltanto agli azionisti di controllo e che, di conseguenza, determina una differente prospettiva rispetto a quanti ricerchino integralmente ed esclusivamente nel mercato tale soddisfazione. Si veda tuttavia G. Oppo, *La nuova legislazione commerciale. Maggioranza e minoranze nella riforma delle società quotate*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1999 p. 438 che nota come l'interesse sociale che la minoranza persegue possa generare situazioni di contrapposizione con l'interesse dell'emittente e con l'organo gestorio.

²² Così A. Mazzoni, *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, Giur. Comm., 1998, p. 488 che pure non manca di sottolineare come astrattamente entrambe le prospettive siano coerenti con il concetto di interesse sociale.

²³ In senso espressamente conforme, anche B. Libonati, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. Soc.* 2001, p. 98. V. anche M. Cera, *Le società con azioni quotate nei mercati*, Torino, 2018, p. 11 che, nel riferirsi all'art. 91 del TUF come base normativa per affermare che il (o uno dei) compito principale di CONSOB sia la tutela degli investitori, tende a circoscrivere tale categoria agli azionisti lontani dalla gestione dell'impresa.

²⁴ Si veda A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 10 che esprime un *favor* per la prospettiva oggettiva (piuttosto che soggettiva) della vita societaria, fortemente incentrata sulla dimensione finanziaria dell'investimento e p. 14 ove si fa riferimento, tra l'altro, nello caso delle società aventi una dispersa compagine azionaria, alla presenza di una consistente porzione di azionisti disinteressati ai diritti sociali per giustificare una generale "compressione" di questi ultimi. Si noti come tale argomento, pur condivisibile, va considerato con cautela per due ordini di ragioni: innanzitutto si presta ad

È stato ulteriormente argomentato come la “spersonalizzazione” dell’investimento nelle società per azioni quotate allontani gli azionisti dall’attività di gestione²⁵. Tale caratteristica rende tali organizzazioni societarie il naturale contesto per i problemi di *agency* che si rinvergono in presenza di un disallineamento di interessi da parte dei soggetti coinvolti, in questo caso azionisti e amministratori²⁶.

un’obiezione di carattere empirico circa l’incidenza delle società che soddisfino tale caratteristica nel mercato italiano e, in secondo, luogo sottovaluta l’importanza che l’esercizio dei diritti sociali può avere per altri investitori (in particolare quelli istituzionali), a maggior ragione in assenza di un socio di riferimento. V. *infra*, para III.

²⁵ V. E. Restelli, *Finanziamento dell’impresa e coazione a sottoscrivere. Gli aumenti di capitale iperdiluitivi*, Tesi di Dottorato discussa presso l’Università Cattolica del Sacro Cuore, 2016-2017, p. 84; in merito a spersonalizzazione e anonimato dell’investimento azionario si rinvia a P. Spada, *Classi e tipi società dopo la riforma organica (guardando alla “nuova” società a responsabilità limitata*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2003, p. 494. Si veda anche G. Rossi, *La metamorfosi della società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 2012, p. 7 che muove dall’opacità degli assetti proprietari (in particolare circa la conoscenza di coloro che esercitano effettivamente il potere) per sostenere la tesi circa il crescente anonimato della società per azioni.

²⁶ L’eterogeneità e la molteplicità degli interessi coinvolti negli emittenti quotati rappresentano un concetto consolidato nella letteratura giuscommerciale sulla argomento. Si segnala in particolare A. Mazzoni, *Le minoranze nella tipologia della realtà*, in *La tutela delle minoranze nelle società quotate, Studi in memoria di Alessandro Cerrai* (a cura di A. Piras), 2005, p. 13 che oltre agli interessi degli amministratori, degli azionisti di controllo (o aspiranti tali) e delle diverse declinazioni degli azionisti di minoranza, rappresentava una più ampia categoria di portatori di interessi composta dai c.d. *stakeholders* quali creditori, lavoratori e in generale ulteriori soggetti che avessero aspettative nei confronti della società risolvendo in senso negativo l’attuale dibattito circa la correttezza dell’affermazione che l’emittente debba essere gestito solo nell’interesse dei soci. In merito al problema dell’*agency* – all’inquadramento del tema nella fattispecie italiana del contratto di mandato – nelle società quotate e, più in generale, le diverse possibili inefficenze e asimmetrie che affliggono il mercato dei capitali, v. A. Perrone, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2016, p. 8 ss. Si vedano anche *Id*, p. 69 per un’ulteriore collocazione del tema nell’ambito del diritto del governo societario e S. Alvaro, M. Maugeri, G. Strampelli, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di *stewardship*. Problemi e prospettivi*, Quaderni giuridici Consob, 2019, p. 12 che mettono in relazione il problema di tali conflitti di interesse interni alla società e la nascita del fenomeno dell’attivismo dei fondi di investimento. Il complesso tema dell’*agency* nel contesto delle società quotate è stato sviluppato con forza dapprima negli studi americani; si vedano, *ex multis*, A.A. Berle, G.C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, 1932, in particolare p. 82, 83 che teorizzano il problema dell’*agency* generato dalla separazione tra proprietà e controllo nel modello societario – rappresentativo della larga maggioranza degli emittenti

Il problema, applicabile a molteplici materie, è efficacemente riassunto, tra l'altro, dal tema del compenso dei manager, ben potendosi argomentare che questi abbiano maggiore facilità nell'ottenere remunerazioni eccessive in società ad azionariato disperso che non in presenza di un azionista di controllo che svolga un'efficace attività di monitoraggio sulla gestione, a meno di un allineamento di interessi (per non dire sovrapposizione di ruoli) tra azionista di controllo e amministratori stessi²⁷. Tali riflessioni hanno un impatto non trascurabile nei confronti delle operazioni di aumento di capitale a pagamento, che questo studio si propone di trattare, e si vedrà non essere affatto impermeabile ai problemi di conflitto di interessi.

Al tempo stesso è opportuno sottolineare come, all'interno del *genus* della società quotate (e ancor di più in quello di azionista di società quotata), emergano differenti *species* a seconda degli assetti proprietari

americani quotati dell'epoca – ad azionariato molto disperso e con partecipazioni rappresentative di una frazione infinitesimale della società; rappresentativi della larga maggioranza; M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 *J. Fin. Econ.* 305 (1976), p. 308 che, in quella che è tuttora considerata una delle più influenti analisi sul tema, espongono una dettagliata analisi dei costi derivanti da tale problematica intrinseca al governo societario; H. Hansmann, R. Kraakman, *Problemi di agency e strategie normative*, in *Diritto societario comparato* (a cura di R. Kraakman et al.), 2006, p. 29 e ss. che ricostruiscono il tema utilizzando lenti indipendenti dall'ordinamento giuridico dei singoli stati e individuano una delle funzioni del diritto societario nel ridurre i possibili conflitti tra le varie componenti di portatori di interessi nei confronti dell'emittente i costi da essi generati. Il dibattito – naturalmente trasferitosi anche a numerosi altri stati – è proseguito nei decenni con molteplici studi, molti dei quali hanno declinato il problema verso una tipologia particolare di società (come, ad esempio, quelle con diverse categorie di azioni in grado di eliminare la contendibilità dell'emittente) o azionisti (come, ad esempio, gli investitori istituzionali), si vedano rispettivamente L.A. Bebchuk, K. Kastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, 103 *Va. L. Rev.* 585 (2017) e R.J. Gilson, J.N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 *Colum. L. Rev.* (2013). In un contesto nel quale numerosi studi hanno messo in luce il problema dei costi derivanti dall'amministrazione da parte degli *agent* sembra interessante segnalare anche lo studio di Z. Goshen, R. Squire, *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*, 767 *Col. L. Rev.* (2017) che oltre a ricostruire dettagliatamente il problema e le soluzioni fin lì proposte (p. 775-783), propongono una innovativa analisi dei costi derivanti dall'attribuzione del potere di controllo ai *principal*.

²⁷ V. G. Ferrarini, *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Riv. Soc.*, 2002, p. 475.

della stessa²⁸. In questo contesto sembra ragionevole distinguere le differenti strutture azionarie e i diversi tipi di azionisti, dal momento che non tutti hanno le medesime prerogative e aspettative²⁹, né i medesimi interessi nei confronti del governo societario in generale e di un aumento di capitale a pagamento in particolare³⁰. A fianco delle tradizionali tipologie di soci di controllo, che, come accennato, sono tradizionalmente di tipo industriale – a livello di coinvolgimento nell’attività di impresa – e degli azionisti *retail* di tipo risparmiatore, è

²⁸ V., tra gli altri, A. Perrone, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2016, p. 69 che nota come il tema di *agency* (tradizionalmente tra azionisti e *manager*) in presenza di un socio di controllo si declini nella diversa forma tra azionisti di maggioranza e di minoranza. In senso analogo si era precedentemente espresso C. Angelici, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006, p. 7 che inquadra il tema anche in ottica comparata tra Italia e Stati Uniti. Si vedrà come anche l’operazione di aumento di capitale non sia scevra da tali condizionamenti, in particolare avendo riguardo di chi esercita un’influenza sulla decisione di approvare l’operazione e, eventualmente, escludere o limitare il diritto di opzione.

²⁹ A livello metodologico cfr. M. Cera, *Le società con azioni quotate nei mercati*, Torino, 2018, p. 9, che afferma come un completo studio delle regole che governano le società quotate si fondi anche sulla piena comprensione della tipologia di azionisti e investitori che operano nei mercati e compongono l’azionariato degli emittenti. In particolare, l’Autore rileva la forte e crescente presenza degli investitori professionali che, nondimeno, non sembra essere oggetto di specifica e particolare attenzione nel TUF.

³⁰ In tal senso si veda P.G. Jaeger, *Gli azionisti: spunti per una discussione*, in *Giur. Comm.*, 1993, I, p. 38 che riteneva, già al tempo, banalizzante la mera distinzione tra soci imprenditori e soci finanziatori, potendosi individuare nella seconda categoria una notevole eterogeneità tra i soggetti e, in particolare, argomentando come quantomeno la distinzione tra azionisti istituzionali e piccoli risparmiatori si rendesse necessaria (p. 40). Non solo tale analisi sembra tutt’ora accurata ma la sua portata appare notevolmente amplificata. Analogamente si veda anche G. Oppo, *La nuova legislazione commerciale. Maggioranza e minoranze nella riforma delle società quotate*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1999 p. 431 che distingue, nel novero delle diverse situazioni fattuali rappresentabili con il concetto di minoranza, tra il caso di minoranza “residuata e contrapposta alla maggioranza del capitale sociale” e il differente caso della minoranza che si contrappone ad una altra minoranza, detentrici tuttavia di un potere sufficiente però a gestire la società. Tipicamente, in questo senso caso – che fonda a sua volta la nozione di controllo di fatto dal momento che non è necessaria la maggioranza assoluta dei diritti di voto per controllare (in senso volutamente ampio e atecnico) la gestione di una società – sarà un possibile contesto per i casi di minoranze più rumorose anche se, come si vedrà, si riscontrano esempi anche nell’ambito di società con azionisti di maggioranza assoluta. V. *infra* nel paragrafo.

infatti negli ultimi decenni notevolmente incrementata la presenza dei c.d. investitori istituzionali nel senso ampio del termine³¹. Nel novero di tale tipologia si possono annoverare i fondi di speculazione attivisti e gli investitori istituzionali in senso stretto, che a loro volta si distinguono in attivi e passivi³²: ciascuno di essi ha un differente approccio e interesse al governo societario, che un recente studio ha diffusamente studiato anche attraverso opportuni riferimenti comparati a mercati di altri paesi³³. È tuttavia utile ricordare la differenza nei modelli di impresa tra gli investitori che partecipano al mercato del c.d. controllo societario rispetto a quelli che partecipano al mercato dell'influenza: mentre i primi – principalmente interessati a

³¹ Cfr. C. Angelici, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006, p. 7 che dettaglia la tripartizione tra gli azionisti in imprenditori, risparmiatori e investitori istituzionali e spiega come ciascun sottogruppo sia portatore di una diversa aspettativa circa la gestione dell'impresa, ragionevolmente anche (ma non solo) in considerazione del diverso termine che considerano per il proprio investimento.

³² Al fine di meglio individuare i diversi soggetti annoverabili nella categoria sembra utile richiamare la rappresentazione di D.S. Lund, *Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance*, 71 *Stan. L. Rev.* 687 (2019), p. 717 che descrive gli investitori istituzionali come aventi titolari di partecipazioni azionarie concentrate e rilevanti, nonché di conseguenza incentivi significativi (ancorché non perfetti) ad esercitare le loro prerogative di azionisti nelle società partecipate. A questo gruppo – del quale fanno parte a titolo esemplificativo fondi pensione, fondi speculativi, fondi di *private equity* e fondi comuni di investimento – va sottratta la non irrilevante categoria degli investitori passivi, che pongono ulteriori problematiche dal momento che replicano gli indici di mercato ed è controverso se abbiano adeguati incentivi a partecipare al governo societario dell'emittente.

³³ Si veda sul punto la comprensiva ricostruzione di S. Alvaro, M. Maugeri, G. Strampelli, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettivi*, Quaderni giuridici Consob, 2019, p. 6 che distinguono gli investitori istituzionali in senso stretto dai fondi attivisti (i c.d. *hedge funds*) dal momento che mentre per i primi la decisione di esercitare i propri diritti di voto scaturisce dall'insoddisfazione nei confronti dell'amministrazione societaria (e viene quindi definita come avente carattere reattivo), i secondi individuano potenziali obiettivi sul mercato azionario tra le società che sono considerate sottovalutate e, una volta acquisita una partecipazione solitamente di minoranza rilevante, si attivano per promuovere un cambiamento nel governo societario e nelle politiche adottate dall'emittente (si veda anche *Id.*, p. 17 dove viene ulteriormente approfondita tale distinzione). Gli stessi autori, all'interno del primo gruppo distinguono gli investitori istituzionali attivi da quelli passivi, riportando il dibattito intorno agli incentivi di questi ultimi.

operazioni di tipo industriale – ambiscono all’acquisizione di una partecipazione sufficiente almeno ad esercitare un’influenza dominante sulla *target*, i secondi solitamente acquisiscono una partecipazione di minoranza rilevante con l’auspicio di determinare un cambio nella gestione dell’emittente facendo leva sull’appoggio di altri azionisti (per lo più istituzionali) insoddisfatti dalla gestione del *management* o in disaccordo con i progetti di quest’ultimo³⁴.

Tali categorie e definizioni, originatesi nei mercati dei capitali globali e in particolare quello degli Stati Uniti, vanno ulteriormente applicate e contestualizzate nel particolare mercato italiano. Il più recente rapporto predisposto da Consob in tema di governo societario ha rilevato che a fine 2018 una significativa prevalenza – anche tra le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio – di strutture proprietarie con un socio controllante di diritto, *i.e.*, che esercita il 50% più uno dei diritti di voto nell’assemblea ordinaria³⁵.

³⁴ La distinzione tra “*market for influence*” e “*market for control*” si deve a B.R. Cheffins, J. Armour, *The Past, Present, and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds*, 37 *J. Corp. L.* 51 (2011), p. 58 che spiegano come per gli *activist hedge funds* sia utile acquisire una partecipazione sufficiente a esercitare qualche forma di pressione sugli amministratori e a convincere altri azionisti circa l’idoneità dei cambiamenti proposti a creare valore nell’intervallo temporale rilevante. Secondo un’altra tesi tale posizione collocherebbe invece il soggetto che la detiene in un’area ibrida tra il controllo e la mera influenza; così A.L. Christie, *The New Hedge Fund Activism: Activist Directors and the Market for Corporate Quasi-Control*, 19 *J. Corp. L. Stud.* 1 (2019), p. 14. La relazione tra fondi speculativi e investitori istituzionali in senso stretto è stata fortemente sostenuta, tra gli altri, da Ronald J. Gilson and Jeffrey N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 *Colum. L. Rev.* 863 (2013) che hanno spiegato che mentre i primi sono solitamente la “voce” dei secondi, questi ultimi non sono attivi a livello di proposte ma non si sottraggono all’esercizio del diritto di voto circa le proposte di altri. Si noti come tali ragionamenti indurrebbero a considerare particolarmente rilevante la posizione amministrativa, in ragione dell’incentivo da parte di taluni soggetti (*i.e.*, il fondo speculativo agente e gli investitori istituzionali potenzialmente inclini a supportarlo) a non vedere diluito il proprio peso in assemblea. Si vedrà tuttavia come, sul mercato italiano, tale ragionamento, pur valido, si scontri parzialmente con una composizione degli assetti proprietari non sempre favorevole a campagne di questo tipo.

³⁵ Si veda CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2019, p. 13, che rinveniva 123 società controllate di diritto su un totale di 231 quotate sul Mercato Telematico Azionario; la partecipazione mediamente detenuta dall’azionista più significativo tra tutte le società oggetto della rilevazione era pari al 48.3%.

Contemporaneamente, al netto degli ulteriori soggetti nel cui azionariato si è riscontrato un controllante di fatto, rimane percentualmente esiguo il numero di società effettivamente contendibili, le c.d. *public company* sul modello anglosassone con una compagine azionaria effettivamente dispersa³⁶. Questi dati conducono ad una spontanea considerazione circa i possibili strumenti a disposizione degli investitori istituzionali (in senso ampio) al fine di partecipare ed, eventualmente, intervenire sul governo societario dell'impresa. In altre parole, il canonico approccio dei fondi speculativi si fonda sulla, più o meno esplicita, minaccia di lanciare una *proxy fight*, ossia una battaglia per il controllo societario attraverso la raccolta delle deleghe di voto, facendo leva sull'auspicato supporto di taluni investitori istituzionali. Allo stesso modo, è stato più volte sottolineato come a fronte dell'attività di *engagement* degli investitori istituzionali non attivisti, i *manager* della società target siano ben consapevoli che questi stessi azionisti saranno possibilmente chiamati a votare nel contesto di una *proxy fight* e la determinazione della loro preferenza sarà fortemente basata sui risultati delle interazioni con la società partecipata³⁷; addirittura è stato argomentato come spesso i fondi speculativi facciano leva di proposito sui dissensi emersi dalle attività di *engagement*

³⁶ Cfr. CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2019, p. 13, che notava come soltanto 13 società fossero effettivamente contendibili. Sul punto si veda l'interessante considerazione di C. Angelici, *Le "minoranze" nel decreto 58/1998: "tutela" e "poteri"*, in *Riv. Dir. comm.*, 1998, I, p. 216 che mette in relazione gli assetti delle compagini sociali e le scelte politiche dei legislatori, citando in particolare l'approccio del legislatore americano del terzo decennio del secolo scorso che aveva favorito la dispersione dell'azionariato disincentivando l'emersione di investitori istituzionali. Si noti peraltro che l'Autore conclude esprimendo il convincimento che la riforma delle società quotate del 1998 (da poco introdotta) avrebbe ulteriormente allontanato le compagini societarie italiane dal modello della c.d. *public company* anglosassone (*Id.*, p. 226). In senso più dubitativo si era espresso A. Mazzoni, *Le minoranze nella tipologia della realtà*, in *La tutela delle minoranze nelle società quotate, Studi in memoria di Alessandro Cerrai* (a cura di A. Piras), 2005, p. 22, rimarcando peraltro come l'affidamento ai gestori professionali e la conseguente maggior presenza di investitori istituzionali non rappresentino necessariamente sviluppi negativi.

³⁷ V. per tutti S. Alvaro, M. Maugeri, G. Strampelli, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettive*, Quaderni giuridici Consob, 2019, p. 9 che argomentano come l'essenzialità, ai fini del successo della campagna degli attivisti, degli investitori istituzionali renda gli amministratori recettivi alle istanze di questi ultimi, nel timore di perderne l'appoggio

per aver successo nella propria campagna. Emerge come nel panorama italiano l'utilizzo di questo strumento – nella forma reale o potenziale – sia piuttosto remota: ciò non preclude e non ha precluso né l'attività di *engagement* né casi di attivismo³⁸ ma è bene precisare che l'ipotesi di “contare i voti” è un caso estremamente marginale in un panorama densamente popolato da azionisti di controllo³⁹.

³⁸ Si veda sul punto come S. Alvaro, M. Maugeri, G. Strampelli, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettivi*, Quaderni giuridici Consob, 2019, p. 27, 28 che addirittura rimarcano come in Italia e in Germania le forme di attivismo siano addirittura relativamente (*i.e.*, rispetto al numero di società quotate) più frequenti rispetto a quanto avviene nei paesi anglosassoni. Secondo gli stessi autori, ulteriore differenza è rinvenibile in una maggiore propensione all'iniziativa da parte degli investitori istituzionali che, in Italia, non si limitano a seguire le iniziative dei fondi speculativi.

³⁹ Appare spontaneo chiedersi di quali strumenti disponga un investitore speculativo nei confronti del *management* dell'emittente, qualora vi sia un'azionista di controllo e quindi il primo non rappresenti una minaccia credibile ai fini della lotta per il controllo dell'emittente. A tal proposito sembra possibile applicare gli argomenti di D.S. Lund, *Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance*, 71 Stan. L. Rev. 687 (2019), p. 742, 743 che riporta casi sul mercato americano nei quali i fondi attivista abbiano profittevolmente rivolto le loro attenzioni su società aventi una c.d. *dual-class structure*, che approfittando della meno rigida disciplina americana sulle azioni a voto plurimo consentivano a un singolo azionista di detenere una posizione di controllo (in termini di diritti di voto esercitabili) pur con una proporzionalmente minima percentuale di azioni. Si noti che, malgrado tale assetto proprietario, renda teoricamente il dominio sulla società *target* ancor più blindato rispetto ai casi italiani di azionista controllante, gli *insider* (amministratori e controllanti) della società non avevano potuto ignorare le istanze degli attivisti per paura delle pressioni esercitate dai mercati in seguito alla diffusione pubblica di tali proposte e la paura di ripercussioni negative sui corsi di borsa in caso di inerzia. In questo senso sembra utile collegare l'argomento alle sanzioni imposte dal mercato, discusso *infra*. In merito alle forme di attivismo nelle società controllate v. anche K. Kastiel, *Against All Odds: Hedge Fund Activism in Controlled Companies*, 16 Colum. Bus. L. Rev. 101 (2016), p. 108 ss. che riporta la sintesi della propria ricerca e espone la tesi che le società controllate non siano completamente coibentate dalle campagne attiviste (in particolare la ricerca – focalizzata sul mercato americano – ritiene che uno degli strumenti di maggior vigore sia, ove previsto dallo statuto, la possibilità di nominare un membro dal consiglio di amministrazione, cosa che in Italia è prevista per legge, come discusso *infra*). Sul punto, si veda anche M. Erede, *Governing Corporations with Concentrated Ownership structure: an Empirical Analysis of Hedge Fund Activism in Italy and Germany, and its Evolution*, 10 Eur. Company & Fin. L. Rev. 328 (2013), p. 381 che nello studiare le forme di attivismo con focus specifico sui mercati italiano e tedesco ritiene che, in presenza di società non contendibili, gli attivisti abbiano sfruttato gli strumenti che l'ordinamento giuridico italiano ha istituito a difesa

In questo contesto, il legislatore italiano e quello europeo hanno cercato di incentivare la partecipazione degli azionisti di minoranza attraverso norme che ne aumentino le prerogative⁴⁰ e incentivino la propensione alla cosiddetta attività di *engagement* da parte, in particolare, degli investitori istituzionali⁴¹, da ultimo attraverso la

delle minoranza – tra tutti in particolare la regola del voto di lista – e se ne siano avvalsi a scopo “offensivo”.

⁴⁰ V. anche G. Rossi, *La metamorfosi della società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 2012, p. 6 per una ricostruzione anche comparata dei diversi tentativi di perseguire un rafforzamento dei poteri degli azionisti nei confronti degli amministratori. Si noti, peraltro, come ogni dibattito di questo tipo risulti inquinato dal ruolo degli azionisti facenti parte del gruppo di controllo che, nei fatti, risultano nella maggioranza dei casi avere una posizione paragonabile a quella degli amministratori. V. *infra* cap. secondo, para I.2. Cfr. anche M. Maugeri, *Prefazione in Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali* (a cura di M. Maugeri), Milano, 2015, p. VIII, che rileva come da un esame dei diversi documenti di fonte europea si evinca un favore nei confronti della partecipazione degli azionisti al governo societario, sull’assunzione che il coinvolgimento degli stessi (e in particolare di quelli aventi una visione di lungo periodo) sia prodromico al buon governo dell’emittente; in senso conforme anche G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell’art. 2441 c.c. e sul suo utilizzo*, in *AGE* 2017, p. 271 che rileva l’intento del legislatore europeo di promuovere l’esercizio dei diritti e la partecipazione in particolar modo da parte delle minoranze qualificate. Si veda anche S. Alvaro, M. Maugeri, G. Strampelli, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettivi*, Quaderni giuridici Consob, 2019, p. 7 che ritengono che la concentrazione della proprietà azionaria nelle mani di pochi investitori (istituzionali) faciliti l’attività di *engagement* e in generale un dialogo proficuo con gli amministratori. Tale tesi sembra condivisibile pur con il necessario *caveat* che la situazione muta significativamente qualora l’assetto proprietario concentrato sfoci nella presenza di un socio di controllo.

⁴¹ A livello di *policy*, la scelta sembra orientata anche dalla tesi, diffusa a livello internazionale, che lo scarso coinvolgimento e la passività degli investitori istituzionali nell’esercizio delle proprie prerogative – quali il monitoraggio del governo societario delle società partecipate – abbia contribuito a causare la crisi del 2008; sul punto si veda, tra l’altro, S. Alvaro, M. Maugeri, G. Strampelli, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettivi*, Quaderni giuridici Consob, 2019, p. 6. A livello generale, nel discorrere di attività di *engagement* e di esercizio dei diritti delle minoranze, si fa riferimento principalmente agli investitori istituzionali (in senso ampio) dal momento che per mezzi, competenze e sofisticatezza sembrano, se dotati degli adeguati incentivi, i principali e più adeguati destinatari delle norme; in questo senso M. Erede, *L’esercizio del diritto di intervento e voto in assemblea di società con titoli quotate: alcune riflessioni in tema di legittimazione e titolarità in seguito all’introduzione della record date*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2012, p. 62.

shareholders right directive II⁴². Nella stessa direzione di prevenire o limitare l'isolamento dell'azionista di maggioranza (assoluta o relativa) attraverso una maggiore e più facile partecipazione dell'azionariato, vanno letti altri precedenti e relativamente recenti interventi normativi quali l'adozione del metodo del voto di lista nell'elezione del consiglio di amministrazione⁴³ e della *record date*⁴⁴. In questo senso, le citate modifiche normative intervenute a livello nazionale e sovranazionale appaiono coerenti con le finalità della riforma del diritto delle società

⁴² Uno degli obiettivi della riforma è individuabile nel rendere meno scontato l'esito del conflitto tra azionisti di maggioranza e di minoranza, efficacemente descritto in passato attraverso la brillante metafora della lotta tra nativi americani e uomini bianchi nei film western nella quale "il risultato finale del conflitto è molto di rado in dubbio". Così, P.G. Jaeger, *Gli azionisti: spunti per una discussione*, in *Giur. Comm.*, 1993, I, p. 31.

⁴³ Cfr. G. Rossi, *La metamorfosi della società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 2012, p. 6; si veda anche A. Mazzoni, *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, *Giur. Comm.*, 1998, p. 489 che esponeva, vigente il vecchio ordinamento, la mancanza di norme che facilitassero la rappresentanza delle minoranze nei consigli di amministrazione degli emittenti quotati. Più recentemente si veda S. Alvaro, M. Maugeri, G. Strampelli, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettivi*, Quaderni giuridici Consob, 2019, p. 18 che rilevano la significatività dell'introduzione del voto di lista, e della possibilità di avere un rappresentante nel consiglio di amministrazione della società partecipata, per il successo dell'attività sia dei fondi speculativi sia degli investitori istituzionali in senso stretto, in ragione dei compiti che il membro nominato dalle minoranze può svolgere in seno a tale organo (*i.e.*, monitoraggio o esercizio di pressioni per attuare cambiamenti di vario genere, a seconda dei casi). Si noti che lo stesso studio ha rilevato empiricamente come la nomina dei componenti di minoranza degli organi delle società quotate sia ascrivibile principalmente all'attività degli investitori istituzionali diversi dai fondi speculativi, cfr. *Id.* p. 31. V. anche K. Kastiel, *Against All Odds: Hedge Fund Activism in Controlled Companies*, 16 *Colum. Bus. L. Rev.* 101 (2016), p. 132, 133 che, pur riferendosi al mercato americano, inquadra l'utilità del consigliere di amministrazione nominato dalla minoranza come "cavallo di Troia" in una campagna di attivismo.

⁴⁴ Si rinvia sul punto al commento di M. Erede, *L'esercizio del diritto di intervento e voto in assemblea di società con titoli quotati: alcune riflessioni in tema di legittimazione e titolarità in seguito all'introduzione della record date*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2012, p. 61 che colloca opportunamente l'introduzione nella norma nel disegno avente ad oggetto i poteri delle minoranze azionarie con la duplice finalità di aumentarne l'intensità e renderne meno gravoso l'esercizio, con il più ampio scopo di accrescere l'attivismo e il dinamismo dell'attività assembleare; si veda anche G. Rossi, *La metamorfosi della società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 2012, p. 9 che approccia l'istituto in modo critico ritenendolo uno strumento che "ha favorito le scorribande assembleari degli *hedge funds*".

quotate del 1998, la quale annoverava la tutela degli azionisti di minoranza tra i propri obiettivi principali⁴⁵, insieme, tra l'altro, alla maggiore contendibilità del controllo societario⁴⁶.

Uno studio focalizzato sulle società quotate non può fare a meno di considerare le peculiarità che la presenza del mercato genera anche dal punto di vista economico, per quanto concerne sia le opportunità sia gli oneri per l'emittente. In merito al primo aspetto, si sottolinea come nell'approcciarsi a un'eventuale diluizione risultante da un aumento di capitale⁴⁷, un generico azionista – che quindi non abbia il tema di soglie OPA o di perdita dello *status* di controllante – sia consapevole del fatto che può rivolgersi al mercato azionario per ripristinare la propria posizione ante-aumento⁴⁸. In senso più ampio, la presenza delle c.d. “tutele dall'esterno”, per tali intendendosi quelle che hanno la propria fonte nell'interazione con il mercato, hanno avuto e hanno tutt'ora un impatto crescente sui diritti degli azionisti (specie

⁴⁵ V. A. Mazzoni, *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. Comm.*, 1998, p. 485 che prendendo spunto dalle parole della legge delega rileva come i due la riforma delle società quotate nel complesso dovesse avere nel rafforzamento della tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza le proprie priorità.

⁴⁶ Si veda R. Costi, *Il governo delle società quotate: tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, in *Dir. Comm. Int.*, 1998, p. 65, rilevando come tali scelte legislative si fondino sull'assunto che il mercato del controllo societario allochi le partecipazioni ed i diritti di voto in maniera efficiente. V. anche M. Cera, *Le società con azioni quotate nei mercati*, Torino, 2018, p. 12 che individua “dialettica endosocietaria” e “contendibilità del controllo” tra gli obiettivi perseguiti dal TUF. In senso conforme anche F. Guerrero, *Abuso del voto e controllo di ‘correttezza’ sul procedimento deliberativo assembleare*, in *Riv. Soc.*, 2002, p. 276 che pure declina diversamente l'interesse alla contendibilità del controllo negli emittenti quotati; in questo caso, infatti, ritiene l'interesse essere principalmente di natura patrimoniale e, di conseguenza, da soddisfarsi attraverso la salvaguardia della possibilità di disinvestire (c.d. *exit*) al prezzo corretto.

⁴⁷ Si veda il paragrafo successivo.

⁴⁸ Cfr. M. Notari, *Gli aumenti di capitale nelle società quotate*, in *Le operazioni sul capitale sociale: casi pratici e tecniche di redazione del verbale notarile*, 2008, p. 57. Si noti peraltro che, come si avrà modo di approfondire, un azionista di controllo, ancorché di fatto (requisito che ragionevolmente raggiunge anche la larghissima maggioranza di coloro che siano anche al di sopra della soglia OPA prima dell'aumento) ha solitamente modo di bloccare l'operazione di aumento di capitale – o quantomeno renderne l'approvazione estremamente complessa – esercitando il proprio voto contrario.

quelli di natura societaria)⁴⁹, da un lato ampliandone la portata e facilitandone l'esercizio offrendo strumenti ulteriori, e dall'altro fungendo da motivo per comprimerne taluni in virtù di un'asserita sovrapposizione⁵⁰.

Il mercato, tuttavia, rappresenta non solo uno strumento di tutela per l'azionista ma anche una fonte di obblighi (più o meno giuridici) per la società, del cui mancato rispetto è al tempo stesso anche organo giudicante e meccanismo sanzionatore. Rivolgendosi al pubblico risparmio, infatti, l'emittente accetta implicitamente di soddisfarne alcune esigenze, tra le quali la liquidità dei titoli e la facilità nella dismissione delle partecipazioni da un lato, e di subirne alcuni effetti dall'altro⁵¹. In particolare, in sede di aumento di capitale, si dovrà considerare l'effetto dell'operazione sui corsi di borsa, non sottovalutando il tema della volatilità dei prezzi durante il periodo di offerta che può, tra l'altro, inficiare la buona riuscita della raccolta di capitale, logicamente obiettivo di rango primario di una società che si

⁴⁹ Sul punto si veda G. Oppo, *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, in *Le grandi opzioni della riforma e del processo societario* (a cura di G. Cian), 2004, p. 16 pur rimarcando che tali tutele si inseriscano in un "momento successivo, e non sostitutivo, rispetto al rapporto contratto-impresa".

⁵⁰ In particolare, muovendo dall'assunzione che l'interesse ultimo degli azionisti delle società quotate sia di tipo patrimoniale, si può argomentare un'inferiore necessità del modello di tutela dei diritti, a patto che vi sia per l'azionista la possibilità di una facile dismissione della partecipazione al giusto prezzo. Si veda A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 8.

⁵¹ Pur non intendendosi affermare alcuna sorta di diritto assoluto dell'azionista all'immediata trasferibilità della partecipazione (che nelle società quotate è strettamente connesso alla liquidità del titolo) né alcun obbligo giuridico da parte dell'emittente a garantire tale caratteristica, appare infatti un'esigenza intrinseca delle società che vogliono utilmente far ricorso al mercato del pubblico risparmio. È proprio tale riflessione che fonda la distinzione tra obblighi giuridici e non giuridici che una società che si rivolga ai mercati finanziari ha l'onere di adempire. In merito delle qualità dei titoli si veda E. Restelli, *Finanziamento dell'impresa e coazione a sottoscrivere. Gli aumenti di capitale iperdiluitivi*, Tesi di Dottorato discussa presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore, 2016-2017, p. 97. Sul fronte degli obblighi giuridici, inoltre, si rinvengono disposizioni che risultano tutelare l'interesse alla liquidità del titolo (pur senza potersi ricavare un corrispondente diritto dell'azionista): si fa riferimento alle norme volte a garantire la presenza di un flottante minimo. Si veda sul punto la riflessione sistematica di A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 96 ss.

appresti ad emettere azioni a pagamento⁵². Si tratta, evidentemente, di situazioni sconosciute a una società chiusa.

Da ultimo, si ritiene che il mercato possa fungere da giudice anche dell'operato degli amministratori e del socio di maggioranza: in particolare, anche nei (frequenti) casi di società non contendibili, le possibili forme di dialogo da parte degli investitori (prevalentemente istituzionali) di minoranza, data l'impossibilità di conseguire un cambio di controllo dell'emittente come *extrema ratio* (né di minacciarne o paventare il tentativo), si fondano sulla pressione esercitata dai mercati che possono avere un impatto sia danneggiando la reputazione di coloro che ricoprono incarichi decisionali nell'emittente o che influenzano tali soggetti (*i.e.*, gli amministratori e, a livello fattuale, sovente gli azionisti di controllo) sia provocando un abbassamento dei corsi di borsa⁵³. Ampliando il discorso rispetto ai temi di governo societario in senso stretto, sembra ragionevole affermare che tali dinamiche e il ruolo sanzionatore del mercato influenzino – pur con diversa *magnitudo* – molteplici scelte strategiche che riguardano una società quotata⁵⁴. Si noti che questa tipologia di impatto negativo sul

⁵² Si veda A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 76 che fa riferimento ad argomenti di fluttuazioni e volatilità' dei prezzi azionari nel contesto di aumenti di capitale. L'argomento verrà ulteriormente preso in considerazione *infra* nel capitolo.

⁵³ Così, K. Kastiel, *Against All Odds: Hedge Fund Activism in Controlled Companies*, 16 Colum. Bus. L. Rev. 101 (2016), p. 148 annovera questo tra gli strumenti a disposizione di un ipotetico fondo speculativo che voglia intraprendere una campagna attivista avente ad oggetto una società controllata sul mercato americano. Si noti, ancora, che nel mercato italiano l'impatto di tale strumento può essere amplificato dall'abbinamento con la regola del voto di lista, dal momento che negli Stati Uniti la possibilità per gli azionisti di minoranza di nominare un rappresentante in consiglio, è tutt'altro che garantita.

⁵⁴ In questo senso si veda B. Libonati, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. Soc.*, 2001, p. 93 che nell'illustrare il funzionamento della dialettica tra maggioranza e minoranza nelle società quotate, non manca di riportare come la facilità di disinvestimento tipica dei mercati mobiliari consenta di manifestare facilmente il proprio dissenso nei confronti dell'amministrazione della società attraverso tale canale, senza far ricorso al contenzioso. V. anche C. Angelici, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006, p. 10 che illustra come lo strumento della vendita sul mercato possa contribuire ad allineare (forzatamente) gli interessi tra amministratori e soci, dal momento che una massiccia vendita sul mercato da parte dei secondi (se insoddisfatti) avrebbe forti ripercussioni negative sull'andamento dei corsi azionari della

prezzo delle azioni già quotate dovuto alle possibili dinamiche reputazionali, ha natura differente rispetto a quella di cui immediatamente *supra* che, al contrario, era una conseguenza finanziaria (più o meno fisiologica a seconda della significatività dell'impatto, ma certamente usuale nell'*an*) dell'annuncio dell'operazione di aumento di capitale e della maggiore offerta di azioni sul mercato. Allo stesso modo si vedrà come il fattore reputazionale nei confronti di alcuni soggetti che operano costantemente nel settore, quali le banche di investimento ma anche taluni fondi e investitori istituzionali che raccolgono il risparmio su larga scala, possa essere sfruttato per migliorare il funzionamento delle procedure.

Nel complesso, l'interazione giuridica ed economica con i mercati finanziari – al pari di una costantemente crescente presenza di sofisticati azionisti istituzionali – può aver indebolito il diritto societario, nella misura in cui, da un lato, non rappresenta più la sola forma di tutela degli azionisti, e dall'altro con le sue regole e i suoi tempi rischia di rappresentare un'ancora per l'efficace ed efficiente funzionamento delle borse⁵⁵. Ci si chiede, quindi, se e in quale misura un maggiore affidamento ai meccanismi del mercato non possa supportare o addirittura surrogare gli istituti di diritto societario nella tutela degli azionisti⁵⁶. La tendenza è amplificata nei mercati americani, come riportato da un recente autorevole studio sistematico che ha espresso il convincimento che l'evoluzione dei mercati finanziari – in particolare dovuto all'aumento del livello di concentrazione e di sofisticatezza all'interno degli assetti proprietari degli emittenti quotati

società, facilitando possibili acquisizioni modificative degli assetti della compagine sociale e causando quindi un danno ai primi.

⁵⁵ Il problema è posto in questi termini da A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 14 che riporta le considerazioni circa la “crisi delle classiche tecniche di tutela corporativa del socio”; la presenza di meccanismi di tutela alternativa e l'eterogeneità degli interessi all'interno di una compagine sociale comunque principalmente interessata al profilo finanziario dell'investimento inducono ad un approccio dubitativo nei confronti di taluni istituti societari tradizionali.

⁵⁶ Così ancora A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 15. Si noti, naturalmente, che un forte (o esclusivo) affidamento alle tutele del mercato imporrebbe, di contro, di privilegiarne le aspettative anche nei possibili casi di contrasto con il diritto societario. Si pensi, ad esempio, al conflitto tra il diritto di opzione e l'esigenza mercatistica di efficienza nel processo di emissione di nuove azioni a pagamento che verrà approfondito nel paragrafo IV.

– si sia risolto nel declino del diritto societario americano⁵⁷. In particolare, si afferma che il ruolo di fonte principale del diritto del governo societario sia passato dalle corti Delaware ai mercati, sempre più popolati da investitori istituzionali che, non solo fanno meno ricorso al contezioso per la tutela dei propri diritti avvalendosi al contrario del dialogo diretto con gli *insider* degli emittenti ma, soprattutto, porta questi ultimi a essere più deferenti nei confronti dei giudizi di *business* degli investitori che non delle decisioni legali dei tribunali⁵⁸. Le “lenti” con cui questa ricerca si propone di approcciare lo studio sono intermedie: da un lato non si può ignorare la forte componente mercatistica che connota le società quotate e che deve essere sfruttata (ove possibile) e assecondata (ove necessario), dall’altro non sembra opportuno delegare a prescindere al mercato la totalità delle prerogative degli istituti giuridici, favorendo una eccessiva deregolamentazione.

Come risultato, si può concludere che in questo paragrafo introduttivo si siano tratteggiati taluni elementi caratteristici delle società con azioni quotate che sono significativi per il prosieguo dello studio e, in particolare, avranno un ruolo dirimente nel comprendere la funzione del diritto di opzione e l’efficacia dell’istituto, ma fungeranno anche da premesse necessarie per talune questioni interpretative e proposte *de jure condendo*. Si vedrà che la norma, nonostante la sua collocazione nel odice civile, si pone in una forte posizione di confine con il diritto di mercati finanziari: da questo punto di vista, la classificazione e l’allocazione in una delle due categorie non

⁵⁷ La tesi è stata espressa da Z. Goshen, S. Hannes, *The Death of Corporate Law*, 94 *N.Y.U. L. Rev.* (2019), p. 265.

⁵⁸ Z. Goshen, S. Hannes, *The Death of Corporate Law*, 94 *N.Y.U. L. Rev.* (2019), p. 271; 304; sembra ragionevole collegare questa tesi con il più generale argomento circa l’impatto dei mercati sui corsi di borsa e sulla reputazione dei soggetti.

si basa tanto sull'ambito di applicazione⁵⁹ quanto più sul concreto funzionamento dell'istituto⁶⁰.

II. Il diritto di opzione nella società quotata

L'aumento di capitale a pagamento si connota come un'operazione, al tempo stesso, di finanza aziendale e di governo societario. Malgrado, infatti, il proposito principale e più immediato appaia essere la raccolta di capitale di rischio – e l'affermazione è a maggior ragione vera per le società quotate che usufruiscono della possibilità di finanziarsi sul mercato⁶¹ – gli effetti sugli equilibri proprietari e sulla struttura azionaria della società emittente possono essere significativi⁶². In corrispondenza dell'emissione di nuove azioni,

⁵⁹ In merito alle conseguenze applicative dell'appartenenza di una norma a uno dei due gruppi, si veda invece R. Costi, *Il governo delle società quotate: tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, in *Dir. Comm. Int.*, 1998, p. 65 che sottolinea, tra l'altro, come la classificazione di una norma come “di mercato” comporti la soggezione alla stessa anche alle società estere che si rivolgano al mercato dei capitali italiano. Nel presente elaborato, si cercherà di capire, a monte, quanto le regole sul diritto di opzione applicabili alle società con azioni quotate – per tale intendendosi anche quelle con portata generale e non solo quelle detta esclusivamente per tale sottotipo – necessitino dei mercati finanziari per eseguire concretamente la propria funzione.

⁶⁰ In questo senso cfr. M. Cera, *Le società con azioni quotate nei mercati*, Torino, 2018, p. 5 il quale spiega come il buon funzionamento dei mercati – e di conseguenza la disciplina dettata sul punto – costituisca la premessa (letteralmente “condizione imprescindibile”) su cui necessariamente si fondano le norme in materia di emittenti quotati.

⁶¹ In merito alla centralità dello scopo di finanziamento nella decisione di una società per azioni di aumentare il proprio capitale sociale a pagamento si veda E. Ginevra, *La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie* (a cura di Mario Notari), Milano, 2008, p. 102 che afferma come le altre vicende (la modifica degli assetti partecipativi nonché i singoli aspetti patrimoniali), rilevino solo di conseguenza. V. anche P. Mazzola, *Il prezzo di emissione in caso di spettanza, limitazione, esclusione del diritto di opzione: aspetti valutativi*, in *AGE*, 2017, p. 117.

⁶² Si veda, tra gli altri, M. Cera, *Le società con azioni quotate nei mercati*, Torino, 2018, p. 171 che, a fianco dei noti risvolti dell'operazione di aumento di capitale a livello aziendalistico, ne mette in luce le ripercussioni sul governo societario dell'emittente quotato, in particolare a livello di equilibri nella compagine sociale e di rapporti tra i soci e gli amministratori. V. anche, in senso più ampio, C. Angelici, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006, p. 2 il quale annovera l'espressione *corporate governance* come una delle “parole

gli azionisti esistenti possono infatti subire una diluizione delle rispettive partecipazioni. In questo senso si è soliti distinguere tra due tipi di diluizione che possono occorrere a seconda delle caratteristiche dell'aumento di capitale, in specie il prezzo delle azioni di nuova emissione e l'identità dei soggetti sottoscrittori delle stesse⁶³.

Un azionista è soggetto a diluizione economica qualora il valore delle azioni che complessivamente detiene nella società emittente (*i.e.*, non di ciascuna azione) diminuisce come conseguenza diretta dell'emissione. Affinché questo effetto si produca sono necessarie due condizioni: (i) il prezzo delle azioni di nuova emissione deve essere inferiore al valore di mercato⁶⁴ delle azioni già emesse e (ii) l'azionista in questione non sottoscrive le nuove azioni o, quantomeno, sottoscrive in misura inferiore alla proporzione detenuta ante

chiave” (ed anzi, specificando, “la prima e la più nota di esse”) della riforma del 2003 e illustra la genesi storica dell'espressione negli studi americani. A livello di impostazione, il presente studio cerca di considerare in maniera significativa gli aspetti di governo societario dell'aumento di capitale, prima, e del diritto di opzione successivamente, dal momento che, anche in una prospettiva di riforma, non si può e non si vuole sottovalutare il possibile impatto sulla compagine sociale che tali operazioni possono avere, in aggiunta al potenziale pregiudizio economico per i vecchi azionisti, alla luce della progressiva tendenza a incentivare l'esercizio dei diritti di voto, in particolare da parte degli azionisti che dispongono degli strumenti adeguati.

⁶³ La duplice natura dell'aumento di capitale, nonché della diluizione che l'azionista può subire, sono certamente collegate alla richiamata duplice dimensione dell'azione come strumento di investimento e come frazione di partecipazione all'attività di impresa (*v. supra*, para I). In particolare, maggiore è l'attenzione all'aspetto organizzativo dell'azione, maggiore è la rilevanza dell'impatto diluitivo degli aumenti di capitale sulla posizione amministrativa dei vecchi azionisti. Si noti, tuttavia, che come si affermerà in seguito, non solo l'azionista imprenditore in senso stretto può avere un incentivo a non subire una diluizione dei propri diritti di voto ma lo stesso si può affermare, in generale, di ogni azionista che abbia un interesse a partecipare in qualche modo al governo societario dell'emittente. Si rinvia, ancora, a M. Maugeri, *Partecipazione sociale, quotazioni di borsa e valutazione delle azioni*, in Riv. Dir. Comm., 2014, p. 4 e all'interessante affermazione che sarebbe “l'adozione della prospettiva dell'azione come *res*, non invece quella che rintraccia in essa una posizione organizzativa, a consentire al socio di monetizzare il valore di scambio di singoli diritti amministrativi”.

⁶⁴ Si noti in questo senso che l'espressione “valore di mercato” a cui si fa riferimento in questo caso è il generico valore delle azioni, senza alcun necessario riferimento alle norme del Codice Civile che impiegano tale locuzione.

aumento⁶⁵. Un azionista è, invece, soggetto a una diluizione amministrativa quando i suoi soli diritti corporativi sono ridotti a seguito dell'emissione. In tale caso, l'emissione non ha alcun impatto sul valore economico della partecipazione dell'azionista (intesa come valore complessivo delle azioni dell'emittente detenute dal soggetto): la condizione di cui al punto (ii) *supra* è la sola determinante di questo fenomeno, ossia che l'azionista in questione sottoscriva una frazione di azioni di nuova emissione inferiore a quella precedentemente detenuta nella società emittente. Emerge chiaramente come il secondo tipo di diluizione sia un requisito necessario, ma non sufficiente, per la realizzazione del primo⁶⁶. Si vedrà, nel prosieguo del capitolo che a

⁶⁵ La seconda condizione consente di cogliere il significato della precisazione tra parentesi nel periodo precedente: qualora una società emetta nuove azioni ad un prezzo inferiore al valore di mercato ma l'azionista mantenga inalterata la propria frazione partecipativa, non subisce alcuna perdita di valore né, di conseguenza, si può parlare di diluizione economica. Esempio estremo di tale scenario è rappresentato dall'istituto dell'aumento di capitale sociale nominale, nell'eventualità che venga attuato tramite assegnazione *gratuita* di nuove azioni (quindi per definizione ad un prezzo inferiore al loro valore) agli azionisti, *in proporzione* alle azioni già detenute. Sull'aumento nominale di capitale sociale, *ex multis*, G.F. Campobasso, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, Milano, 2015, p. 514.

⁶⁶ Si veda, *supra*, il riferimento ai casi nei quali l'azionista, pur in presenza di un accresciuto numero di azioni ad esito dell'emissione, mantiene inalterata la propria frazione partecipativa ancorché il valore di ciascuna singola azione sia diminuito. In questa circostanza – che si spiega con l'emissione delle nuove azioni c.d. a sconto – la perdita subita dal soggetto nelle vesti di azionista è compensata dal guadagno che il medesimo soggetto trae nelle vesti di sottoscrittore delle nuove azioni ad un prezzo, per ipotesi, inferiore al loro valore di mercato. Si vedrà come tale argomento è alla base del funzionamento dell'istituto del diritto di opzione. Cfr. *infra*, para II.1. La riflessione consente un'ulteriore precisazione circa il fatto che, quantomeno ai fini di questo elaborato, non si considera diluizione la perdita di valore che l'azionista subisce a causa del solo calo dei corsi di borsa dell'emittente in seguito all'annuncio dell'operazione sui mercati e alla percezione da parte degli investitori, ossia un raro caso nel quale la perdita di valore economico non segue necessariamente una riduzione della frazione di azioni detenuta nell'emittente. Sembra interessante, sul punto, far riferimento a un recente caso di diritto americano nel quale l'organo giudicante dello stato del Delaware ha espressamente distinto tale ipotesi di riduzione dei corsi azionari (definita “*market price dilution*”) dalle ipotesi tradizionali di diluizione di diritto societario, attribuendo l'effetto economico alle caratteristiche della curva di domanda delle azioni dell'emittente (*i.e.*, “*downward sloping and elastic*”) e all'aumento dell'offerta di tali strumenti sul mercato. Si veda *Ford v. VMware, Inc.*, No. 11714-VCL, 2017 WL 1684089 (Del. Ch. May 2, 2017),

ciascun tipo di diluizione corrisponde una possibile analoga funzione del diritto di opzione che nel corso dei decenni è stata identificata dalla dottrina⁶⁷.

Da un punto di vista finanziario aziendalistico, in sede di consultazione in merito alla disciplina applicabile agli aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo, Consob ha fatto uso del c.d. coefficiente K come strumento finanziario per calcolare il grado di diluizione di un aumento di capitale a pagamento. Le componenti di tale coefficiente, che varia da zero a uno in senso opposto al grado di diluizione dell'aumento (*i.e.*, tanto maggiore è l'uno tanto minore sarà l'altro valore), sono le due principali variabili quantitative che descrivono l'operazione, ossia (i) il prezzo di emissione delle nuove azioni rispetto all'ultimo prezzo delle azioni antecedente l'aumento e (ii) il numero di nuove azioni emesse rispetto al numero di azioni emesse prima dell'avvio dell'operazione⁶⁸. Sul punto sembra utile rilevare come il coefficiente K appaia principalmente un parametro di diluizione economica. Istantaneamente, si è portati a pensare che il grado

para. *20. Altri studi economici si erano precedentemente espressi in senso conforme circa la pendenza negativa della curva di offerta dei titoli, contribuendo a spiegare l'effetto sui corsi di borsa degli annunci degli aumenti di capitale anche con dati empirici; si vedano, tra gli altri, A. Shleifer, *Do Demand Curves for Stocks Slope Down*, 41 *J. Fin.* 579 (1986), p. 589 e, più recentemente, C.G. Holderness, J. Pontiff, *Shareholder Nonparticipation in Valuable Rights Offerings: New Findings for an Old Puzzle*, 120 *J. Fin. Econ.* 252 (2016), p. 265 che nello studio dell'emissione di nuove azioni a pagamento riporta come ci sia “*considerable evidence of downward sloping supply curves for shares of stock*”. Vi sono tuttavia anche opinioni divergenti e, sul punto dell'emissione di nuove azioni, un'altra possibile spiegazione si lega alle asimmetrie informative e risiede nell'assunzione da parte degli investitori che gli organi competenti decidano di emettere nuove azioni quando ritengono che il corso di borsa sia sopravvalutato e, di conseguenza, i mercati reagiscono negativamente. Si veda in particolare M. Massa et al., *Rights Offerings, Trading, and Regulation: a Global Perspective* (Insead Working Paper No. 2016/22/FIN) (Versione di Febbraio 2016), p. 3. In sintesi, senza alcuna pretesa di esaustività circa la spiegazione dell'impatto negativo dell'annuncio sui corsi di borsa, tali situazioni economiche non rientrano tra quelle che le soluzioni giuridiche oggetto di questo mirano a disciplinare e risolvere.

⁶⁷ V., in particolare, *infra* para III.

⁶⁸ Consob, *Aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo. Esiti delle consultazioni*, 2016, p. 6, 7 che individua la soglia dirimente per l'acquisto della qualifica di “iperdiluitivo” in 0,3. In merito alla spiegazione e al funzionamento del coefficiente K, si veda anche L.A. Bianchi, *Note sul modello rolling negli aumenti di capitale iperdiluitivi*, in *AGE*, 2017, p. 172.

di diluizione di un'emissione sia tanto maggiore quanto lo è il rapporto tra il numero delle azioni di nuova emissione e quello delle azioni già in circolazione. Al contrario, un forte sconto sul prezzo di emissione amplifica e accelera l'effetto economico sul valore delle partecipazioni degli azionisti non sottoscrittori⁶⁹.

I più autorevoli studi di diritto comparato hanno illustrato come un'emissione di nuove azioni possa impattare negativamente sui vecchi azionisti in molteplici modi, tra i quali, (i) trasferendo valore dai vecchi azionisti (non sottoscrittori delle nuove azioni) ai nuovi azionisti (i sottoscrittori), (ii) diluendo i diritti di voto dei vecchi azionisti non sottoscrittori e (iii) ampliando l'autonomia e i poteri dei manager rispetto a taluni azionisti significativi, attraverso la diluizione di questi ultimi⁷⁰. Si tratta, chiaramente, di considerazioni di carattere generale che, come tali, prescindono dall'ordinamento giuridico e della struttura dei mercati finanziari del singolo Paese, dove ciascuno dei casi di cui sopra ha una probabilità di realizzarsi, a seconda dell'allocazione dei poteri e della struttura proprietaria prevalente nelle società quotate.⁷¹ In questo contesto si collocano, infatti, le regole di diritto commerciale, che hanno il compito di contemperare i contrapposti interessi. Da un lato si trova la società emittente che, in linea con il proprio profilo

⁶⁹ Cfr. E. Restelli, *Finanziamento dell'impresa e coazione a sottoscrivere. Gli aumenti di capitale iperdilutivi*, Tesi di Dottorato discussa presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore, 2016-2017, p. 2, nt. 6 il quale riporta l'interpretazione che il concetto di diluizione risieda nel rapporto tra il numero di azioni di nuova emissione e il numero di azioni emesse prima dell'aumento.

⁷⁰ Cfr. E. Ferran, L.C. Ho, *Principles of corporate finance law*. Oxford, 2014, p. 205. Si noti, peraltro, che soltanto il caso *sub* (i) è compreso nella categoria di diluizione economica, avendo gli altri due casi principalmente a che fare con il governo societario dell'emittente. Il tema di *agency* negli aumenti di capitale è stato recentemente rilevato anche da M. Cera, *Le società con azioni quotate nei mercati*, Torino, 2018, p. 174 che ha rappresentato il rischio che gli amministratori incoraggino e approvino operazione volte a consolidare il proprio grado di controllo sull'emittente.

⁷¹ In riferimento alle possibili problematiche di un sistema giuridico che non disciplini l'operazione si noti come prima dell'introduzione dell'istituto del diritto di opzione, avvenuta nel 1942, autorevoli studiosi italiani non avevano mancato di sottolineare la grande discrezionalità della quale godevano gli organi societari in sede di collocazione di nuove azioni in merito, principalmente, a determinazione del prezzo e individuazione dei sottoscrittori. Si veda, per tutti, la ricognizione di G.B. Portale, *Opzione e sopra-prezzo nella novella azionaria*, in *Giur. Comm.*, 1975, p. 208.

economico, deve poter accedere al mercato finanziandosi in modo flessibile ed efficiente⁷²: tale esigenza non si manifesta soltanto nell'ovvio interesse al successo dell'operazione ma anche nella necessità di un completamento della stessa in tempi e costi ragionevoli. Dall'altro lato vi sono le esigenze degli azionisti, ed in particolare quelli di minoranza⁷³, che devono essere e sentirsi protetti da possibili espropriazioni e perdite di valore in modo da non smarrire la fiducia nel mercato e non pregiudicarne il ruolo di strumento di finanziamento e di raccolta per le società⁷⁴. In questo senso, dunque, emerge come quelli che appaiono come possibili interessi contrapposti, nel caso concreto, di, rispettivamente, la singola e individuata società e i suoi azionisti, possono invece essere ricondotti a un generale interesse al corretto funzionamento del mercato qualora, in ottica sistematica, si prenda in considerazione la generica e indefinita società quotata (o l'insieme delle stesse), incentivata a non perdere la fiducia degli investitori. Vale peraltro la pena ricordare l'eterogeneità di interessi che

⁷² Cfr. G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e sul suo utilizzo*, in *AGE* 2017, p. 259 che pone alla base della fattispecie semplificata di esclusione del diritto di opzione per le società quotate di cui al secondo periodo del quarto comma dell'articolo 2441 c.c. l'interesse della società a flessibili forme di finanziamento che consentano rapide operazioni strategiche di finanzia aziendale nonché la predisposizione di piani di azionariato a favore dei dipendenti.

⁷³ Sul permanere della necessità di proteggere gli azionisti di minoranza in epoca relativamente recente – pur anteriore a talune delle ultime modifiche legislative di cui *supra* – si veda G. Oppo, *La nuova legislazione commerciale. Maggioranza e minoranze nella riforma delle società quotate*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1999 p. 432 nonostante riconosca l'evoluzione della figura rispetto al, più debole, azionista risparmiatore di un tempo.

⁷⁴ Sembra appropriato ricondurre tale contrapposizione più spinoso tema che affligge le società quotate e pone in posizione antitetica due principi che di fonte super primaria quali le tutele rispettivamente della libertà di iniziativa e del risparmio; in merito a tale prospettiva del rapporto tra società e azionisti (risparmiatori) si veda G. Oppo, *La nuova legislazione commerciale. Maggioranza e minoranze nella riforma delle società quotate*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1999 p. 438. V. anche A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013 p. 2 che inquadra le opposte esigenze della società e degli azionisti nel più ampio conflitto tra il piano collettivo e il piano individuale nel corso della vita dell'impresa e E. Ginevra, *La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie* (a cura di Mario Notari), Milano, 2008 p. 99-102 per una puntuale esposizione degli interessi coinvolti negli aumenti di capitale.

si possono riscontrare all'interno di una stessa compagine sociale, anche in virtù della sopra menzionata differenziazione degli azionisti sulla base delle prerogative di ciascuno e della dimensione della partecipazione detenuta⁷⁵.

Nell'ambito delle diverse posizioni che gli ordinamenti hanno assunto nei confronti della questione, tradizionalmente si individuano due "famiglie" caratterizzate, rispettivamente, da un approccio fondato sul diritto societario e da uno maggiormente orientato ai meccanismi di mercato⁷⁶. Il diritto italiano, che appartiene al primo gruppo, è caratterizzato – in conformità alle disposizioni europee – da un doppio impulso dei soci, l'uno espresso in forma collegiale e a monte della decisione di aumentare il capitale sociale e l'altro espresso in forma individuale e a valle di tale decisione. Si tratta, rispettivamente, del voto sull'approvazione dell'operazione e del diritto di opzione, come di volta in volta declinati e al netto delle varie eccezioni che il codice disciplina. Si vedrà come l'ordinamento degli Stati Uniti, oggetto del secondo capitolo, sia un caso paradigmatico del secondo approccio.

Il presente paragrafo si propone (i) da un lato di riportare l'evoluzione nell'ordinamento giuridico italiano dell'istituto del diritto di opzione con particolare riferimento alle società quotate e (ii) dall'altro, di illustrarne, per quanto possibile, il significato e i caratteri economici.

1. Ricostruzione dell'istituto

⁷⁵ Cfr. D. Preite, *Sovrapprezzo, aste competitive e mercato mobiliare*, in *Giur. Comm.*, 1987, p. 885, 886 in merito all'eterogeneità di interessi all'interno della categoria degli azionisti nel contesto dell'aumento di capitale; in particolare, in particolare in parziale distonia con quanto appena affermato circa la necessità che i soci si sentano tutelati da un punto di vista patrimoniale, si nota come vi possano essere dei casi di azionisti portatori di un interesse personale ad un'emissione ad un prezzo inferiore al massimo conseguibile. contrapposizione degli interessi dei vari azionisti nel contesto di un aumento di capitale. In prospettiva comparata v. anche E. Ferran, *Legal Capital Rules and Modern Securities Market – the Case for Reform, as Illustrated by the U.K. Equity Markets*, in *Capital Markets and Company Law*, 115, (a cura di K.J. Hopt, E. Wymeersch), 2003, p. 136, che nota come in società dominate da un numero esiguo di azionisti, vi sia maggior spazio per questo tipo di conflitti; lo scenario sembra, evidentemente, non raro nel mercato italiano. L'argomento sarà ulteriormente approfondito nel sottoparagrafo 2, anche in considerazione della figura degli azionisti di controllo.

⁷⁶ Cfr. A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 22.

Nell'ambito dei diversi interessi considerati dall'aumento di capitale a pagamento, l'ordinamento italiano, generalmente, attribuisce il diritto di opzione ai soci sulle azioni di nuova emissione in proporzione al numero di azioni rispettivamente detenute a monte dell'operazione. La norma, di introduzione relativamente recente (quantomeno rispetto alla maggioranza degli istituti più caratterizzanti dell'ordinamento italiano), nella sua formulazione attuale si riferisce non solo alle azioni ma anche alle obbligazioni convertibili, sia sul lato oggettivo sia su quello soggettivo⁷⁷. Il cardine dell'istituto, in particolare nelle società quotate, risiede nella facoltà per l'azionista di esercitare i diritti attribuiti – evitando la conseguente diluizione amministrativa e una possibile diluizione patrimoniale in caso di emissione “a sconto” – o di venderli sul mercato, evitando teoricamente il pregiudizio patrimoniale⁷⁸.

Da un punto di vista di *policy*, e anticipando brevemente taluni spunti che emergeranno dalle riflessioni di diritto comparato, l'ordinamento giuridico deve mediare tra la necessità dell'emittente di raccogliere capitale di rischio e al tempo stesso l'esigenza proteggere gli azionisti da comportamenti opportunistici, attribuendo agli stessi una tutela basata su strumenti di varia natura. Formulando un paragone geometrico, l'approccio normativo dell'ordinamento giuridico equivale all'assunzione di una posizione in un punto interno all'area di un triangolo equilatero i cui vertici siano rappresentati dalla congruità del prezzo di emissione, dall'attribuzione di poteri in tema approvazione

⁷⁷ V. G.B. Portale, *Opzione e sopraprezzo nella novella azionaria*, in *Giur. Comm.*, 1975, p. 209, 210 che enuncia tra l'altro le numerose lacune della formulazione del 1942 – anno nel quale è stata introdotta la norma – e riporta come la novella del 1974 abbia parzialmente sopperito a tali mancanze. Non si può, tuttavia, omettere di menzionare i possibili problemi sollevati dalla sentenza C-388/06 del 18 dicembre 2008 della Corte di Giustizia Europea che ha rilevato l'incompatibilità con la Seconda Direttiva europea della disciplina spagnola nella misura in cui quest'ultima annoverava i possessori di obbligazioni convertibili tra i soggetti a cui veniva attribuito il diritto di opzione.

⁷⁸ Emerge fin dalle prime battute la centralità, nell'ambito della portata patrimoniale dell'istituto, dell'opportunità di alienare i diritti sul mercato per l'azionista che non voglia o non possa ricorrere all'investimento di ulteriori risorse al fine di evitare un pregiudizio patrimoniale. Nel corso dell'elaborato si noterà, tuttavia, come la possibilità di realizzare sul mercato il pieno valore dei diritti di opzione sia tutt'altro che garantita. Cfr. *infra*, capitolo secondo, para. III.

dell'emissione e, appunto, dall'istituto del diritto di opzione⁷⁹. Il necessario contemperamento tra molteplici interessi, si risolve attraverso la diversa collocazione di tale figurato punto in una posizione più o meno prossima a ciascuno dei tre vertici. Si nota, peraltro, che anche il legislatore italiano, nei casi di limitazione ed esclusione del diritto di opzione ha inteso rafforzare uno di, o entrambi, gli altri due presidi con particolare attenzione alla congruità del prezzo di emissione⁸⁰.

Si è fatto riferimento alle confliggenti esigenze di emittente e azionisti, senza tuttavia menzionare il caso delle compagnie sociali dove vi sia un azionista di controllo, scenario che merita una breve divagazione, anche in ragione dell'incidenza di tale assetto proprietario nell'ambito degli emittenti italiani⁸¹. Nelle tematiche di governo societario, infatti, si è soliti far riferimento alla contrapposizione tra gli *insider* e gli *outsider*: ragionevolmente nel primo gruppo rientrano gli amministratori – che al netto dei citati problemi di *agency* rappresentano gli interessi dell'emittente, costituendone il centro decisionale – mentre nel secondo gli azionisti di minoranza della società quotata. Sembra opportuno trattare gli azionisti di controllo, se presenti, in una posizione di affinità con l'emittente in ragione, da un lato, del fatto che solitamente esprimono la maggioranza dell'organo amministrativo e

⁷⁹ Si noti, sul punto, come la prima forma di tutela (il prezzo di emissione) sia di stampo mercatistico, mentre la seconda e la terza afferiscano alla 'area della tutela corporativa, trattandosi in entrambi i casi di diritti degli azionisti, pur operando rispettivamente a monte e a valle dell'emissione.

⁸⁰ Si veda in particolare A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 71-74 che rileva come nei casi di non piena attribuzione del diritto di opzione l'ordinamento giuridico sposti l'attenzione il più delle volte sui criteri di determinazione del prezzo. Una modifica normativa del 2012 ha invece abolito il presidio costituito dall'obbligo di una maggioranza rafforzata per le delibere che si avvalessero di una determinata fattispecie di esclusione del diritto di opzione (*i.e.*, quando l'interesse sociale lo esige).

⁸¹ A livello metodologico si veda Z. Goshen, A. Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125 *Yale L.J.* 560 (2016), p. 564 che sottolineano come società quotate controllate e società quotate contendibili siano oggetto di differenti problematiche (e differenti discorsi) in tema di governo societario. Sembra ragionevole, traslando il concetto alle operazioni in questione, affermare che in società contendibili sul modello della *public company* anglosassone il principale conflitto sia tra amministratori e azionisti mentre, come si tenterà di argomentare nelle righe immediatamente successive, il caso dell'aumento di capitale nelle società controllate sia inquadrabile nel conflitto tra maggioranze e minoranze.

dall'altro dell'allineamento di interessi con la società che, in particolare in un'operazione di aumento di capitale, risultano anche dalla necessaria approvazione dell'assemblea al completamento dell'operazione⁸².

In questo senso il riferimento alle necessità della società spesso non si risolve in altro che nella decisione della maggioranza assembleare, il che presenta notevoli peculiarità pratiche in presenza di un azionista di controllo, pur dovendosi ulteriormente distinguere la situazione del controllo di diritto da quella del controllo di fatto – definita in modo empirico e per sua stessa natura rapidamente mutevole – che, almeno in linea teorica, non esclude l'approvazione di un aumento di capitale nonostante il voto contrario del controllante⁸³.

⁸² Tale requisito, quindi, rende l'allineamento di interessi necessario: in caso contrario il discorso sul conflitto di interessi tra azionisti nel contesto di un aumento di capitale si interromperebbe allo stadio preliminare. Cfr. G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e sul suo utilizzo*, in *AGE* 2017, p. 256 che riporta come l'obiettivo dell'emittente di accedere al mercato del capitale di rischio in maniera efficiente e flessibile sia solitamente condiviso dalla maggioranza.

⁸³ Si veda, ad esempio il recente caso di Telecom Italia S.p.A., che una pronuncia Consob aveva qualificato come società controllata di fatto da Vivendi S.A. in data 13 settembre 2017 ai sensi dell'art. 2359 c.c. e dell'art. 93 TUF; v. Comunicazione n. 0106341 del 13-9-2017 in particolare p. 22. Pochi mesi dopo, in data 4 maggio 2018, alle elezioni per il consiglio di amministrazione – che sembra ragionevole affermare essere considerato in dottrina quantomeno uno dei termometri principali per la sussistenza del controllo di fatto – la lista proposta da Vivendi non era riuscita a conseguire la maggioranza dei seggi, malgrado lo stesso fosse ancora l'azionista di maggioranza relativa di Telecom con una partecipazione intorno al 24%. Sul punto si veda anche l'esauritivo commento di G. Balp, *Activist Shareholders at De Facto Controlled Companies*, in *13 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.* 341 (2018), p. 20-22. Questo raro episodio dimostra come il controllo di fatto possa venire meno in assemblea; applicando la situazione a un caso di aumento di capitale, tuttavia, la possibilità che venga approvato con il voto contrario del controllante richiederebbe la presenza di un consiglio di amministrazione ostile all'azionista nonché, ragionevolmente, la presenza quantomeno di un secondo azionista significativo che svolga il ruolo di catalizzatore di voti. (Si noti, infatti, che anche nel diverso caso dell'elezione del consiglio di amministrazione di Telecom, la lista vincitrice era stata presentata dal Elliott – secondo azionista con una partecipazione intorno al 9% - e appoggiata da Cassa Depositi e Prestiti, che disponeva di una partecipazione di poco inferiore al 5%, in aggiunta all'indubbio potere reputazionale sul mercato italiano. Per una completa ricostruzione della nozione di controllo di fatto, v. *ex*

Inquadrando l'istituto dell'opzione nei concetti tradizionali del diritto societario italiano, non sembra avventato classificarlo tra gli strumenti degli azionisti di minoranza, soggetti alla decisione (nelle differenti forme e con le diverse sfumature di dettaglio) della maggioranza assembleare di aumentare il capitale sociale a pagamento⁸⁴: malgrado, sia un diritto attribuito proporzionalmente a tutti gli azionisti – indipendentemente dal loro consenso all'operazione e/o dall'appartenenza al gruppo di controllo, se presente – si ritiene una contromisura alla soggezione della totalità della compagine sociale a una decisione presa con il principio maggioritario⁸⁵. In particolare, il

multis M. Notari, J. Bertone, *Commento all'art. 2359* in Azioni (a cura di M. Notari), Milano, 2008, p. 673 ss.

⁸⁴ Si veda tuttavia A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 64 la quale in una prospettiva di ricostruzione storica individua, tra l'altro, l'obiettivo dell'istituto di “tutelare i soci nel conflitto con la maggioranza assembleare o con l'organo amministrativo”. Malgrado l'istituto sia inquadrabile anche in una dialettica tra soci e amministratori, sembra utile sottolineare come quest'ultima sembri essere appagata anche (e soprattutto) dall'approvazione assembleare, la cui mancanza preclude l'aumento del capitale sociale. Si precisa, peraltro, come tale inquadramento anticipi, in una certa misura, una conclusione circa la funzione principale del diritto di opzione: una maggior enfasi sulla salvaguardia della posizione amministrativa, infatti, potrebbe indurre a ritenere l'istituto utile anche (o in particolare) per i gruppi di controllo (per quanto l'obiezione circa il diritto di voto sull'operazione da questi ultimi sembri ugualmente applicabile). In questo senso si veda, *infra*, para. III.

⁸⁵ In definitiva sembra collocabile tra i c.d. “contro-poteri” che il diritto societario attribuisce alle minoranze soggette all'altrui esercizio di potere e che, nei fatti, risultano in un dialogo tra le parti; in senso ampio sull'argomento (senza espressa menzione dell'istituto dell'opzione) cfr. C. Angelici, *Sulla tutela delle minoranze azionarie* in *Riv. Dir. Comm.*, 2016, p. 569. Si noti come tale concetto verrà ripreso in seguito nel soffermarsi sull'accezione dell'istituto come strumento di governo societario. Vedi *infra*, para III.1. Non appare invece corretto collocare il diritto di opzione tra gli istituti che, al fine poter essere utilmente applicati e di raggiungere il proprio scopo necessitano il preliminare accertamento circa la sussistenza del requisito di azionista minoritario in capo al soggetto che la norma considera, come identificati da A. Mazzoni, *Le minoranze nella tipologia della realtà*, in *La tutela delle minoranze nelle società quotate, Studi in memoria di Alessandro Cerrai* (a cura di A. Piras), 2005, p. 17. In tal senso, infatti, malgrado la norma sia ragionevolmente pensata per tutelare le minoranze si applica indiscriminatamente ai possessori di ciascun'azione. In merito al controllo. In senso contrario si veda tuttavia A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 21, che individua una relazione tra la presenza dell'istituto dell'opzione e il grado di concentrazione proprietaria; in particolare si legge che “negli ordinamenti in cui la proprietà è concentrata – essendo prevalenti forme di capitalismo familiare – e in cui è

diritto di opzione tutela il singolo azionista sia dagli altri azionisti sia da terzi, dal momento che tali figure sono trattate indifferentemente qualora siano sottoscrittori dell'aumento di capitale⁸⁶. Da un punto di vista pratico, il diritto di opzione previene il trasferimento di valore dai primi (i vecchi azionista non sottoscrittori, o sottoscrittori di una frazione di nuove azioni inferiore a quella precedentemente detenuta) ai secondi (i sottoscrittori di una frazione di nuove azioni superiore a quella precedentemente detenuta)⁸⁷.

Non sembra opportuno, in questa sede, soffermarsi diffusamente su una ricostruzione dell'istituto – argomento in merito al quale si rimanda agli autorevoli e dettagliati saggi che si sono

inferiore il grado di sviluppo dei mercati mobiliari, il diritto è ancora legislativamente riconosciuto, seppur con talune eccezioniè infatti agevole rilevare che l'opzione costituisce uno fra gli strumenti che consentono agli azionisti di maggioranza di perpetuare il controllo nell'impresa". Detto che il collegamento tra l'attribuzione del diritto di opzione e il grado di concentrazione proprietaria non sembra del tutto convincente – o quantomeno non più attuale – (si veda *infra* cap. secondo, para II.1), appare ancora meno persuasiva la classificazione dell'istituto come strumento di preservazione del controllo. Al netto, infatti, dei numerosi strumenti dei quali un controllante di imprese familiari dispone per bloccare il controllo della società ancora prima di rivolgersi ai mercati (in particolare azioni a voto plurimo e strutture piramidali), l'azionista di maggioranza trova protezione principalmente nel diritto di voto *a monte* dell'operazione che, anche in assenza di un diritto di opzione previsto dall'ordinamento giuridico, gli consentirebbe presumibilmente di influire sulle modalità di sottoscrizione (nonché sull'attribuzione) delle nuove azioni. Gli sporadici casi di perdita dello *status* di controllante in assemblea – oltretutto circoscritti al caso del controllo di fatto – non paiono sufficienti a ridimensionare il potere di voto (*i.e.*, di blocco) dell'azionista di maggioranza né di conseguenza di giungere all'individuazione di un diritto *a valle* dell'operazione (quale l'opzione) come strumento principale in suo possesso. Si noti come tali considerazioni abbiano un indubbio impatto sulla funzione del diritto di opzione, v. *infra* para III.

⁸⁶ Così T. Ascarelli, *Due questioni sul diritto di opzione*, in Studi in tema di società, Milano, 1952, 257 ss., p. 275 e, in senso conforme, successivamente R. Rosapepe, *L'esclusione del diritto di opzione degli azionisti*, Milano, 1988, p. 147 ss. che rileva come il cardine del funzionamento del diritto di opzione sia rappresentato dalla sovrapposizione del ruolo socio (dell'emittente) con quello di sottoscrittore (nel contesto dell'emissione), prescindendo dai termini dell'operazione deliberata.

⁸⁷ In questa frase, eccezionalmente, si fa riferimento a un significato di "valore" ampio, al fine di ricomprendere sia i diritti patrimoniali, sia i diritti amministrativi che sono entrambi, seppur con diverse intensità ed efficacia, tutelati dal diritto di opzione. Il tema verrà successivamente approfondito nel paragrafo III, *infra*.

stratificati dalla metà del secolo scorso⁸⁸ – quanto piuttosto richiamarne i tratti essenziali e, in particolare, concentrarsi sui caratteri che dispiegano i propri effetti (anche) sulla disciplina delle società con azioni quotate sui mercati mobiliari⁸⁹.

La novella del 1974, nel riformare l'istituto introdotto nel 1942 e nel colmarne alcune lacune, si è caratterizzata, tra l'altro, per averne ampliato l'ambito applicativo oggettivo ai casi di emissione di obbligazioni convertibili, riscontrando un positivo accoglimento in dottrina in ragione delle “perturbazioni” nella compagine sociale che possibilmente seguono la conversione dei titoli di debito in azioni⁹⁰. Allo stesso modo l'intervento legislativo ha esteso la portata soggettiva della norma anche ai possessori di obbligazioni convertibili, con il risultato di equiparare sostanzialmente queste ultime alle azioni, quantomeno con riferimento alla fisiologia dell'istituto⁹¹.

⁸⁸ A tal fine ci si sente di rinviare in particolare al recente contributo monografico di A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 50 ss. che ricostruisce con completezza l'evoluzione dell'istituto a partire dalla fase anteriore alla codificazione quando, cioè, l'attribuzione del diritto era rimessa in toto all'autonomia statutaria; si veda anche P. Marchetti, *Prezzo di emissione e 'bookbuilding' in alcuni recenti casi*, in *AGE*, 2017, p. 18 ss. per una ricognizione storica con particolare attenzione alle fattispecie di limitazione o esclusione del diritto.

⁸⁹ Con tale espressione si intende affermare che questo breve paragrafo ricognitivo avrà principalmente ad oggetto le norme applicabili alle sole società con azioni quotate e le norme che, pur avendo una portata generale hanno effetti specifici o differenti sulle società c.d. aperte.

⁹⁰ Cfr. G.B. Portale, *Opzione e sopraprezzo nella novella azionaria*, in *Giur. Comm.*, 1975, p. 211 (dal quale è tratta l'espressione virgolettata) che non manca di sottolineare come l'intervento fosse già stato richiesto dagli autori dei precedenti commenti alla norma.

⁹¹ Si veda sul punto ancora G.B. Portale, *Opzione e sopraprezzo nella novella azionaria*, in *Giur. Comm.*, 1975, p. 212 che rileva come in ambito patologico (*i.e.*, in caso di mancato riconoscimento del diritto di opzione da parte della società), la tutela degli obbligazionisti sia limitata a mezzi di protezione contrattuali, essendo agli stessi precluso lo strumento di impugnazione della delibera del quale, al contrario, dispongono gli azionisti. Per una più aggiornata ricostruzione dottrinale e giurisprudenziale si veda E. Ginevra, *Commento all'articolo 2441*, in *Le Società per azioni. Codice civile e norme complementari* (diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale), Milano, 2016, p. 2619, che pur non trascurando la menzionata sentenza C-388/06 (v. *supra* nt. 77), si pronuncia favorevole all'attribuzione del diritto di opzione tali azionisti potenziali, in ragione della conformità alla *ratio* dell'istituto.

Nei decenni, gli approfonditi studi giuridici che si sono occupati dell'argomento hanno inquadrato la natura dell'istituto da differenti prospettive: un autorevole e risalente orientamento ha collocato il diritto di opzione nella categoria dei diritti individuali dell'azionista che trovano nell'adesione al contratto sociale la propria fonte⁹². In questo senso si era maturato il convincimento che l'istituto tutelasse il diritto dell'azionista all'intangibilità della posizione endosocietaria, intesa come misura dei diritti esercitabili prima dell'aumento di capitale⁹³, da cui la distinzione tra un diritto di opzione astratto – coincidente con la generica e costante aspettativa del socio a non veder ridimensionata tale posizione – e un diritto concreto, che sorgeva a seguito della delibera di aumento⁹⁴. L'opzione sulle nuove azioni tutelava, nei fatti, il vecchio azionista dal rischio che un altrimenti discrezionale collocamento delle azioni da parte degli

⁹² La tesi è riportata da E. Ginevra, *Commento all'articolo 2441*, in *Le Società per azioni. Codice civile e norme complementari* (diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale), Milano, 2016, p. 2615 che fa riferimento ai più datati argomenti di T. Ascarelli, *L'interesse sociale dell'art. 2441 cod. civile. La teoria dei diritti individuali e il sistema dei vizi delle deliberazioni assembleari*, in *Problemi Giuridici II*, Milano, 1959, p. 541: si noti, tuttavia, come secondo l'Autore si possa parlare di violazione di un diritto individuale soltanto in presenza di un diritto di opzione già maturato e quindi concreto (si veda nota *infra*).

⁹³ V. sul punto la ricostruzione storica di E. Ginevra, *Commento all'articolo 2441*, in *Le Società per azioni. Codice civile e norme complementari* (diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale), Milano, 2016, p. 2616.

⁹⁴ Cfr., *ex multis*, T. Ascarelli, *L'interesse sociale dell'art. 2441 cod. civile. La teoria dei diritti individuali e il sistema dei vizi delle deliberazioni assembleari*, in *Problemi Giuridici II*, Milano, 1959, 521, p. 523 che rileva come il diritto di opzione concreto – costituitosi ad esito della delibera di aumento di capitale e riferito allo specifico aumento – possa successivamente essere oggetto di “circolazione, rinuncia, di esercizio o non esercizio e via dicendo”. Allo stesso modo l'Autore rimarca la differenza tra le ipotesi nelle quali, pur spettando il diritto in opzione in astratto, si decida di escluderlo o limitarlo nel caso concreto in ricorrenza dell'interesse sociale e il diverso caso nel quale non ricorra nemmeno in via astratta, come nelle ipotesi di conferimenti in natura. Si noti come, quasi cinquant'anni dopo, la riforma delle società del 2003 avrebbe riproposto la medesima dicotomia in merito alla collocazione della fattispecie di esclusione semplificata dell'opzione di cui al secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. nell'una o nell'altra categoria, con rilevanti riflessi interpretativi. V. *infra*, in particolare capitolo secondo, para IV. L'Autore, infine, non manca di rilevare come si possa parlare di violazione di un diritto individuale soltanto nel contesto di un diritto di opzione concreto e, quindi, di un aumento di capitale già deliberato.

amministratori diluisse il suo diritto sulle riserve della società e quello ad influire sull'amministrazione della stessa⁹⁵.

Sul punto, non solo si è successivamente criticata l'appartenenza dell'istituto ai c.d. diritti individuali⁹⁶ ma si è sottolineato il sacrificio economico – più o meno ingente a seconda dell'ammontare complessivo dell'aumento di capitale ma totalmente indipendente dalla determinazione del prezzo di emissione⁹⁷ – richiesto al socio per esercitare tale diritto, la cui natura è stata pertanto definita impura⁹⁸. Allo stesso modo è stata messa in discussione la visione di un diritto all'integrità della quota da parte degli azionisti (*i.e.*, il diritto dei soci

⁹⁵ Così, T. Ascarelli, *Due questioni sul diritto di opzione*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, p. 276, che individuava sia la natura patrimoniale sia quella gestoria dell'istituto. Cfr. anche T. Ascarelli, *L'interesse sociale dell'art. 2441 cod. civile. La teoria dei diritti individuali e il sistema dei vizi delle deliberazioni assembleari*, in *Problemi Giuridici II*, Milano, 1959, p. 522, che afferma come il diritto di opzione derivi dalla tesi in che l'azionista partecipi per intero al patrimonio sociale e non solo al capitale sociale nominale. Si veda anche A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 66 che, nell'accezione della tutela patrimoniale – di cui si discorrerà in seguito – riporta il cambiamento di prospettiva avvenuto con la riforma del 1942, ad esito della quale il diritto di opzione tutelava il diritto degli azionisti non solo sulle riserve al momento dell'emissione ma anche sulle riserve future. Si noti, peraltro, la collocazione dell'istituto nell'ambito dei poteri degli azionisti nei confronti degli amministratori, in senso difforme quanto questo elaborato sosteneva precedentemente classificando l'opzione come strumento principalmente della minoranza.

⁹⁶ Si veda E. Ginevra, *Sottoscrizione e aumento del capitale sociale nelle s.p.a.*, Milano, 2001 p. 157, 158 e E. Ginevra, *Commento all'articolo 2441*, in *Le Società per azioni. Codice civile e norme complementari* (diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale), Milano, 2016, p. 2616.

⁹⁷ Dal punto di vista dell'azionista che sottoscrive, infatti, il sacrificio complessivamente richiesto per mantenere la propria posizione amministrativa è indifferente. Il fenomeno si osserva meglio, forse, dalla prospettiva della società a responsabilità limitata: ebbene, il sacrificio economico richiesto all'azionista è, in ogni caso, dipendente dalla “quota” di capitale che sottoscrive complessivamente (*i.e.*, la percentuale di azioni precedentemente detenute) e non dal numero di azioni nelle quali tale ammontare è suddiviso (che è una risultante del prezzo di emissione di ciascuna). Una delle peculiarità del diritto di opzione è, infatti, quella di rendere l'azionista sottoscrittore indifferente alla determinazione del prezzo di emissione. Sul punto v. anche P. Mazzola, *Il prezzo di emissione in caso di spettanza, limitazione, esclusione del diritto di opzione: aspetti valutativi*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1/2017, p. 122.

⁹⁸ F. Fenghi, *Questioni in tema di aumento del capitale* in *Riv. Soc.*, 1983, p. 964 che sottolinea come la richiesta di tale sacrificio avvenga in un momento scelto discrezionalmente dalla maggioranza.

sulle riserve accumulate dalla società)⁹⁹, la cui sussistenza, al contrario, imporrebbe peraltro l'obbligo di un congruo prezzo di emissione anche nel contesto di aumenti di capitale in opzione¹⁰⁰. A tal proposito, si rileva come il ragionamento sembri muovere dalla medesima premessa che caratterizza l'affermazione che il diritto di opzione è impuro, ossia il non perfetto funzionamento del mercato. A prima vista, infatti, la ricostruzione della tesi circa l'impurezza dell'istituto appare soddisfacente soltanto con riferimento all'angolo amministrativo del diritto (*i.e.*, la diluizione della misura dei diritti esercitati) dal momento che, al fine di ottenere un ristoro patrimoniale, l'azionista che non voglia sostenere un ulteriore sacrificio economico non dovrebbe far altro che alienare i diritti di opzione non esercitati sul mercato. In presenza di un efficiente mercato dei diritti¹⁰¹, dunque, anche un ipotetico diritto all'integrità della quota verrebbe soddisfatto, nonostante l'assenza di un obbligo di congruità del prezzo di emissione nelle offerte in opzione.

Si noti, tuttavia, che tali considerazioni circa la realizzazione della piena tutela patrimoniale del socio attraverso la vendita dei diritti sono puramente speculative, dal momento che il perfetto

⁹⁹ Si veda il recente studio di E. Restelli, *Finanziamento dell'impresa e coazione a sottoscrivere. Gli aumenti di capitale iperdiluitivi*, Tesi di Dottorato discussa presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore, 2016-2017, p. 70, la cui ricostruzione storica è seguita da un'analisi sistematica volta a destrutturare ogni tentativo di individuare tale diritto in capo ai soci.

¹⁰⁰ Si vedano in particolare le analisi A. Graziani, *Sopraprezzo delle azioni e diritto di opzione*, in *Riv. Soc.*, 1961, p. 56 e R. Nobili, *Il diritto di opzione degli azionisti e i suoi limiti*, in *Riv. Soc.*, 1957, p. 692 ss. Si noti come, esulando dall'esistenza di un diritto all'integrità della quota, tali risalenti riflessioni – unite ad una prospettiva comparata – rappresenteranno uno dei punti di partenza della prospettiva *de jure condendo* dell'elaborato, una volta individuata la funzione principale dell'istituto. Si vedano sul punto il paragrafo III e il capitolo secondo, paragrafo IV.

¹⁰¹ Tale contesto consentirebbe infatti all'azionista non sottoscrittore delle nuove azioni di conseguire interamente il valore teorico del diritto, in merito al quale si rinvia al paragrafo successivo. Si noti, peraltro, come nel caso delle società non quotate – pur estranee a questo elaborato – il mercato dei diritti non solo non sia efficiente ma sia addirittura inesistente; da qui la tesi *de jure condendo* di differenziare le due discipline, imponendo per le società chiuse l'obbligo di assegnare le azioni non optate ad altri azionisti o a terzi esterni alla compagine sociale solo dietro il pagamento di “un sovrapprezzo corrispondente alle riserve di bilancio esistenti al momento della delibera di aumento”. Così A. Graziani, *Sopraprezzo delle azioni e diritto di opzione*, in *Riv. Soc.*, 1961, p. 56.

funzionamento del mercato dei diritti è, al più, occasionale¹⁰². Al contrario, l'aspettativa di integrità patrimoniale dell'investimento, non afferente alla sfera dei diritti individuali risulta "declassata" a mero interesse rilevante¹⁰³, nell'ambito di regole che disciplinano il funzionamento dell'attività sociale e concorrono a creare "situazioni di potere", enfatizzando quindi il ruolo del diritto di opzione nel governo societario¹⁰⁴.

La soccombenza della tesi circa l'obbligatorietà del sopraprezzo anche nelle offerte in opzione (che, come *supra* menzionato, avrebbe trovato fondamento in presenza di un diritto all'integrità della quota da parte degli azionisti) non ha impedito di risolvere in senso positivo, quantomeno, il dibattito avente ad oggetto la compatibilità tra i due istituti, malgrado l'iniziale scetticismo di talune autorevoli voci¹⁰⁵. La questione si vedrà avere un impatto significativo

¹⁰² Si veda più dettagliatamente, *infra*, capitolo secondo, para. III.

¹⁰³ In questo senso, E. Ginevra, *Commento all'articolo 2441*, in *Le Società per azioni. Codice civile e norme complementari* (diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale), Milano, 2016, p. 2616. V. anche precedentemente E. Ginevra, *La determinazione del prezzo e del sopraprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie* (a cura di Mario Notari), Milano, 2008 p. 97 in merito al concetto della centralità delle regole organizzative che si risolvono in una indiretta protezione della misura partecipativa dei soci; E. Restelli, *Finanziamento dell'impresa e coazione a sottoscrivere. Gli aumenti di capitale iperdiluitivi*, Tesi di Dottorato discussa presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore, 2016-2017, p. 85 che fa riferimento ad un "interesse rilevante – benché solo occasionalmente protetto – all'integrità della partecipazione al patrimonio della società".

¹⁰⁴ V. sul punto C. Angelici, *La società per azioni – Principi e problemi*, Milano, 2012, dal quale è tratta la citazione e, successivamente, E. Restelli, *Finanziamento dell'impresa e coazione a sottoscrivere. Gli aumenti di capitale iperdiluitivi*, Tesi di Dottorato discussa presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore, 2016-2017, p. 71 che la riprende nel contesto del diritto in questione.

¹⁰⁵ Il tema del rapporto tra diritto di opzione e del sopraprezzo si era posto già in epoca anteriore alla codificazione dell'istituto come confermato dal Tribunale di Napoli, 18 Marzo 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1925, p. 285 con nota di A. Sraffa, p. 287 che, muovendo dall'esistenza di un diritto all'integrità della quota da parte dei soci, rimetteva al preposto organo societario la decisione tra l'attribuzione ai soci del diritto a essere preferiti o l'utilizzo di forme alternative della posizione patrimoniale, delineando quindi un'alternatività tra i due strumenti. Sul punto v. anche A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 58 che riporta la citata sentenza. In epoca successiva, intorno alla metà del secolo scorso, si è ravvivato il dibattito: contro la compatibilità tra i due istituti v. M. Rotondi, *E' compatibile col diritto di opzione la emissione di azioni con sopraprezzo?*, in

non solo con riguardo alla determinazione del prezzo di emissione degli aumenti di capitale in opzione¹⁰⁶, ma anche in merito alla funzione del diritto di opzione e ai suoi possibili limiti, dal momento che un divieto di emissione di azioni ad un corrispettivo superiore al valore nominale avrebbe amplificato il possibile effetto coercitivo del diritto di opzione, soprattutto nelle società chiuse o le cui azioni abbiano una limitata liquidità¹⁰⁷.

Contemporaneamente, sul lato delle disapplicazioni in tutto o in parte dell'istituto disciplinate dal sesto comma dell'articolo 2441, la giurisprudenza si orienta in maniera sempre più flessibile in merito al

Riv. Dir. Comm., 1960, p. 81; F. Messineo, *Sul sovrapprezzo nell'emissione di azioni di società secondo il diritto italiano*, in *Riv. Soc.*, 1961, p. 205; R. Carlo, *Sovrapprezzo, diritto di opzione e azioni offerte ai terzi*, in *Riv. Trim. Dir. Proc. Civ.*, 1965, p. 1019 il quale individua nel sovrapprezzo (e, presumibilmente, ogni meccanismo di congruità del prezzo di emissione) un disincentivo alla sottoscrizione che, di conseguenza, frustra l'obiettivo principale che si prefigge l'istituto. Nella medesima epoca si esprimevano invece in senso favorevole alla compatibilità tra le due misure, tra gli altri, T. Ascarelli, *Diritto di opzione nell'aumento di capitale e emissione delle nuove azioni con aggio*, in *Foro Pad.*, 1954, p. 429; R. Nobili, *Il diritto di opzione degli azionisti e i suoi limiti*, in *Riv. Soc.*, 1957, p. 689 e A. Pavone La Rosa, *Recensione a Rotondi*, in *Riv. Soc.*, 1961, p. 134. Più recentemente si è pervenuti a una risposta positiva, ormai condivisa dall'unanimità degli autori. Sul punto si vedano, *ex multis*, P. Marchetti, *Problemi dell'aumento di capitale nella pratica notarile*, in *Aumenti e riduzioni di capitale*, Milano, 1984, p. 87 nonché, in senso risolutivo G. Mucciarelli, *Il sovrapprezzo delle azioni*, Milano, 1997, p. 124, nt. 65 (che ripropone nelle pagine successive una dettagliata ricostruzione) e A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 63. In senso favorevole alla compatibilità tra i due istituti, v. anche R. Rosapepe, *L'esclusione del diritto di opzione degli azionisti*, Milano, 1988, p. 145, con nota ricostruttiva di entrambe le tesi. Per un'esaustiva ricognizione del dibattito si vedano anche E. Ginevra, *Sottoscrizione e aumento del capitale sociale nelle s.p.a.*, Milano, 2001, p. 150, nt. 44 e E. Bazzano, *Determinazione ex post del prezzo di emissione ad opera degli amministratori, derogabilità dell'obbligo di versamento immediato del sovrapprezzo e compatibilità con il diritto di opzione*, in *Riv. Soc.*, 2003, p. 1078, nt. 6. Si noti, tuttavia, come l'assenza di un diritto all'integrità della quota, tuttavia, sembra precludere ogni tentativo di individuare un corrispondente diritto al sovrapprezzo per l'azionista in presenza di offerte in opzione.

¹⁰⁶ Cfr. sul punto capitolo terzo e il possibile utilizzo del *bookbuilding* in sede di determinazione del prezzo di emissione negli aumenti di capitale in opzione.

¹⁰⁷ L'argomento è evidentemente collegato ai discorsi circa il carattere spurio del diritto di opzione: tanto meno il mercato dei diritti è liquido (sino a giungere al caso estremo delle società chiuse), tanto minore la tutela della posizione patrimoniale è da un punto di vista fattuale. In merito al carattere coercitivo del diritto di opzione, v. meglio *infra* capitolo secondo, para III.

requisito di sussistenza di un interesse sociale all'esclusione o alla limitazione del diritto di opzione¹⁰⁸: il valore precettivo dell'espressione "quando l'interesse sociale lo esige" è negli anni diminuito e la sua applicazione divenuta via via meno restrittiva¹⁰⁹. Sul punto è stato autorevolmente sostenuto come tale evoluzione abbia avvicinato il processo alla c.d. *business judgement rule* in vigore nei sistemi americani, dal momento che si tratterebbe di un'operazione di raccolta di capitale della quale si dovrebbe solo argomentare l'opportunità rispetto a

¹⁰⁸ Si veda in particolare Cassazione, I, gennaio 1987, n. 133, in *Società*, 1987 e la più recente pronuncia del Trib. Milano, 31 gennaio 2005, in *Giur. It.* 2005, p. 1865 con nota di S. Cerrato, ove si fa riferimento al concetto di preferibilità e maggior convenienza.

¹⁰⁹ Si veda sul punto P. Marchetti, *Prezzo di emissione e 'bookbuilding' in alcuni recenti casi*, in *AGE*, 2017, p. 18, 19 che nel notare "l'addolcimento, lo sfarinamento operato dalla giurisprudenza" della citata espressione, ritiene che quest'ultima si sia ormai risolta in un "onere di motivazione con uno spazio di censurabilità assai modesto". In questo si segnala il mutamento di prospettiva rispetto ai primi autorevoli commenti, nei quali si sottolineava l'eccezionalità della norma rispetto al generale principio che precludeva un sindacato di merito in sede giudiziale e si riportava come, pur in assenza (all'epoca) di doveri informativi da parte degli organi di amministrazione e di controllo, "l'affermazione assembleare della sussistenza dell'interesse sociale deve essere argomentata, motivata, non potendo ridursi ad una semplice enunciazione". Così, tra gli altri, T. Ascarelli, *L'interesse sociale dell'art. 2441 cod. civile. La teoria dei diritti individuali e il sistema dei vizi delle deliberazioni assembleari*, in *Problemi Giuridici II*, Milano, 1959, p. 523. Così, tra gli altri, anche R. Rosapepe, *L'esclusione del diritto di opzione degli azionisti*, Milano, 1988, p. 54 ss. e A. Graziani, *Esclusione del diritto di opzione e interesse sociale*, in *Rassegna Economica*, 1961, p. 77 ss. in particolare p. 82, che fa riferimento a un interesse "concreto e specifico alla sottoscrizione da parte di terzi" nonché afferma la necessità che l'esclusione del diritto di opzione sia l'unico modo per perseguire l'interesse sociale. In altre parole, tale orientamento, al fine di potersi parlare di corretta esclusione del diritto di opzione, sembra richiedere che tale decisione sia necessaria al fine della "realizzazione dell'interesse sociale e dunque di fatto necessaria per la sopravvivenza della s.p.a." attingendo dalla ricostruzione di E. Ginevra, *Commento all'articolo 2441*, in *Le Società per azioni. Codice civile e norme complementari* (diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale), Milano, 2016, p. 2068. In senso più permissivo circa la relazione di strumentalità, e conforme alle due sentenze citate nella nota precedente si erano già espressi P. Marchetti, *Artt. 22 e 23*, in *d.P.R. 10 febbraio 1986 n. 30*, in *Nuove Leggi Civili Commentate*, 1988 p. 182 e G. Giannelli, *Esclusione del diritto di opzione e d.p.r. 10 febbraio 1986, n. 30*, in *Riv. Soc.*, 1988, p. 757.

differenti modalità di finanziamento che non sacrificino il diritto di opzione degli azionisti¹¹⁰.

Malgrado il sistema italiano conferisca meno autonomia agli amministratori, in quanto generalmente preveda la necessità un impulso assembleare¹¹¹, i due sistemi sembrano (su questo punto) parzialmente convergere, quantomeno con riferimento alle società controllate, nelle quali da un punto di vista sostanziale si può sovente individuare un allineamento decisionale tra consiglio di amministrazione e azionista di maggioranza¹¹². Il convincimento circa la convergenza, sul tema, è rafforzato dalla modifica normativa del 2012 che ha ulteriormente inteso facilitare l'esclusione o la limitazione del diritto di opzione, attraverso l'eliminazione del *quorum* assembleare rafforzato in tali ipotesi¹¹³. Di conseguenza, in presenza di un azionista di controllo, la differenza tra i due ordinamenti sul piano dell'attribuzione dei poteri *ex ante* tende a scomparire, poiché in entrambi l'influenza degli azionisti di minoranza è sostanzialmente limitata al successivo sindacato giudiziale.

¹¹⁰ V. ancora P. Marchetti, *Prezzo di emissione e 'bookbuilding' in alcuni recenti casi*, in *AGE*, 2017, p. 20. Si noti tuttavia come vi sia una differente tesi che muove da simile premessa (l'esclusione dell'opzione nell'operazione di aumento di capitale) per giungere all'opposta conclusione, affermando che si tratterebbe di un'operazione aventi obiettivi ulteriori rispetto alla raccolta di capitale e nella quale, dunque, la decisione di escludere il diritto sarebbe addirittura a monte della decisione di aumentare il capitale sociale; sul punto v. G. Sandrelli, *Delega ad aumentare il capitale e aumenti delegati con e senza diritto di opzione: questioni aperte*, in *AGE*, 2017, p. 306, 307, discusso *infra* nel capitolo.

¹¹¹ Si noti tuttavia che l'ordinamento giuridico italiano attribuisce la facoltà di delegare agli amministratori l'aumento di capitale sociale e che è stato recentemente riscontrato come anche negli aumenti deliberati dall'assemblea, gli spazi per i poteri c.d. esecutivi degli amministratori siano in costante allargamento, malgrado non arrivino alla decisione circa la modifica del capitale sociale. Cfr. G. Sandrelli, *Delega ad aumentare il capitale e aumenti delegati con e senza diritto di opzione: questioni aperte*, in *Age*, 2017, pp. 297, 299.

¹¹² V. *supra*, para I.

¹¹³ V. P. Marchetti, *Prezzo di emissione e 'bookbuilding' in alcuni recenti casi*, in *AGE*, 2017, p. 18 che cita tale modifica e l'introduzione della modalità di esclusione semplificata dell'opzione discussa *infra* come argomenti a supporto della tesi del progressivo ridimensionamento dell'interesse conservativo tutelato dall'istituto. Si veda anche A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 74 che inquadra la modifica nel più ampio indebolimento della tutela rappresentata dal diritto di opzione.

Diverso sembra invece il contesto in tema di doveri dell'organo di gestione e poteri *ex post* degli azionisti. L'impianto della norma ha infatti mantenuto gli obblighi informativi di natura "giustificativa" a carico degli amministratori nonché quelli di controllo del collegio sindacale sulla congruità del prezzo di emissione¹¹⁴. In questo senso si segnalano due rilevanti conseguenze che contribuiscono a far emergere una differenza con la disciplina statunitense, nella quale come si vedrà, si applica lo scudo della *business judgement rule*, che preclude di fatto un qualsiasi tipo di sindacato giudiziale in assenza di una violazione dei generici *fiduciary duties* da parte degli amministratori¹¹⁵.

In primo luogo, a monte dell'approvazione della delibera, nell'ambito di società quotate la cui compagine sociale non presenti un azionista di controllo – ma forse ci si potrebbe spingere anche ai casi di controllo di fatto – questa allegazione da parte degli amministratori sembra poter costituire un elemento di critica da parte da parte degli azionisti dissenzienti (circa la struttura dell'operazione ma anche in senso ampio con l'operato del *management*) per opporsi alla delibera assembleare in un procedimento analogo alla raccolta delle deleghe di voto, volto a bloccare l'aumento di capitale. Appare logico ritenere che il supplemento di informazioni fornisca in maniera quasi naturale possibili ulteriori spunti di riflessione all'interno della compagine sociale.

In secondo luogo, il dovere di adempimento dei citati obblighi marca un corrispondente potere per gli azionisti di minoranza in sede giudiziale¹¹⁶. Sembra infatti condivisibile l'affermazione che non sia precluso un, pur attenuato, sindacato, avente ad oggetto la delibera di esclusione del diritto di opzione¹¹⁷. In questo senso, tuttavia, si ritiene

¹¹⁴ Si veda G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e sul suo utilizzo*, in *AGE*, 2017, p. 256 da dove è tratto il virgolettato del testo.

¹¹⁵ Il tema sarà trattato con maggior profondità nel cap. secondo. Per ora sia sufficiente richiamare lo studio comparato di M. Ventoruzzo, *Issuing New Shares and Preemptive Rights: A Comparative Analysis*, 12 *Rich. J. Global L. & Bus.* 517, 517 (2013), p. 527, 528.

¹¹⁶ A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 108, 109.

¹¹⁷ Sul punto si vedano G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e sul suo utilizzo*, in *AGE*, 2017, p. 257 che si avvale anche di tale argomento per distinguere la fattispecie in questione da quella di esclusione semplificata dell'opzione di cui al

superata la richiamata tesi che la norma in questione costituisca nei fatti un'eccezione all'insindacabilità nel merito delle scelte gestorie da parte del giudice; appare preferibile infatti l'interpretazione che il controllo non si estenda alla decisione strategico gestionale nel suo complesso, bensì sia limitato all'esistenza di un interesse della società e al nesso tra il programma aziendalistico da conseguirsi e l'esclusione (o limitazione) del diritto di opzione¹¹⁸. Si noti, sul punto, che il dibattito dottrinale circa la soglia richiesta affinché l'onere probatorio avente ad oggetto l'assolvimento degli obblighi giustificativi da parte degli amministratori sia soddisfatto, è traslato alla valutazione della strumentalità dell'esclusione dell'opzione, oscillando tra l'essenzialità ai fini del completamento dell'operazione aziendale fino alla semplice preferibilità¹¹⁹. Si ritiene che l'indagine circa la funzione dell'istituto nelle società quotate non sia scevra da riflessi interpretativi sulla questione, sulla quale, dunque, ci si riserva qualche considerazione in seguito¹²⁰.

L'ampliamento dei poteri degli amministratori è ulteriormente corroborato dalla norma in tema di delega agli amministratori per aumentare il capitale sociale a pagamento, di cui all'articolo 2443 del

secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c., non soggetta ad alcun tipo di sindacato nel merito.

¹¹⁸ Si vedano E. Ginevra, *Commento all'articolo 2441*, in *Le Società per azioni. Codice civile e norme complementari* (diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale), Milano, 2016, p. 2630 secondo cui l'analisi verterà sul “nesso logico di inevitabilità dell'offerta a terzi per la riuscita di quella specifica operazione di aumento di capitale oggetto del dato piano” (anche per una completa ricostruzione dottrinale e giurisprudenziale); G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e sul suo utilizzo*, in *AGE*, 2017, p. 257 che afferma che l'organo amministrativo assolva i propri oneri giustificativi attraverso l'individuazione dell'interesse sociale della società a completare il dato progetto aziendale – prevalente sui diversi interessi sacrificati – nonché l'illustrazione del nesso di strumentalità tra il perseguimento dell'interesse individuato (*i.e.*, ragionevolmente il piano imprenditoriale) e la non attribuzione integrale del diritto di opzione agli azionisti. In senso conforme anche E. Restelli, *Finanziamento dell'impresa e coazione a sottoscrivere. Gli aumenti di capitale iperdiluitivi*, Tesi di Dottorato discussa presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore, 2016-2017, p. 101. Cfr.

¹¹⁹ Sul punto v. E. Ginevra, *Commento all'articolo 2441*, in *Le Società per azioni. Codice civile e norme complementari* (diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale), Milano, 2016, p. 2650, che afferma come la soglia vada individuata nell'indispensabilità dell'esclusione al compimento della data operazione.

¹²⁰ V. *infra* para III.3.

codice civile¹²¹. La riforma del 2003 ha inciso profondamente anche su questo aspetto, attribuendo all'assemblea l'ulteriore potere di delegare al consiglio di amministrazione la delibera di aumenti di capitale con esclusione dell'opzione il cui interesse sociale sotteso (*i.e.*, l'interesse a compiere l'operazione con esclusione dell'opzione) non sia ancora individuabile al momento dell'attribuzione¹²². Il secondo periodo del primo comma dell'articolo modificato, infatti, consente di rimettere agli amministratori la valutazione circa il bilanciamento tra l'interesse della società alla conclusione della particolare operazione e quello degli azionisti a vedersi attribuito il diritto di opzione, sacrificando eventualmente il secondo a favore del primo¹²³. Un recente saggio ha utilmente rilevato come l'utilizzo di questa facoltà determini il mutamento di prospettiva dell'organo nei fatti deputato a escludere il diritto di opzione in concreto: malgrado, infatti, l'impulso iniziale sia dell'assemblea, quest'ultima appare soltanto incaricata di individuare i criteri che dovranno guidare la successiva decisione dell'organo amministrativo, che compirà la sua determinazione nell'interesse della

¹²¹ Si noti tuttavia il modesto uso che la prassi sembra fare di tale delega, rilevato da G. Sandrelli, *Delega ad aumentare il capitale e aumenti delegati con e senza diritto di opzione: questioni aperte*, in *AGE*, 2017, p. 294, 295 che riporta come alla data di marzo 2017 su un totale di 121 società italiane incluse negli indici FTSE-MIB e STAR di Borsa Italiana, 28 avessero in statuto una delega di cui all'articolo 2443 c.c. in corso di efficacia. L'Autore sottolinea altresì come il recepimento da parte della prassi appaia a maggior ragione modesto se inquadrato in un'ottica comparata.

¹²² Sul punto, e per una ricostruzione delle modifiche introdotte dalla riforma del 2003 in tema di delega agli amministratori ad aumentare il capitale sociale a pagamento, cfr. G. Giannelli, *L'aumento di capitale a pagamento*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, 2007, p. 271.

¹²³ Si veda G. Sandrelli, *Delega ad aumentare il capitale e aumenti delegati con e senza diritto di opzione: questioni aperte*, in *Age*, 2017, p. 307, 308. L'Autore riporta altresì come antecedentemente la riforma, ed in vigenza del divieto di attribuire al consiglio il potere di decidere in merito all'esclusione dell'opzione, vi fosse una scissione tra il momento nel quale l'assemblea, individuando un interesse "concreto ma non immediatamente ottenibile", determinava il sacrificio il diritto di opzione e quello, successivo, nel quale, una volta divenuto conseguibile l'interesse individuato, il consiglio di amministrazione esercitava la delega attribuitagli. Cfr. anche la Massima XV del Consiglio Notarile di Milano del 20 novembre 2001, che nel non precludere *tout-court* l'attribuzione di una delega ad aumentare il capitale con esclusione dell'opzione, individua gli elementi procedurali e sostanziali che devono essere rispettati affinché tale delega sia ammissibile.

società, a differenza di quanto avviene nei più tradizionali casi di esclusione del diritto di opzione, nei quali il voto di ciascun socio ha come incentivo sottostante la protezione del proprio interesse¹²⁴. Malgrado l'esercizio di questa prerogativa assembleare attribuisca significativa autonomia all'organo gestorio¹²⁵, si ritiene che non rientrino nella fisiologia della norma le determinazioni che rimettano sostanzialmente l'intera decisione sull'operazione – sia dal punto di vista concreto sia di quello astratto – al giudizio degli amministratori¹²⁶. In altre parole, sembra che quantomeno nell'individuazione della *ratio* dell'operazione, la decisione di escludere l'opzione sia di pertinenza assembleare. Anche in questo caso, come nella citata ipotesi di esclusione ai sensi del quinto comma dell'art. 2441 c.c., si ritiene che la necessità di individuazione dei criteri sia soddisfatta un requisito informativo antecedente la determinazione assembleare sia rappresenti

¹²⁴ Così, ancora, G. Sandrelli, *Delega ad aumentare il capitale e aumenti delegati con e senza diritto di opzione: questioni aperte*, in *AGE*, 2017, p. 308, 309 che riporta come la delibera assembleare, non più avente ad oggetto la concreta esclusione del diritto di opzione avrà “la funzione di pre-orientare la direzione che sarà impressa alla soluzione del conflitto tra l'interesse (dei singoli soci) alla conservazione della propria quota di partecipazione e l'interesse (della società) al vantaggio ottenibile dall'aumento di capitale”. Allo stesso modo, l'attribuzione in concreto della decisione agli amministratori determina un cambiamento di prospettiva dal momento che gli stessi avranno il dovere di “considerare la composizione dell'assetto proprietario unicamente nella prospettiva dell'interesse sociale collettivo” (in contrapposizione al singolo socio che invece può esercitare il proprio voto mosso da fini esclusivamente egoistici). V. anche L.A. Bianchi, *Note sul modello rolling negli aumenti di capitale iperdiluiti*, in *AGE*, 2017, p. 321 in merito all'interesse a cui deve orientarsi il giudizio degli amministratori in questo contesto.

¹²⁵ Cfr. sul punto in particolare P. Marchetti, *Prezzo di emissione e 'bookbuilding' in alcuni recenti casi*, in *AGE*, 2017, p. 19, 20 afferma come la riforma e la prassi abbiano ridotto il contenuto della norma al dovere dell'assemblea enunciare le ragioni che fondano la compressione del diritto di opzione, da cui il rilievo che il requisito dell'interesse sociale abbia un ruolo prevalentemente motivazionale. V. anche Massima 8 del Consiglio Notarile di Milano del 23 marzo 2004 che fa riferimento all'enunciazione di “le ragioni e le cause della esclusione del diritto di opzione”.

¹²⁶ In questo senso G. Sandrelli, *Delega ad aumentare il capitale e aumenti delegati con e senza diritto di opzione: questioni aperte*, in *AGE*, 2017, p. 312 rilevando come deleghe che si limitano a richiedere che l'operazione in questione sia “strategicamente rilevante” o che il collocamento sia “vantaggioso” frustrino la *ratio* della norma che impone la determinazione dei criteri dall'assemblea.

uno strumento di controllo successivo all'esercizio della delega da parte dell'organo gestorio, che pure gode di notevole autonomia¹²⁷.

Rivolgendo l'attenzione alle norme che si applicano alle sole società con azioni quotate, i menzionati obblighi informativi preassembleari di carattere motivazionale non sono previsti nei casi di c.d. esclusione semplificata del diritto di opzione¹²⁸. Tale opportunità, nei limiti del 10% del capitale sociale già emesso, è stata introdotta dalla riforma societaria del 2003, attraverso l'aggiunta del secondo periodo del quarto comma dell'articolo 2441¹²⁹. Anche in questo caso si è inteso contemperare la maggiore autonomia societaria – che beneficia di un notevole incremento nella facilità di accesso al mercato in termini di tempi e costi – sia sul fronte del mantenimento del valore di mercato delle azioni sia su quello dei poteri assembleari degli azionisti. In merito al primo presidio, si ritiene che la *ratio* ispiratrice della norma sia la

¹²⁷ Cfr. G. Sandrelli, *Delega ad aumentare il capitale e aumenti delegati con e senza diritto di opzione: questioni aperte*, in *AGE*, 2017, p. 317 che sottolinea il possibile notevole impatto di tali operazioni su governo societario e struttura proprietaria della società e G. Giannelli, *L'aumento di capitale a pagamento*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, 2007, p. 275 che afferma come le prescrizioni (in particolare circa la preventiva determinazione dei criteri) imposte dall'art. 2443 nascono dalla necessità di sopperire alla mancanza della possibilità per l'assemblea di esprimersi a valle della pubblicazione della documentazione giustificativa dell'esclusione (o limitazione) dell'opzione, prodotta da amministratori e sindaci.

¹²⁸ Così G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e sul suo utilizzo*, in *AGE*, 2017, p. 256 che riporta come l'inserimento della clausola in statuto legittimi *ex ante* la decisione di esclusione del diritto di opzione adottata successivamente e rileva il venir meno degli "specifici oneri di motivazione di prevalenza dell'interesse sociale e di allegazione del rapporto qualificato di strumentalità" tra esclusione (o limitazione) dell'opzione e realizzazione di tale comune interesse". L'Autrice fa anche leva sull'argomento letterale che muove dalla mancata inclusione della fattispecie di esclusione semplificata nel sesto comma dell'art. 2441 tra gli ambiti di applicazione della regola ivi dettata. In senso conforme si veda, tra l'altro, G. Giannelli, *L'aumento di capitale a pagamento*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, 2007, p. 259 ss., p. 278 che afferma come la rispondenza dell'operazione all'interesse sociale della società sia data per presunta.

¹²⁹ La norma condiziona l'esclusione del diritto di opzione, tra l'altro, all'adozione in statuto della clausola corrispondente. Sul punto si veda G. Giannelli, *L'aumento di capitale a pagamento*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, 2007, p. 276 che precisa come la norma si applichi anche all'emissione di azioni non quotate che soddisfino le caratteristiche richieste.

possibilità per gli azionisti delle società quotate di rivolgersi al mercato e ottenere una tutela sostitutiva a quella altrimenti fornita dal diritto di opzione¹³⁰; in questo senso parrebbero, quindi, doversi leggere i limiti concernenti la dimensione dell'emissione e la congruità del prezzo come aventi l'obiettivo di mantenere inalterato il mercato, che rappresenta il rimedio alternativo per l'azionista¹³¹. Questo approccio, che vede l'interesse dell'azionista salvaguardato attraverso una tutela mediata (la liquidità del mercato) conferma, nel concreto caso dell'aumento di capitale, il più generale convincimento che l'interesse degli azionisti di minoranza siano genericamente allineati a quelli del mercato¹³². La posizione partecipativa degli azionisti, invece, viene rafforzata attraverso il requisito, al fine di potersi avvalere dell'esclusione semplificata, di avere preventivamente inserito in statuto la pertinente clausola autorizzativa¹³³. Si è sottolineato come la

¹³⁰ Cfr. anche A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 90, 116 che afferma come la tutela dei soci sia affidata a uno strumento differente che è rappresentato dall'accesso al mercato azionario dove l'azionista diluito può ripristinare, in tutto o in parte, la propria partecipazione (o, alternativamente, possa conseguire il disinvestimento); v. anche G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e sul suo utilizzo*, in *AGE* 2017, p. 259 che sottolinea come la presenza del mercato tenda a differenziare in maniera crescente la disciplina alla quale sono soggette le società che vi fanno ricorso.

¹³¹ Si veda A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, pp. 123 ss. (in particolare pp. 124, 129) che suggerisce, tra l'altro, come tale obiettivo di preservare l'accesso al mercato – come rimedio alternativo al diritto di opzione – debba guidare l'interpretazione della norma. V. anche G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e sul suo utilizzo*, in *AGE* 2017, p. 277, che individua tra le funzioni del limite del 10%, nonché naturalmente dei criteri in tema di prezzo di emissione, quello di tutelare l'accesso al mercato per gli azionisti diluiti, concretizzando quindi la possibilità del rimedio alternativo.

¹³² La tesi è stata espressa a livello generale da A. Mazzoni, *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, Giur. Comm., 1998, p. 488, v. *supra* nt. 22 e testo corrispondente. V. anche A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, pp. 130, 131 che collega la norma ai principi generali corretto funzionamento e integrità del mercato (in particolare per quanto concerne le regole di informazione societaria e manipolazioni del mercato).

¹³³ Si veda G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e sul suo utilizzo*, in *AGE* 2017, p. 256 che riporta la non automatica applicabilità della disciplina alle società quotate in assenza della clausola e, soprattutto, come l'adozione della clausola in statuto sia suscettibile di sindacato giudiziale.

scelta di usufruire di tale opportunità statutaria, presupponga il parere favorevole della maggioranza circa l'esclusione del diritto di opzione, pur espresso non in prossimità dell'emissione¹³⁴. Sul punto sembra preferibile che intercorra un ragionevole lasso di tempo tra l'adozione in statuto della clausola attributiva di tale potere e l'effettiva delibera di aumento di capitale: in tale contesto, infatti, la previsione statutaria svolgerebbe anche una funzione segnaletica nei confronti di possibili investitori, vedendo al contrario la propria funzione fortemente ridimensionata qualora tale adozione ricorra in contingenza dell'aumento. Tale argomento è ulteriormente rafforzato dall'opinione, maggioritaria, che anche in presenza della previsione statutaria sia necessaria un'ulteriore determinazione assembleare di aumentare il capitale sociale usufruendo di detta clausola¹³⁵. In tal senso, si è argomentato che questa facoltà sia esercitata da quegli emittenti che anelano una maggiore apertura nei confronti del mercato sul modello delle *public company* inglese¹³⁶. Di nuovo, il termine società/emittente si riduce nella pratica ad una decisione della maggioranza alla quale ciascun azionista può concorrere con il proprio voto: in un panorama che si è visto essere fortemente caratterizzato dalla presenza di azionisti

¹³⁴ Si veda, sul punto, G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e sul suo utilizzo*, in *AGE* 2017, p. 256 e precedentemente in G. Balp, M. Ventoruzzo, *Esclusione del diritto d'opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, in *Riv. Soc.* 2004, p. 809.

¹³⁵ In caso contrario, infatti, la determinazione assembleare di adozione della clausola e quella di utilizzo della stessa avrebbero, nei fatti, una funzione sovrapposta. Per una più approfondita discussione circa i poteri dell'assemblea in sede di esclusione semplificata del diritto di opzione si veda *infra* cap. secondo, para IV.

¹³⁶ V. A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, pp. 148 ss. che collega il ragionamento alla possibilità che, avvalendosi della stessa clausola, un emittente approvi una serie ravvicinata di operazioni con tali caratteristiche e alteri gli assetti proprietari. Il medesimo argomento circa la volontà di inseguire un'apertura al mercato è peraltro sostenuto anche da G. Balp, M. Ventoruzzo, *Esclusione del diritto d'opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, in *Riv. Soc.*, 2004, p. 804. In senso dubitativo v. invece G. Giannelli, *L'aumento di capitale a pagamento*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, 2007, p. 277, in ragione del fatto che l'aumento non debba necessariamente essere destinato al pubblico mercato.

di controllo, tuttavia, la decisione sull'esclusione dell'opzione risulta rimessa a tale figura di riferimento, ove presente.

Nello stesso ambito (*i.e.*, differenza di disciplina tra società quotate e società non quotate) si è notata una progressiva compressione dei tempi a disposizione dell'azionista per l'esercizio del diritto. Il minor termine per aderire all'offerta di capitale a pagamento – inizialmente applicabile ai soli emittenti quotati così come disciplinato dall'articolo 134 del TUF¹³⁷ – è stato esteso nel 2012 a tutte le società. La presenza di una norma speciale testimoniava l'attenzione verso una problematica particolarmente sensibile in particolare nell'ambito degli emittenti quotati, contesto nel quale più lunghi tempi di esercizio possono addirittura compromettere la buona riuscita dell'operazione¹³⁸. Malgrado un'autorevole dottrina in seguito alla riforma degli anni '70 avesse attribuito all'argomento scarsa importanza¹³⁹, lo sviluppo dei mercati ha infatti sollevato il tema delle oscillazioni del prezzo di emissione, che si vedranno essere uno dei principali costi dell'istituto, quantomeno con riferimento alle società con azioni quotate.

Ad esito di questa breve ricostruzione storica dell'istituto emerge il progressivo ridimensionamento dell'inviolabilità del diritto di opzione nelle società quotate, pur essendo la presenza dello stesso in qualche modo certificata dalle norme di matrice europea¹⁴⁰. In questo senso il complesso impianto normativo che delinea l'istituto sembra

¹³⁷ Fino al 2012, infatti, il termine era di quindici giorni per le sole società con azioni quotate, in deroga al termine di trenta giorni altrimenti applicabile.

¹³⁸ A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 76.

¹³⁹ Così, infatti, G.B. Portale, *Opzione e sopraprezzo nella novella azionaria*, in *Giur. Comm.*, 1975, p. 215 nel commentare una modifica normativa che allungava i tempi per esercitare il proprio diritto di opzione a 30 giorni.

¹⁴⁰ Cfr. A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 6, 7 che in uno studio monografico sull'argomento, riporta come la clausola di esclusione semplificata del diritto di opzione sia percepita in dottrina come un ridimensionamento dell'istituto nelle società con azioni quotate. Si veda, sul punto, G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e sul suo utilizzo*, in *AGE* 2017, p. 258 che fa riferimento alla “relativizzazione” del diritto di opzione. In senso conforme anche E. Ginevra, *La determinazione del prezzo e del sopraprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie* (a cura di Mario Notari), Milano, 2008, pp. 115, 116 che collega l'argomento alla funzione dell'istituto (*i.e.*, al limite valore della tutela amministrativa) nelle società quotate.

comunque restio a comprimere eccessivamente i poteri dell'assemblea, non facendone venir meno il ruolo decisivo in sede di approvazione dell'aumento di capitale e di possibile esclusione del diritto, quantomeno con riferimento alle linee guida, o caratteri essenziali, dell'operazione. L'esclusione del diritto, infatti, si accompagna ad una adeguata informazione assembleare, che non svuota il ruolo decisivo della maggioranza. Di contro, con il consenso assembleare, si riscontra una crescente predisposizione all'accoglimento di presidi alternativi a protezione delle minoranze, da individuarsi più nella congruità del prezzo di emissione che non nel potenziamento del diritto di voto (che potrebbe attuarsi alternativamente attraverso quorum assembleari rafforzati o il meccanismo del *whitewash*)¹⁴¹. Tali rilievi sono coerenti con la c.d. visione produttivistica della società per azioni (a maggior ragione se quotata) che di fatto favorisce l'interesse dell'emittente a raccogliere capitale di rischio, comprimendo talora la posizione degli azionisti¹⁴². Queste elaborazioni legittimano quantomeno una

¹⁴¹ In merito alla presenza dei meccanismi alternativi, in particolare nelle società con azioni quotate, si faccia riferimento a Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 79 che a livello metodologico premette come la presenza di presidi alternativi al diritto di opzione costituiscano “il filo conduttore del presente lavoro, concentrando l'indagine sull'incidenza dell'opzione e grado di concentrazione proprietaria, che dimostra infatti l'opportunità di articolare la disciplina dell'opzione in ragione della pluralità di modelli societari”. Il potenziamento di strumenti alternativi al diritto di opzione, al fine di “diluire” l'applicazione di quest'ultimo, è successivamente indagato, in una prospettiva *de jure condendo* nel cap. secondo, para IV.

¹⁴² In questo senso E. Restelli, *Finanziamento dell'impresa e coazione a sottoscrivere. Gli aumenti di capitale iperdilutivi*, Tesi di Dottorato discussa presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore, 2016-2017, p. 73 che pure fa riferimento al diverso – e in una certa misura opposto – caso nel quale, nell'emissione in opzione, l'esigenza della società di finanziarsi prevale sulla posizione patrimoniale degli azionisti spiegandosi, di conseguenza, la non necessarietà del sovrapprezzo anche in situazioni, come le società non quotate, nelle quali il mercato dei diritti è poco sviluppato. Così anche G.B. Portale, *Opzione e sovrapprezzo nella novella azionaria*, in *Giur. Comm.*, 1975, p. 227 che addirittura sottolinea come, nel nome della tutela dell'organo produttivo, un aumento in opzione senza (o, ragionevolmente, non congruo) sovrapprezzo faciliti la raccolta di capitale. Si noti che queste fattispecie prendono in considerazione il più estremo caso della posizione patrimoniale degli azionisti, sacrificata in nome del maggiore interesse dell'emittente a finanziarsi; al contrario l'elaborato – in questa sede – pur facendo riferimento alla compressione della posizione dei singoli interessi degli azionisti in nome della logica produttivistica (rientrando quindi nello stesso, ampio,

riflessione in merito a quale sia la funzione per la quale l'istituto è stato predisposto, nonché quale tipologia di azionista sia effettivamente maggiormente beneficiata dallo stesso¹⁴³.

Il complessivo affievolimento dell'istituto è, infine, confermato anche dal recepimento di tali norme nella prassi, dal momento che alla data di marzo 2017, un discreto numero di società quotate aveva in statuto clausole che, in molteplici modi e con differenti sfumature, sacrificavano l'interesse degli azionisti al diritto di opzione quantomeno parzialmente¹⁴⁴. La stessa ricerca ha opportunamente riportato la rilevanza in tema di governo societario di tale operazione, sottolineando come la decisione di comprimere concretamente il diritto di opzione sottenda la volontà dell'emittente (ragionevolmente intendendosi una combinazione del consiglio di amministrazione e degli azionisti più significativi declinata a seconda delle circostanze) di perseguire obiettivi diversi ed ulteriori rispetto al pure raccoglimento di risorse finanziarie a titolo di capitale di rischio¹⁴⁵. In assenza della volontà di avere un impatto sulla compagine sociale, infatti, non si

conflitto) prende in considerazione il più lieve (quantomeno per un azionista maggiormente legato alla prospettiva patrimoniale) caso di sacrifici della posizione amministrativa accompagnati da un rafforzamento della tutela patrimoniale.

¹⁴³ Si noti come le ripercussioni di tali riflessioni in merito alla funzione del diritto di opzione nonché alla posizione dello stesso nell'ambito del duplice conflitto maggioranza-minoranza e assemblea-amministratori merita di non essere sottovalutato. V. *infra*, para III e capitolo secondo, para. IV.

¹⁴⁴ Cfr. G. Sandrelli, *Delega ad aumentare il capitale e aumenti delegati con e senza diritto di opzione: questioni aperte*, in *AGE*, 2017, pp. 294, 295 che riporta l'elevata incidenza relativa di previsioni limitative o esclusive del diritto di opzione degli azionisti nell'ambito delle clausole di delega agli amministratori *ex art.* 2443 c.c. (*i.e.*, a fronte di 28 casi di statuti che avevano adottato tali clausole – ai quali vanno sottratti i 6 casi nei quali la delega era per aumento di capitale a favore dei dipendenti e i 4 casi di delega per aumenti in opzione – ben 18 contenevano una limitazione del diritto di opzione di qualche tipo). Cfr. anche G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e sul suo utilizzo*, in *AGE*, 2017, p. 255 che afferma la rilevanza nella prassi delle clausole di esclusione semplificata dell'opzione di cui all'articolo 2441, comma 4, secondo periodo e p. 287 che riporta molteplici esempi recenti di proposte di delega delle delibere di esclusione semplificata del diritto di opzione.

¹⁴⁵ G. Sandrelli, *Delega ad aumentare il capitale e aumenti delegati con e senza diritto di opzione: questioni aperte*, in *AGE*, 2017, pp. 306, 307.

vedrebbe apparentemente la necessità di non attribuire integralmente il diritto di opzione agli azionisti.

2. Il significato economico del diritto di opzione e il suo valore

Sembra utile tentare di inquadrare il significato economico del diritto di opzione, dal momento che il suo corretto apprezzamento è indispensabile per indagare la funzione e l'efficacia dell'istituto nelle società quotate. Per farlo, traendo spunto dagli studi economici, è opportuno definire le seguenti variabili che caratterizzano l'emissione di nuove azioni a pagamento:

- (i) Ultimo Prezzo di scambio dell'azione sul mercato prima dello stacco del diritto e dell'avvio dell'offerta (c.d. “prezzo *cum*”);
- (ii) Valore al quale ci si attende che quoti l'azione dopo lo stacco del diritto di opzione (c.d. *Theoretical Ex Rights Price*, TERP o “prezzo *ex*”);
- (iii) Prezzo di emissione delle nuove azioni;
- (iv) Numero di azioni in circolazione prima dell'operazione di aumento di capitale; e
- (v) Numero di azioni emesse¹⁴⁶.

Matematicamente, il TERP rappresenta la media ponderata del prezzo *cum* e del prezzo di emissione, ossia la somma della moltiplicazione di ciascuno dei due valori per il pertinente numero di azioni (rispettivamente il numero di azioni in circolazione prima dell'emissione e il prezzo di emissione delle nuove azioni) divisa per il numero complessivo di azioni in circolazione ad esito dell'emissione¹⁴⁷. Da un punto di vista procedurale si ritiene che la prima variabile che viene determinata nel contesto dell'operazione sia il complessivo ammontare dell'aumento di capitale – *i.e.*, il prodotto tra il numero di

¹⁴⁶ P. Mazzola, *Il prezzo di emissione in caso di spettanza, limitazione, esclusione del diritto di opzione: aspetti valutativi*, in AGE, 2017, p. 117. V anche L.A. Bianchi, *Note sul modello rolling negli aumenti di capitale iperdiluitivi*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2017, p. 172.

¹⁴⁷ V. L.A. Bianchi, *Note sul modello rolling negli aumenti di capitale iperdiluitivi*, in AGE, 1/2017, p. 172, nt. 10 che fa riferimento alla formula utilizzata da Borsa Italiana per calcolare il TERP. Cfr. sul punto P. Mazzola, *Il prezzo di emissione in caso di spettanza, limitazione, esclusione del diritto di opzione: aspetti valutativi*, in AGE, 2017, p. 117.

azioni di nuova emissione e il prezzo di emissione di ciascuna di esse – che rappresenta il fabbisogno economico della società emittente, sulla base di ritenute esigenze di rafforzamento patrimoniale¹⁴⁸. In un secondo momento si procede a fissare il prezzo di emissione, o il tasso di sconto¹⁴⁹ rispetto al prezzo *cum*, e sulla base di questo si calcolano le altre variabili ad esso matematicamente legate¹⁵⁰. Si noti come dal punto di vista della società emittente, quindi, il prezzo di emissione influisca sul numero di azioni che devono essere emesse e non direttamente sulla quantità di capitale raccolto: a prima vista, pertanto, dalla prospettiva della società, un'emissione sottoprezzata non sembra creare un danno economico (dal momento che la società non ha nessun costo nell'emettere più azioni), a maggior ragione nel caso di offerta in opzione.

Il concetto di tasso di sconto necessita di un'ulteriore considerazione. La maggioranza degli studi di carattere economico definisce tale valore come rapporto tra (a) la differenza tra prezzo *cum* e il prezzo di emissione e (b) il prezzo *cum*¹⁵¹. Tale grandezza, che fa

¹⁴⁸ V. E. Ginevra, *La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie* (a cura di Mario Notari), Milano, 2008, p. 98; P. Mazzola, *Il prezzo di emissione in caso di spettanza, limitazione, esclusione del diritto di opzione: aspetti valutativi*, in *AGE*, 2017, p. 116 che studia gli aspetti valutativi degli aumenti di capitali in Italia, sull'assunzione che l'ammontare del capitale da raccogliere sia predeterminato sulla base del piano industriale dell'emittente. Si noti come tale approccio enfatizzi il punto di vista aziendalistico dell'operazione dal momento che le considerazioni circa gli impatti sul governo societario sarebbero soltanto successive alla quantificazione del capitale di rischio da raccogliere. Si vedrà in seguito come è stato sostenuto che, al contrario, nei casi di esclusione del diritto di opzione, tale prospettiva sia nei fatti capovolta.

¹⁴⁹ Si noti che, come si approfondirà in seguito, la determinazione del prezzo di emissione appare come un atto della società emittente ma è sovente il risultato di un confronto con il "mercato" – e in particolare con i consulenti finanziari – a monte dell'operazione, data la necessità di massimizzarne le possibilità di successo. Cfr., *ex multis*, T. Bianchi, *Gli aumenti di capitale delle imprese*, Milano, 1953, che sottolinea come il prezzo di emissione sia solitamente fissato in modo da garantire il successo dell'operazione.

¹⁵⁰ P. Mazzola, *Il prezzo di emissione in caso di spettanza, limitazione, esclusione del diritto di opzione: aspetti valutativi*, in *AGE*, 2017, p. 117, 118.

¹⁵¹ Così, P. Mazzola, *Il prezzo di emissione in caso di spettanza, limitazione, esclusione del diritto di opzione: aspetti valutativi*, in *AGE*, 2017, p. 118, nt. 1 che fa riferimento alla formula frequentemente usata in altri studi; in particolare v. *ex multis*, A.K. Singh, *Layoffs and underwritten rights offers*, 43 *J. Fin. Econ.* 105 (1997), p. 120; B.

riferimento a quanto il prezzo di emissione di ciascuna nuova azione è scontato rispetto al corso di borsa ante emissione, sembra parzialmente informativa dal momento che non considera il numero di azioni emesse e non è rivelatrice della magnitudo dell'emissione, sia in termini di pregiudizio economico per gli azionisti esistenti sia per quanto concerne il guadagno economico dei nuovi sottoscrittori (in entrambi i casi limitatamente alla sola sottoscrizione, ossia non considerando il corrispettivo scambiato tra le due parti nella compravendita dei diritti di opzione, che teoricamente compensa il rispettivo guadagno/pregiudizio).

Per catturare il significato del diritto di opzione sembra più interessante aderire all'orientamento che calcola il tasso di sconto in relazione al TERP¹⁵², valore che incorpora il numero di nuove azioni emesse. In questo modo meglio si coglie la prospettiva degli azionisti esistenti, per i quali il valore del diritto di opzione funge da compensazione per l'emissione da parte della società di azioni in cambio di un corrispettivo inferiore al loro valore teorico (che, al giorno di annuncio dell'operazione si assume essere coincidente con il prezzo *cum*)¹⁵³. L'Autore, infatti, suggerisce di ricavare il tasso di sconto, costruendo una relazione matematica tra il TERP e, alternativamente, il prezzo di mercato al quale venivano scambiate le azioni della società emittente prima dell'aumento di capitale o il prezzo di emissione delle nuove azioni, a seconda che si guardi il diritto dalla prospettiva, rispettivamente, dei vecchi azionisti o dei nuovi sottoscrittori. In particolare, il valore teorico del diritto di opzione si calcola alternativamente come (i) la differenza tra il prezzo di mercato delle azioni prima dell'emissione e il TERP, oppure (ii) il prodotto di (x) la differenza tra il TERP e il prezzo di emissione e (y) il rapporto tra il

Balachandran et al., *Rights offerings, takeover, renounceability; and underwriting status*, 89 *J. Fin. Econ.* 328 (2008); p. 336, 337; T. Chemmanur et al., *The role of institutional investors in seasoned equity offerings*, 94 *J. Fin. Econ.* 384 (2009), p. 385, 387.

¹⁵² Cfr. P. Mazzola, *Il prezzo di emissione in caso di spettanza, limitazione, esclusione del diritto di opzione: aspetti valutativi*, in *AGE*, p. 118, ove si individua si afferma come il tasso di sconto sia "calcolato rispetto al TERP (Sconto sul TERP), dato dalla differenza tra TERP e Pn [*i.e.*, il prezzo di emissione delle nuove azioni], espressa in termini percentuali rispetto al TERP".

¹⁵³ P. Mazzola, *Il prezzo di emissione in caso di spettanza, limitazione, esclusione del diritto di opzione: aspetti valutativi*, in *AGE*, 2017, p. 114.

numero di azioni di nuova emissione e il numero delle azioni già emesse prima dell'aumento di capitale¹⁵⁴.

Malgrado si condivida in generale il metodo di mettere in relazione il TERP con il prezzo delle azioni ante aumento di capitale – o con il prezzo di sottoscrizione, se si osservasse l'operazione del punto di vista dei nuovi sottoscrittori – sembra opportuna una precisazione rispetto al sistema suggerito nello studio in questione. Si potrebbe obiettare, infatti, che sia la prospettiva degli azionisti esistenti (*i.e.*, *sub* (i), che utilizza come seconda variabile il prezzo delle azioni prima dell'aumento) a dover considerare il rapporto tra il numero di azioni di nuova emissione e quelle già emesse (*i.e.*, moltiplicandosi il risultato della differenza *sub* (i) per tale rapporto), e non la prospettiva dei nuovi sottoscrittori, come diversamente indicato. Il valore teorico di ciascun diritto di opzione, che attribuisce il diritto ad acquistare una azione di nuova emissione, dal punto di vista di un nuovo sottoscrittore, equivale alla differenza tra il valore teorico dell'azione di nuova emissione (TERP) e il prezzo al quale può sottoscrivere tale azione, indipendentemente da quanto l'emissione incida relativamente

¹⁵⁴ V. P. Mazzola, *Il prezzo di emissione in caso di spettanza, limitazione, esclusione del diritto di opzione: aspetti valutativi*, in AGE, 2017, p. 120, che sottolinea come la prima formulazione consenta di mettere in luce come il prezzo di mercato dell'azione prima dell'emissione sia scorporato “tra il valore che continua a essere incorporate nel titolo *ex* (TERP) e il valore del diritto di opzione”. Cfr. anche E. Restelli, *Finanziamento dell'impresa e coazione a sottoscrivere. Gli aumenti di capitale iperdiluitivi*, Tesi di Dottorato discussa presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore, 2016-2017, p. 3, che sembra aderire a questa tesi quantomeno con riferimento alla prospettiva dei vecchi azionisti, affermando che il minor valore che avranno le azioni in seguito all'emissione “dovrebbe però essere compensato dall'assegnazione ai soci dei relativi diritti di opzione, il cui valore teorico è calcolato proprio come la differenza tra l'ultimo prezzo registrato dalle azioni prima dell'inizio dell'aumento di capitale e il *theoretical ex-right share price*”. Si veda anche lo studio di finanza aziendale di M. Bigelli, *Gli aumenti di capitale delle società quotate. Un'analisi economico finanziaria*, Torino, 1996, p. 35, 36 che sviluppa un ragionamento scientifico sul valore del diritto: in particolare si fa riferimento a un coefficiente teorico che consente di comparare gli ultimi prezzi *cum* diritto con i primi prezzi *ex* diritto, ricavando così per sottrazione il valore del diritto di opzione. (L'autore ritiene preferibile convertire un corso di borsa *ex* diritto dopo l'inizio dell'operazione di ricapitalizzazione e individuare la differenza tra i due valori, invece che applicare l'operazione analoga e contraria con riferimento all'ultimo prezzo *cum*, dal momento che in questo secondo caso si ricaverebbe un valore teorico del diritto scervo dagli andamenti del titolo successivi all'annuncio dell'operazione e, come tale, poco indicativo.)

al numero complessivo numero di azioni precedentemente emesse dalla società.

Al contrario, il valore di ciascun diritto di opzione per i “vecchi azionisti”, dipende senz’altro dal numero di diritti di sottoscrivere nuove azioni che vengono attribuiti a ciascuno (o, più correttamente, per ciascuna azione), che è diretta conseguenza del volume dell’aumento di capitale in termini di numero di nuove azioni emesse. Tale ricostruzione, che a prima vista sembra più coerente con la vendita del diritto di opzione come strumento per compensare la perdita di valore della partecipazione¹⁵⁵, risulta conforme a quanto

¹⁵⁵ Si propone un facile esempio numerico che possa chiarire l’argomentazione, detto Criterio A il criterio di cui *supra* e Criterio B il criterio in discussione. Si pensi a una ipotetica società quotata con 100 azioni emesse il cui prezzo di mercato sia 5€ ciascuna; la capitalizzazione ammonta quindi a 500€. Si consideri il caso di un azionista che detenga 30 azioni della società, per un valore complessivo di 150€. Si ipotizzi che la società deliberi un aumento di capitale per un complessivo ammontare di 100€, emettendo 50 azioni ad un prezzo di emissione di 2€ ciascuna. Il TERP risulterà pari a 4€ a fronte di una capitalizzazione post aumento di 600€ e 150 azioni emesse. Il diritto di opzione dell’azionista di sottoscrivere pro-rata, gli consentirebbe di sottoscrivere 15 nuove azioni. Assumendo che non sottoscriva e venda, il valore della partecipazione sarà dunque diminuito a 120€. A questo punto si può procedere a calcolare il valore dei diritti di opzione. Con il Criterio A, il diritto di opzione sarebbe pari a 1€, dato dalla differenza tra il prezzo per azione prima dell’aumento di capitale e il TERP. L’azionista che incassi dunque tale valore, per un totale di 15€, non compenserebbe la perdita subita (che ammontava alla differenza tra 150€ e 120€, ossia 30€). Al contrario, calcolando il valore del diritto di opzione con il Criterio B, esso risulterebbe pari a 2€, moltiplicando la differenza tra Prezzo di borsa pre aumento e TERP per il rapporto tra numero di azioni di nuova emissione e azioni già emesse. Questa valorizzazione consentirebbe all’ipotetico azionista di incassare 30€ e compensare interamente la perdita di valore della propria partecipazione, in maniera conforme al significato economico del diritto di opzione.

Si noti, tuttavia che l’analisi assume risultati ancor più chiari se si considera l’ipotesi che nel medesimo contesto, la società emetta non 200 azioni – e non 50 – al medesimo prezzo di 2€ per azione. Il TERP sarebbe pari a 3€ e il valore della partecipazione dell’azionista dopo l’aumento pari a 90. Il valore del diritto di opzione calcolato con il Criterio B risulterebbe pari a 1€. L’ipotetico azionista, vistosi attribuire 60 diritti, alienandoli sul mercato al loro valore teorico riuscirebbe di nuovo a compensare la propria perdita di valore nelle azioni. Il valore del diritto di opzione calcolato con il Criterio A risulterebbe invece pari a 2€, consentendo all’azionista (a patto che questi riesca ad alienarli a tale prezzo) di conseguire 1200€ e quindi addirittura un profitto di 60€ rispetto alla situazione di partenza, attraverso la vendita dei diritti.

esposto in altri testi di finanza aziendale¹⁵⁶. La distonia con il primo metodo, tuttavia, è soltanto apparente e si spiega con una diversa definizione quantitativa del concetto di diritto di opzione e, in particolare, di quante nuove azioni il titolare di un diritto possa sottoscrivere.

Il punto di partenza è infatti, in entrambi i metodi, la complessiva perdita di valore (la c.d. diluizione economica) che un vecchio azionista subisce nel contesto dell'aumento di capitale sulla totalità delle azioni dell'emittente che deteneva – che si calcola come differenza tra il prezzo *cum* e il TERP, moltiplicata per il numero complessivo delle azioni in suo possesso – che deve essere, sempre complessivamente, compensata dal valore totale dei diritti di opzione attribuiti a tale soggetto. La differenza di approccio risiede, tuttavia, nel fatto che il secondo metodo assume che ciascun diritto di opzione conferisca il diritto a sottoscrivere *una* azione di nuova emissione (e di conseguenza per ciascuna azione precedentemente detenuta venga attribuito un proporzionale numero di diritti di opzione variabile in base al numero di nuove azioni emesse) mentre il primo metodo assume che sia attribuito un diritto di opzione *per ciascuna* azione già detenuta, e ciascuno di essi attribuisca il diritto a sottoscrivere non necessariamente *una* azione di nuova emissione bensì una frazione (non per forza inferiore a uno) di essa¹⁵⁷. In altre parole, in un caso è fisso il numero di azioni sottoscrivibili con ciascun diritto di opzione (una) e si ricava il numero di diritti di opzione attribuiti per ciascun'azione precedentemente detenuta, mentre nell'altro caso è determinato il numero di diritti di opzione attribuiti per ciascuna azione precedentemente detenuta (uno) e si ricava il numero di azioni

¹⁵⁶ Cfr. anche R. Brealey et al., *Principles of Corporate Finance*, New York, 2019, p. 412, il cui esempio numerico sembra coerente con il criterio qui suggerito. Si conclude, infatti, che “[w]hat is the value of the right to buy a new share for €11.65? The answer is €15.88 [ossia il TERP] – €11.65 = €4.23. An investor who could buy a share worth €15.88 for €11.65 would be willing to pay €4.23 for the privilege”.

¹⁵⁷ Più precisamente, dal momento che l'azione è indivisibile, si tende a utilizzare un riferimento matematico che consenta di far riferimento ai due minori numeri interi possibili. Si veda, ad esempio, l' *Avviso di offerta in opzione ai sensi dell'Art. 2441, comma 2, del Codice Civile* pubblicato nel contesto dell'aumento di capitale di Unicredit nel 2017, ove si legge che “[l]e azioni sono offerte in opzione sulla base del rapporto di opzione di n.13 Azioni ogni n. 5 Azioni ordinarie e/o di risparmio detenute dagli azionisti della Società”, nei fatti equivalente ad affermare che ciascun diritto di opzione attribuisce il diritto ad acquistare 2,6 azioni.

sottoscrivibili esercitando ciascun diritto¹⁵⁸. Emerge quindi come questa differenza di impostazione porti a un disallineamento nella formula per calcolare il valore di un diritto di opzione – e in particolare a quale differenza ((i)tra ultimo prezzo *cum* e TERP oppure (ii) tra quest’ultimo e prezzo di emissione) “normalizzare” moltiplicandola per il rapporto tra il numero di azioni di nuova emissione e il numero delle azioni già emesse, fermo restando che il numero di nuove azioni che nel complesso può sottoscrivere il singolo soggetto attraverso il totale dei diritti di opzione a questi attribuiti e il valore complessivo di questi ultimi non variano. In conclusione, chiarita l’apparente discrasia tra i due metodi, sembra possibile affermare che il calcolo del valore del diritto di opzione facendo riferimento al TERP consente di cogliere appieno la prerogativa economica dell’istituto. Da un punto di vista teorico, infatti, quest’ultimo si propone di rendere indifferenti da un lato i vecchi azionisti circa la determinazione del prezzo di emissione e (alla diversa ripartizione di tale ammontare tra valore nominale e soprapprezzo)¹⁵⁹ e dall’altro i potenziali nuovi azionisti nei confronti dell’alternativa tra (i) comperare le azioni sul mercato in un momento immediatamente successivo all’aumento di capitale (o, più precisamente, allo stacco del diritto) e (ii) acquistare sul mercato i diritti inoptati e esercitarli sottoscrivendo le azioni di nuova emissione¹⁶⁰.

¹⁵⁸ Si noti che questo secondo metodo, esposto per primo nel paragrafo, sembra essere il più comune in Italia, come dimostrato dalla nota precedente. Si precisa, inoltre, che con utilizzando nel testo l’espressione “si ricava” si fa, in entrambi i casi, riferimento al calcolo del rapporto tra il numero di azioni di nuova emissione e quello di azioni già emesse.

¹⁵⁹ Così P. Mazzola, *Il prezzo di emissione in caso di spettanza, limitazione, esclusione del diritto di opzione: aspetti valutativi*, in *AGE*, 2017, p. 122, precisando che tale affermazione assume l’efficienza dei mercati. In caso contrario, infatti, soltanto gli azionisti che esercitino il diritto conseguirebbero tale “*status*” di indifferenti. V anche E. Restelli, *Finanziamento dell’impresa e coazione a sottoscrivere. Gli aumenti di capitale iperdiluitivi*, Tesi di Dottorato discussa presso l’Università Cattolica del Sacro Cuore, 2016-2017, p. 74. Si noti che, in questo, contesto si fa riferimento all’indifferenza rispetto alla determinazione del prezzo di emissione, assumendo che lo scenario considerato sia quello di nuove azioni il cui prezzo è inferiore al valore di mercato. Tale rappresentazione è prevalentemente corretta ma si anticipa che il rilievo verrà utilizzato come spunto argomentativo anche in sede di riflessione circa l’esistenza di possibili limiti superiori nel contesto di tale determinazione.

¹⁶⁰ M. Bigelli, *Gli aumenti di capitale delle società quotate. Un’analisi economico finanziaria*, Torino, 1996, p. 36 “[d]all’inizio della negoziazione dei diritti deve infatti risultare

In questo contesto di valorizzazione del diritto di opzione, si configura anche il concetto di un terzo tipo di diluizione, la c.d. *cash neutral dilution* che calcola il grado di annacquamento che un azionista subisce qualora decida, a fronte di un aumento di capitale, di non incrementare né ridurre il proprio investimento economico assoluto nella società¹⁶¹. In altre parole, si tratta del caso di un azionista che venda una parte dei diritti di opzione e investa l'intero ricavato nell'esercizio degli altri. Ragionevolmente, questo tipo di diluizione sembra avere come principale attenzione i diritti amministrativi, dal momento che la posizione patrimoniale rimane, per ipotesi, invariata.

Si noti, peraltro, che ogni ragionamento che includa l'alienazione, in tutto o in parte, dei diritti di opzione, presuppone più o meno esplicitamente l'esistenza di un mercato dei diritti che consenta di venderli ad un corrispettivo pari al loro valore teorico, elemento che, come si vedrà, è tutt'altro che scontato.

Merita infine di essere segnalata una tesi che si mostra critica, già ad un livello preliminare, in merito all'intera analisi svolta in questa sede argomentando che, alienando il diritto di opzione, il socio non conseguirebbe il corrispettivo per il sacrificio patrimoniale subito attraverso l'emissione bensì una conversione economica del diritto di preferenza che ha deciso di non esercitare¹⁶². Questa tesi, da un lato si risolve nell'affermare l'assenza di un valore teorico dell'opzione¹⁶³ e dall'altro rappresenta una significativa minaccia nei confronti della funzione patrimoniale dell'istituto: di contro, nel parlare di “diritto di

indifferente poter acquistare un'azione direttamente sul mercato (al prezzo *ex*) o tramite l'acquisto dei diritti necessari a sottoscrivere una nuova azione e il pagamento del prezzo di emissione”.

¹⁶¹ P. Mazzola, *Il prezzo di emissione in caso di spettanza, limitazione, esclusione del diritto di opzione: aspetti valutativi*, in *AGE*, 2017, p. 121. Si noti, infatti, che il caso del socio non sottoscrittore non rappresenta nel suo caso fisiologico (e, dunque, a meno di ulteriori caratteristiche di tale azionista quali l'inerzia e la passività) un esempio di mantenimento del capitale investito nella società inalterato. In questo scenario, infatti, ci si attenderebbe che l'azionista alieni i propri diritti di opzione contro corrispettivo, riducendo quindi l'investimento complessivo nella società e valorizzando il carattere distributivo del diritto.

¹⁶² Così G. Mucciarelli, *Il sopraprezzo delle azioni*, Milano, 1997, p. 204.

¹⁶³ Così, infatti, sottolinea opportunamente E. Restelli, *Finanziamento dell'impresa e coazione a sottoscrivere. Gli aumenti di capitale iperdiluitivi*, Tesi di Dottorato discussa presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore, 2016-2017, p. 89, nt. 79 nel commentare tale tesi.

preferenza” sembra attribuire significativa rilevanza alla composizione qualitativa della compagine sociale. Tali concetti verranno indagati nel successivo paragrafo che si propone di indagare la funzione del diritto di opzione, in particolare, nelle società quotate¹⁶⁴.

III. La funzione del diritto di opzione nella società quotata

A livello di impostazione del paragrafo, si parte dalla necessaria premessa metodologica che si tratta di indagare quale sia la funzione *principale* del diritto di opzione: è fuor di dubbio, infatti, che sul piano pratico la norma abbia l’effetto di tutelare – con differente grado di intensità e soprattutto con diversa flessibilità – sia la posizione patrimoniale sia quella amministrativa degli azionisti. Tali prerogative, nei decenni attribuite all’istituto, rispecchiano le due differenti tipologie di diluizione precedentemente individuate¹⁶⁵. La funzione principale, inoltre, non sempre è necessariamente adempiuta in concreto: in altre parole è ben possibile che una norma, pur risultando più efficace nel presidiare uno dei due interessi, abbia nell’altro il proprio obiettivo principale a livello teorico. Da ultimo, anche il livello di tutela effettivamente corrisposto a ciascun interesse sconta talune difficoltà oggettive: sul punto è bene anticipare che sembra difficile garantire una piena e perfetta tutela amministrativa – senza quindi richiedere un sacrificio di alcun tipo – all’azionista senza impedire alla società di raccogliere capitale di rischio; in questo senso, quindi, una regola può essere relativamente più efficace nella salvaguardia di un interesse, pur non garantendo protezione assoluta a tale posizione¹⁶⁶.

¹⁶⁴ V. *infra*, para. III.

¹⁶⁵ V. *supra* para II.

¹⁶⁶ Si veda in particolare circa la c.d. impurità del diritto di cui al para II. In tale sede si faceva riferimento al sacrificio richiesto all’azionista al fine di tutelare la propria posizione patrimoniale. Tuttavia, come altrove rilevato, il valore della partecipazione può essere tutelato anche senza imporre un ulteriore conferimento di risorse, in presenza di mercati efficienti (*i.e.*, mediante l’alienazione dei diritti di opzione contro corrispettivo) o attraverso presidi alternativi all’istituto in questione, quali i meccanismi volti a determinare il prezzo di emissione delle nuove azioni. Al contrario, non si vede come si possa tutelare in modo assoluto e “puro” (ossia senza alcun sacrificio economico) la misura dei diritti partecipativi del singolo azionista senza impedire all’emittente di finanziarsi

Si precisa, peraltro, come, malgrado entrambi gli spunti siano rilevanti, al fine di individuare la funzione primaria del diritto di opzione – con i riflessi interpretativi che inevitabilmente ne conseguono – sembra opportuno fare maggior riferimento all'inquadramento sistematico dell'istituto piuttosto che alla ricostruzione degli interessi degli azionisti a beneficiare di una determinata tutela. I possibili rilievi circa l'assenza di un interesse da parte degli attuali beneficiari di un diritto a disporre – o comunque non tale da giustificare l'attribuzione a tutti i soggetti che si trovino in una stessa posizione – o, all'opposto, circa la sussistenza di un primario e concreto interesse da parte di taluni soggetti, che non trova risposta nell'ordinamento (*i.e.*, relativamente alle aspettative), attengono all'efficacia e all'efficienza di una norma, nella misura in cui misurano i risultati e, all'occorrenza, si comparano con i costi. Sembra preferibile, pur avendo riguardo all'originale *ratio* della norma, tenere in maggiore considerazione questi fattori in una prospettiva *de jure condendo*, anche per evitare un'argomentazione circolare nella quale la ricerca della funzione dell'istituto sia condizionata dall'esistenza concreta ed attuale degli interessi delle parti, ulteriormente presi in considerazione in un secondo momento nel valutare possibili prospettive di miglioramento della norma, anche in considerazione dell'esperienza comparata¹⁶⁷¹⁶⁸.

Di contro, e da ultimo, non si può fare a meno di sottolineare come la medesima norma possa talvolta acquisire un significato diverso in base al contesto nel quale viene applicata che, nello specifico,

sul mercato del capitale di rischio, con forse la sola eccezione delle azioni senza diritto di voto.

¹⁶⁷ Tale sarà, infatti, la prerogativa del cap. secondo.

¹⁶⁸ Una simile premessa metodologica, pur in un saggio avente ad oggetto un tema differente, si rinviene in M. Notari, *La proporzionalità tra rischio e potere nelle società di capitali: un canone fondamentale o una regola suppletiva?*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2016, p. 390 ove l'Autore si impone di analizzare taluni istituti di diritto positivo "in modo oggettivo, scevro da condizionamenti" dovuti alla presenza della "regola di vertice" la cui possibile esistenza è, al contrario, l'oggetto dello studio. Malgrado si tratti di studi caratterizzati da metodi e obiettivi differenti, infatti, permane la necessità di discernere l'obiettivo dell'analisi (o uno di essi, quale in questo caso la domanda se la norma nella sua formulazione attuale risponda effettivamente alle aspettative e agli interessi dei soggetti coinvolti o possa essere migliorata) dagli elementi utilizzati nella ricerca.

corrisponde all'ambito degli emittenti quotati¹⁶⁹. Così, nel presente elaborato si considera il complesso delle regole che governano le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio – arrivando pertanto a conclusioni non necessariamente coincidenti con quelle a cui si arriverebbe se si analizzassero imprese familiari chiuse costituite nella forma di società per azioni – pur essendo le norme che delineano il sistema del diritto di opzione applicabili in gran parte sia alle società chiuse sia a quelle aperte. Il paragrafo (a) intende concentrarsi sulla funzione amministrativa del diritto di opzione, favorendo un inquadramento dell'istituto nell'ambito del diritto del governo societario mentre il paragrafo (b) analizza la funzione patrimoniale, che la dottrina maggioritaria ha individuato come principale; nel paragrafo (c) si tenterà di formulare alcune conclusioni preliminari sull'istituto, auspicabilmente utili per il prosieguo dell'elaborato¹⁷⁰.

1. La funzione amministrativa del diritto di opzione

Gli autorevoli studi che si sono occupati della norma nel ventesimo secolo hanno complessivamente individuato una duplice funzione dell'istituto. Sul punto, si tende a identificare come massima espressione della tesi circa la funzione di tutela della posizione amministrativa, il periodo successivo alla codificazione dell'istituto nel 1942¹⁷¹. Così, si è spesso fatto riferimento al concetto di tutela della misura proporzionale dei diritti detenuti dai vecchi azionisti prima

¹⁶⁹ Così M. Notari, *Gli aumenti di capitale nelle società quotate*, in *Le operazioni sul capitale sociale: casi pratici e tecniche di redazione del verbale* notarile, 2008, p. 55 che fa riferimento proprio alle possibili differenti interpretazioni delle norme dettate per disciplinare l'aumento di capitale sociale, se applicate agli emittenti quotate.

¹⁷⁰ Si noti come da un punto di vista contenutistico la separazione assoluta dei paragrafi (a) e (b) non è conseguibile; pur cercando di differenziare i due argomenti, infatti, l'affermazione della supremazia dell'uno si fonda anche sulla critica dell'altro. In tal senso sarà inevitabile anticipare alcune critiche alla tesi c.d. patrimoniale nel paragrafo sulla tesi c.d. amministrativa e viceversa.

¹⁷¹ V. A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 67 che rileva opportunamente un cambio di prospettiva con il codice del 1942, anche in considerazione del fatto che nel vigore del precedente dettato normativo il diritto di opzione era attribuibile *ad personam* e non solo ai vecchi soci ma anche a terzi (frustrando evidentemente ogni possibile pretesa di tutela amministrativa). Al fine di non fornire una ricostruzione fuorviante, tuttavia, non si può fare a meno di riportare come una significativa parte della dottrina anche in tale contesto non avesse abbandonato la tesi dell'esclusiva funzione patrimoniale del diritto di opzione; quest'ultimo argomento sarà esposto nel paragrafo successivo.

dell'emissione¹⁷². Da questo punto di vista il diritto di opzione fungerebbe da tutela per il “potere” esercitato dal singolo azionista, per tale intendendosi il peso esercitabile dallo stesso nelle deliberazioni assembleari¹⁷³, pur dovendosi sottolineare il carattere non gratuito di tale tutela, essendo il corrispettivo per ciascuna azione di nuova emissione l'onere sopportato dall'azionista sottoscrittore¹⁷⁴. Tale funzione amministrativa sembra coerente con quelli che risultano essere gli effetti dell'istituto in concreto, anche se è bene precisare che nel tempo si sia sempre più affievolita, a maggior ragione riferendosi agli emittenti che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio¹⁷⁵.

¹⁷² V. in particolare, R. Miccio, *Il Diritto di opzione nelle società per azioni*, Napoli, 1957, p. 11 e R. Nobili, *Contributo allo studio del diritto di opzione nelle società per azioni*, Milano, 1958. Successivamente alla riforma del 1974 ha fatto riferimento all'anima amministrativa del diritto di opzione anche G.B. Portale, *Opzione e sopraprezzo nella novella azionaria*, in *Giur. Comm.*, 1975, p. 207 (invero rimarcandone la coesistenza con quella patrimoniale); in senso conforme circa la duplice natura dell'istituto v. anche, più recentemente, F. Guerrera, *Commento all'articolo 2441*, in *Società di capitali. Commentario* (a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres), Napoli, 2004, p. 1173; M. Speranzin, *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio nella s.r.l.*, Torino, 2012, p. 12 e E. Ginevra, *Commento all'articolo 2441*, in *Le Società per azioni. Codice civile e norme complementari* (diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale), Milano, 2016, p. 2617. In epoca relativamente recente – quantomeno rispetto ai contributi citati nella prima parte della nota – si segnala l'opinione di G. Mucciarelli, *Il sopraprezzo delle azioni*, Milano, 1997, p. 133 che prende un'espressa posizione a favore della tutela amministrativa, rilevando come “la sua [i.e., del diritto di opzione] funzione essenziale consiste nel permettere al socio di non vedere annacquata la partecipazione proporzionale alla società”; la tutela patrimoniale, pur riconosciuta, è dunque relegata a un ruolo di subalternità rispetto al mantenimento della misura partecipativa”.

¹⁷³ Si veda M. Notari, *La proporzionalità tra rischio e potere nelle società di capitali: un canone fondamentale o una regola suppletiva?*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2016, p. 380 che collega il concetto di “potere” e l'influenza nell'assemblea della società, fino ad arrivare alla gestione della stessa e alla nozione di controllo societario. Si precisa, peraltro, che in quest'ultima prospettiva (il controllo societario) la tutela fornita dal diritto di opzione all'azionista sarebbe affievolita, dal momento che la deliberazione stessa di aumento di capitale sarebbe soggetta all'influenza del socio controllante.

¹⁷⁴ In altre parole, attingendo dallo scritto citato alla nota precedente, il “rischio” dell'azionista (ossia il capitale conferito) aumenterebbe, v. M. Notari, *La proporzionalità tra rischio e potere nelle società di capitali: un canone fondamentale o una regola suppletiva?*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2016, p. 380.

¹⁷⁵ In questo senso si esprime in particolare A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 68 che riconosce nel diverso trattamento dell'istituto nell'ambito delle società quotate e nell'annacquamento della funzione

L'indagine circa la funzione del diritto di opzione non sembra scervra da collegamenti con la tortuosa relazione tra l'istituto e il sopraprezzo. Una risalente studio ha infatti logicamente argomentato come, diversamente da quanto accade negli aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione – caso nel quale si sosteneva l'assenza di un limite superiore alla determinazione del prezzo di emissione – nelle offerte in opzione l'interesse ad esercitare (e di conseguenza ad acquistare sul mercato) tale diritto sia negativamente correlato al prezzo di esercizio, *i.e.* il prezzo di sottoscrizione delle azioni di nuova emissione¹⁷⁶. Su questa premessa si fonda la tesi circa l'eccessiva onerosità, dalla prospettiva dell'azionista, di una determinazione del prezzo di esercizio delle azioni ad un livello pari o superiore al valore di mercato: in questo senso, malgrado la teoria circa l'iniziale incompatibilità tra diritto di opzione e sopraprezzo – che avrebbe imposto un'emissione al valore nominale – sia ormai da considerarsi desueta¹⁷⁷, più di un'autorevole voce ha ipotizzato l'esistenza di un limite massimo per la società nella fissazione del prezzo di esercizio dei diritti offerti ai vecchi azionisti¹⁷⁸. Tali argomenti, come tutti quelli che

amministrativa due delle principali conclusioni che si evincono dall'analisi dell'evoluzione dell'istituto, insieme alla crescente presenza di strumenti di tutela alternativa dei vecchi azionisti. Tale ultimo concetto, invero, appare quantomeno in parte come conseguenza dei primi due, dal momento che (i) il panorama delle società quotate – in virtù dell'accesso al mercato su cui ci si è già soffermati nel paragrafo I – consente una fruizione di un più ampio spettro di meccanismi alternativi e (ii) sembrerebbe più complesso individuare strumenti di tutela alternativi qualora si postulasse la funzione amministrativa come principale.

¹⁷⁶ G.B. Portale, *Opzione e sopraprezzo nella novella azionaria*, in *Giur. Comm.*, 1975, p. 222. Più recentemente, v. tra gli altri E. Ginevra, *Sottoscrizione e aumento del capitale sociale nelle s.p.a.*, Milano, 2001, p. 150 pur rilevando tale caratteristica del sopraprezzo che complica l'esercizio del diritto e il trasferimento dello stesso non manca di rilevarne il vantaggio, sempre dalla prospettiva del vecchio azionista, in caso di inerzia di quest'ultimo che, in altre, parole, subisce una diluizione economica minore. Quest'ultima prospettiva è coerente, tra l'altro, con i più risalenti rilievi di R. Nobili, *Il diritto d'opzione degli azionisti e i suoi limiti*, in *Riv. Soc.*, 1957, p. 690 che nota come i soci di minoranza fossero stati favorevoli o contrari alla tesi dell'offerta in opzione delle azioni al valore nominale a seconda del diverso interesse che avevano nei confronti della sottoscrizione delle medesime.

¹⁷⁷ Si veda *supra* para. II.1.

¹⁷⁸ V. E. Ginevra, *La determinazione del prezzo e del sopraprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie* (a cura di Mario Notari), Milano, 2008, p. 103 che parla di "legittima pretesa" riferendosi all'aspettativa della maggioranza di partecipare all'aumento di capitale

pongono limiti superiori di natura giuridica alla quantificazione del sopraprezzo, postulano che la *ratio* dell'istituto dell'opzione sia altrove rispetto alla sola tutela patrimoniale dell'azionista. Sembra ragionevole affermare, infatti, che la logica sottostante a tale restrizione non sia il rischio di un danno patrimoniale subito dai vecchi azionisti (qualora non sottoscrivano le nuove azioni a causa del prezzo elevato), né un'eccessiva onerosità nell'esercizio dei diritti complessivamente attribuiti al singolo azionista. Dal primo punto di vista, infatti, l'azionista sarebbe tutelato patrimonialmente anche senza esercitare o vendere i propri diritti di opzione, dal momento che la diluizione economica da questi subita è, per ipotesi, pari a zero, nello scenario preso in considerazione¹⁷⁹; per quanto concerne, invece, l'esercizio dei diritti complessivamente attribuiti, invece, non risulterebbe più gravoso dal momento che il complessivo esborso economico richiesto a ciascun azionista dipende esclusivamente dalla frazione di azioni sottoscritte e dall'ammontare totale dell'aumento. In questo senso, infatti, le tesi *supra* esposte circa l'onerosità della sottoscrizione meritano di essere accolte solo con riferimento al singolo diritto di opzione dal momento che un'inferiore prezzo di sottoscrizione non

dell'impresa senza che sia richiesto un corrispettivo eccessivamente oneroso. Si noti, peraltro, che il vantaggio per l'azionista nell'offerta di azioni a sconto appare soltanto apparente, come affermato nelle righe successive. V. anche la ricostruzione di G. Mucciarelli, *Il sopraprezzo delle azioni*, Milano, 1997, p. 150 che rileva come il cardine argomentativo dei fautori di questa tesi sia nell'obiettivo di non depauperare il diritto di opzione del suo significato (si noti peraltro come l'Autore sia contrario a tale tesi, v. p. 205). Per un contributo inderdisciplinare si veda anche l'analisi gius-aziendalista F. Manfrin, M.L. Vitali, *Relazione introduttiva in tema di determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie* (a cura di Mario Notari), Milano, 2008, p. 72 che rilevano come un elevato prezzo di emissione possa prestarsi ad abusi disincentivando l'esercizio del diritto da parte degli azionisti di minoranza e favorendo l'acquisto degli stessi da parte del gruppo di maggioranza ad un corrispettivo irrisorio (o nullo). Si rileva come la posizione patrimoniale dei non sottoscrittori appaia nondimeno salvaguardata e come tale pregiudizio sia, nei fatti, meramente di natura partecipativa.

¹⁷⁹ Nella fattispecie – principalmente teorica dal momento che sembra difficile immaginare che le regole del mercato supportino la realizzazione di tale scenario – di una sottoscrizione da parte di azionisti terzi di nuove azioni ad un prezzo superiore al valore di mercato, il valore economico della partecipazione del vecchio azionista non sottoscrittore risulterebbe addirittura aumentato ad esito dell'operazione, pur in corrispondenza di un ridimensionamento della posizione amministrativa (e della percentuale di azioni detenute).

determina un minore esborso per l'azionista che voglia mantenere intatta la propria misura partecipativa ma, al contrario, la necessità di sottoscrivere un numero maggiore di azioni, asserito che l'ammontare di capitale che la società si propone di raccogliere è determinato partendo dal fabbisogno economico e non dal numero di nuove azioni da emettere che, invece, si ricava matematicamente a partire dalla prima variabile¹⁸⁰. In tal senso, prendendo l'esempio estremo di emissione alla pari, sembra lecito affermare che in tale ipotesi, il maggior incentivo del vecchio azionista a sottoscrivere sia dato non tanto dal prezzo di esercizio più conveniente (dal momento che il complessivo esborso a questi richiesto sarà sempre pari ad una frazione del capitale raccolto pari alla frazione del capitale sociale alla quale ammontavano le azioni che deteneva ante-emissione¹⁸¹) quanto dal maggiore effetto diluitivo subito dalla propria partecipazione in caso di non sottoscrizione.

Di conseguenza, qualora si aderisse alla prospettiva dell'esclusiva (o principale) funzione economica del diritto di opzione, logicamente si riterrebbe che il solo limite superiore posto alla società sia di natura economica e rappresentato dal massimo conseguibile sul mercato, con il mero vincolo di coprire l'aumento e concludere l'operazione¹⁸².

¹⁸⁰ Si veda *supra* para. II.1 e testo corrispondente in merito alla procedura con la quale vengono determinate le diverse variabili dell'operazione a partire dal complessivo importo dell'aumento di capitale. Si veda, parimenti, *infra* para. IV, dove l'argomento è affrontato nel contesto dei meccanismi alternativi di protezione della posizione patrimoniale rispetto al diritto di opzione.

¹⁸¹ In merito alla neutralità del vecchio azionista rispetto alla determinazione del prezzo di emissione v. G. Balp, M. Ventoruzzo, *Esclusione del diritto d'opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, in *Riv. Soc.* 2004, p. 800.

¹⁸² Su queste stesse basi si fondano le tesi degli Autori che hanno sostenuto per i casi di esclusione o limitazione del diritto di opzione che non vi sia un limite superiore al diritto di opzione, individuando i vantaggi per gli azionisti attuali. Così A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 88 e G.B. Portale, *Opzione e sopraprezzo nella novella azionaria*, in *Giur. Comm.*, 1975, p. 222. Si può ben argomentare che l'interesse patrimoniale dei vecchi azionisti sia allo stesso modo tutelato in presenza di emissioni in opzione a prezzo superiore a un ipotetico valore di mercato (ammesso che sia possibile conseguirlo sul mercato). A tale considerazione si giungerebbe (e si giungerà) logicamente, infatti, se si muovesse dalla premessa che la funzione patrimoniale è quella principale.

Facendo leva su questo argomento, e in particolare sull'assenza di obbligo di sopraprezzo in presenza dell'emissione in opzione (che appare indiscusso in dottrina e anche dal dato testuale della norma) un autorevole commento ha recentemente ridimensionato la funzione patrimoniale dell'istituto – che, nei fatti, risulterebbe preclusa in assenza di un sacrificio economico da parte dell'azionista – rimarcandone al contrario la valenza come strumento di governo societario¹⁸³. Questo ragionevole rilievo, che inquadra il diritto di opzione come tra le regole che disciplinano il funzionamento della vita societaria e il rapporto tra amministratori e soci attribuendo poteri di controllo a questi ultimi, enfatizza sensibilmente la prospettiva dell'aumento di capitale come operazione di *corporate governance*¹⁸⁴, tesi ulteriormente supportata dall'argomento che la raccolta di capitale di rischio sarebbe strumentale alla modifica della composizione della struttura proprietaria¹⁸⁵. Quest'ultima opinione sembra antitetica all'orientamento risalente e maggioritario – che delinea l'aumento di capitale principalmente come strumento di finanziamento – e di fatto, avvicina l'operazione a molti casi di emissione di nuove azioni c.d.

¹⁸³ E. Ginevra, *Commento all'articolo 2441*, in *Le Società per azioni. Codice civile e norme complementari* (diretto da P. Abbadesse, G.B. Portale), Milano, 2016, pp. 2616-2618.

¹⁸⁴ *Id.* L'A. rileva altresì come l'istituto tenda a scomparire nelle società quotate dove si assiste a un notevole affievolimento della “*governance* diretta dei soci”.

¹⁸⁵ In questo contesto si inserisce anche la tesi di G. Sandrelli, *Delega ad aumentare il capitale e aumenti delegati con e senza diritto di opzione: questioni aperte*, in *Age*, 2017, p. 307 menzionato *supra* nt. 110, che aveva collocato la disciplina dell'istituto tra le regole di governo societario, rilevando l'impatto ulteriore rispetto alla raccolta di mezzi propri che si può perseguire attraverso un aumento di capitale con esclusione del diritto. In tal senso si era espresso anche N. Robiglio, *Delega dell'aumento di capitale e d.P.R. n. 30/1986*, in *Riv. Soc.*, 1991, p. 693 che afferma come, nei casi di esclusione dell'opzione, l'aumento di capitale sia strumentale alla realizzazione di un obiettivo diverso dalla mera raccolta e parla espressamente di “prospettiva rovesciata” rispetto tradizionale visione che vede la decisione sull'opzione come meramente operativa in sede di esecuzione dell'aumento. Si noti, che dal pensiero di tali Autori non si evince necessariamente che l'interesse principale (ulteriore alla raccolta di capitale) dell'operazione sia l'alterazione della compagine sociale attraverso l'ingresso di un nuovo socio, pur apparendo tale scenario come uno dei più rilevanti in tale contesto. In merito all'esclusione dell'opzione nell'ambito di aumenti di capitale che siano “parti di operazioni più complesse” si veda anche G. Mucciarelli, M.S. Spolidoro, *Diffusione delle azioni fra il pubblico, ammissione alla quotazione e determinazione del sopraprezzo*, in *Riv. Soc.*, 1986, p. 48.

all'americana che, non prevedendo il diritto di opzione, talvolta assumono i connotati di vere e proprie riorganizzazioni della compagine sociale e della struttura proprietaria¹⁸⁶. Pur non sottovalutando il possibile impatto sugli assetti proprietari delle emissioni a pagamento che escludano il diritto di azione dei vecchi azionisti, sembra opportuno rilevare come i presidi volti a garantire la congruità del prezzo di emissione rappresentino un significativo limite al raggiungimento di tale approccio: a differenza del modello americano – dove nell'interesse della società non sono escluse emissioni con forte impatto sui diritti di voto anche senza una proporzionale ed adeguata raccolta di capitale¹⁸⁷ – la necessità di non causare una diluzione economica ai vecchi azionisti preclusi dalla sottoscrizione, rende più problematica la ricerca di potenziali investitori. Il forte (ancorché, come si è visto, attenuato rispetto al passato) coinvolgimento dell'assemblea nella delibera di aumento di capitale, inoltre, circoscrive nei fatti la possibile alterazione degli equilibri societari ai casi di azionisti di minoranza. Per quest'ultima ragione non si ritiene di aderire alla, diversa, tesi che individua – pur in un inquadramento del diritto di opzione nell'ambito del governo societario – gli azionisti di maggioranza come i principali beneficiari dell'istituto, nella misura in cui questo precluda al consiglio di amministrazione una arbitraria alterazione degli equilibri della compagine sociale¹⁸⁸. Tale argomento, affascinante nella misura in cui

¹⁸⁶ Il rilievo prende spunto da una possibile descrizione del diritto di opzione come istituto volto a limitare tali effetti. Rimane, tuttavia, una differenza importante tra i due scenari considerati: in Italia è richiesto il voto degli azionisti (talvolta combinato con clausole statutarie) per le modificazioni della struttura proprietaria. Non si può dire lo stesso del caso americano dove il limite del numero delle azioni autorizzate dallo statuto funziona in maniera diversa, come dimostrato anche empiricamente. Vedi *infra*, capitolo 2.

¹⁸⁷ Nell'ordinamento giuridico del Delaware, infatti, il sindacato sul prezzo di emissione avviene soltanto in presenza di un conflitto di interesse da parte dei soggetti titolari di obblighi fiduciari nei confronti della società, v. *infra* capitolo secondo, para I.3.

¹⁸⁸ Si veda il risalente contributo di T. Bianchi, *Gli aumenti di capitale delle imprese*, Milano, 1963, pp. 63, 64; più recentemente, cfr. anche P. Gualtieri et al., *L'attualità del diritto di opzione negli aumenti di capitale di società quotate*, in *AGE*, 2017, p. 224 che rilevano l'iniziale utilità del diritto per i soci di controllo, in particolare in un contesto di mercato borsistico poco sviluppato e di strutture proprietarie concentrate, logicamente incentivati a non perdere il valore rappresentato dal

colloca il diritto di opzione nel conflitto tra azionisti e consiglio di amministrazione, non trova però riscontro nell'ordinamento italiano dove il diritto di voto degli azionisti svolge già efficacemente tale prerogativa.

Lo stesso autorevole studio che ha enfatizzato la prospettiva di governo societario del diritto di opzione ha peraltro affermato come la stessa venga meno – o sia quantomeno sensibilmente ridotta – nel contesto delle società quotate, aventi una compagine azionaria polverizzata¹⁸⁹. Sull'argomento, si è sostenuto come la clausola di esclusione semplificata del diritto di opzione, la cui portata applicativa è limitata alle società quotate, sia indice di uno scarso interesse degli azionisti di tali emittenti al mantenimento della misura preesistente dei diritti sociali, dal momento che i presidi previsti dal sesto comma dell'art. 2441 sono indeboliti¹⁹⁰.

In senso più ampio, si è spesso argomentato come la visione più attuale della società quotata, che ne enfatizza i profili di investimento e comprime l'aspetto di adesione al contratto sociale,

premio di maggioranza nonché la possibilità di nominare la maggioranza dell'organo amministrativo.

¹⁸⁹ Così E. Ginevra, *Commento all'articolo 2441*, in *Le Società per azioni. Codice civile e norme complementari* (diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale), Milano, 2016, p. 2618 e precedentemente E. Ginevra, *Sottoscrizione e aumento del capitale sociale nelle s.p.a.*, Milano, 2001 p. 157, 158 che sostiene la non essenzialità del diritto di opzione nella sua interezza (*i.e.*, nelle società di capitali in generale, anche alla luce degli studi comparati).

¹⁹⁰ Così A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 77, che afferma espressamente come la disposizione di cui al secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 “denota l'esistenza di un interesse attenuato dei soci alla conservazione della medesima posizione in termini amministrativi: interesse, quest'ultimo, eventuale, la cui tutela è rimessa (non già al riconoscimento del diritto di opzione) ma ad un meccanismo alternativo di protezione, un meccanismo di mercato, l'acquisto diretto delle azioni”. Non ci si sente di aderire in toto con tale affermazione, non tanto sulla conclusione (*i.e.*, assenza di un diffuso interesse da parte degli azionisti di società quotate a mantenere invariata la misura dei propri diritti partecipativi in generale e a maggior ragione in presenza del mercato) ma quanto con l'impostazione logica del ragionamento. Anche assumendo un rapporto di causa effetto tra premessa (introduzione della norma) e conclusione, si può al più inferire che *il legislatore* ai tempi della modifica abbia fondato l'introduzione della norma su tale convincimento. In assenza di dati certi ed attuali, basarsi sulla sola norma per trarre conclusioni circa l'esistenza o l'assenza degli interessi sottostanti, vanifica ogni tipo di analisi *de jure* condendo, nonché frustra le possibili prospettive di riforma.

riduca l'interesse degli azionisti alla tutela della posizione amministrativa¹⁹¹. Anche valorizzando tale argomento nell'individuazione della funzione dell'istituto, esso non sembra avere portata generale nel presente contesto malgrado meritasse piena adesione in passato e sia tutt'ora applicabile a un numero elevato di situazioni. L'individuazione degli interessi delle parti, infatti, diviene un esercizio più complesso alla luce dell'attuale composizione delle compagini societarie degli emittenti quotati e di alcune modifiche intervenute sul piano normativo. In concreto, l'assunzione che la società quotata abbia una struttura proprietaria che risponde al modello dell'azionariato disperso – premessa dalla quale correttamente hanno mosso i più autorevoli commenti che hanno sostenuto una inferiore rilevanza della posizione amministrativa nell'ambito delle società quotate rispetto a quanto avviene nelle società c.d. chiuse – non sempre trova riscontro nella realtà. Allo stesso modo, nell'ambito degli azionisti di minoranza¹⁹², o comunque non controllanti, alla figura degli azionisti risparmiatori (o retail) – figura che corrisponde ai soggetti che detengono una frazione infinitesimale delle azioni emesse e sono scarsamente propensi alla partecipazione al governo societario – si è aggiunta, e in parte sostituita, una sempre più intensa presenza di

¹⁹¹ Si vedano sul punto ancora A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 148 (sulla “irrelevanza della composizione qualitativa della compagine sociale negli emittenti quotati”) e p. 120 dove pure si distingue il caso degli azionisti rilevanti e dei soggetti prossimi, o incentivati a mantenere/raggiungere, soglie necessarie per l'esercizio di determinati diritti; M. Speranzin, *Commento all'articolo 2441 in Commentario romano al nuovo diritto delle società* (diretto da F. D'Alessandro), Napoli, 2011, p. 866; Cfr. P. Gualtieri et al., *L'attualità del diritto di opzione negli aumenti di capitale di società quotate*, in *AGE*, 2017, p. 224 che non solo ridimensionano l'interesse alla stabilità degli assetti proprietari nelle società quotate contemporanee ma ipotizzano che l'istituto dell'opzione diventi una preclusione al perseguimento dell'interesse degli azionisti, dal momento che ostacola l'ingresso di nuovi soci, in contesto dove si insegue il modello anglosassone di compagini sociali frammentate.

¹⁹² Naturalmente, infatti, l'interesse degli azionisti di controllo, di diritto o di fatto, alla tutela della propria posizione amministrativa è dato per scontato: si ritiene, tuttavia, che tale tutela non si concretizzi generalmente attraverso il diritto di opzione quanto sull'influenza sul consiglio di amministrazione e sulle decisioni assembleari (quali quella di aumentare il capitale sociale o di delegare il consiglio di amministrazione a farlo).

azionisti istituzionali¹⁹³. Questi ultimi soggetti sono spesso titolari di una partecipazione, pur di minoranza, significativa, per tale intendendosi non necessariamente una partecipazione che sia soggetta agli obblighi di notifica¹⁹⁴ ma sufficiente a non rendere del tutto indifferente una significativa diluizione della partecipazione con un aumento di capitale, pur in presenza di un congruo prezzo di emissione che non alteri il valore di mercato della partecipazione¹⁹⁵. I citati fenomeni di *engagement* e di più intensa partecipazione degli azionisti di minoranza istituzionali¹⁹⁶, favoriti anche da modifiche legislative quali il voto di lista e la *record date*, rendono la posizione partecipativa meno irrilevante. Allo stesso modo, si possono citare altri diritti a favore delle minoranze che spettano solo se (individualmente o congiuntamente ad altri soci) si possiede una determinata percentuale di azioni e, di conseguenza, incentivano il mantenimento di una certa soglia partecipativa¹⁹⁷. Si potrebbe obiettare che questo argomento contrasti

¹⁹³ In questo senso ci si sente di aderire con la tesi di A. Macchiati, S. Providenti, G. Siciliano, *Verso una riforma delle regole della finanza di impresa*, in *Mercato Concorrenza e Regole*, 1999 p. 306 che argomentavano lo scarso interesse per gli azionisti di minoranza infinitesimale a conservare la misura della propria partecipazione – aggiungendo come da un punto di vista economico l'esercizio dell'opzione contro corrispettivo possa dar luogo a una diversificazione non ottimale del portafoglio – a differenza del caso degli azionisti di controllo o dei titolari di partecipazioni significative. Il rilievo di questo elaborato si fonda, infatti, sull'accresciuta presenza di investitori titolari di una partecipazione qualificata che fratturino il bipolarismo tra controllante e azionisti infinitesimali.

¹⁹⁴ Si fa riferimento agli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti che l'art. 120 del TUF pone in capo ai soggetti titolari di partecipazioni pari o superiori rispettivamente al 3% o al 5% della società partecipata a seconda che quest'ultima non sia una PMI (ai sensi del TUF) o lo sia.

¹⁹⁵ Così G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e sul suo utilizzo*, in *AGE* 2017, p. 255 ss, p. 270, 271 che vede nel limite di emissione pari al 10% del capitale sociale una risposta a tale esigenza. In merito all'evoluzione della società quotata e del suo azionariato, v. anche *supra*, para. I.

¹⁹⁶ Sul punto ancora G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e sul suo utilizzo*, in *AGE* 2017, p. 255 ss., p. 271 che riporta l'attività dei legislatori (anche europeo) volta a favorire la *stewardship*.

¹⁹⁷ Si fa riferimento, tra gli altri, al diritto di richiedere l'integrazione dell'ordine del giorno in assemblea e presentazione di nuove proposte di delibera di cui all'art. 126-*bis* del TUF (il diritto spetta a soci che rappresentino almeno un quarantesimo del capitale sociale) e alla richiesta di convocazione dell'assemblea previsto dall'art. 2367 del codice civile per i soci che congiuntamente dispongano

con quello, di cui poco sopra, circa l'influenza dominante del socio di controllo nella procedura di esclusione del diritto di opzione (direttamente o tramite delega agli amministratori): ebbene, il disallineamento è solo apparente dal momento che anche la sola presenza di un azionista dominante in assemblea (che renda potenzialmente il diritto di opzione facilmente limitabile) non preclude necessariamente un interesse degli investitori istituzionali a mantenere una soglia di minoranza significativa per esercitare i diritti di *voice* ed *engagement*¹⁹⁸.

Le considerazioni di questo paragrafo, che pure da un lato inducono ad una certa cautela nel rapportarsi agli eterogenei interessi dei diversi azionisti delle società quotate e dall'altro a non sottovalutare la rilevanza del diritto di opzione nel governo societario degli emittenti (anche in considerazione della grande attenzione del legislatore al riguardo) non sembrano tuttavia convincenti nell'affermare la supremazia della funzione amministrativa nella ricostruzione dell'istituto. Una visione complessiva del sistema, infatti, fa emergere come la posizione amministrativa del socio possa talvolta essere sacrificata a favore del superiore interesse della società a disporre degli strumenti di raccolta del capitale di rischio in modo efficiente e flessibile¹⁹⁹. In sintesi, la non centralità della funzione amministrativa del diritto di opzione nelle società quotate, non si spiega con l'assunzione di un generale e assoluto disinteresse degli azionisti alla tutela di tali diritti – che come si è visto sarebbe peraltro in distonia con una politica italiana ed europea volta a aumentare contendibilità e partecipazione nelle quotate – bensì con la tesi che, da un lato,

di un ventesimo del capitale sociale (o la minor percentuale prevista dallo statuto, malgrado la prassi non appaia fare un grande uso di tale previsione *opt-in* statutaria come riportato da M. Notari, *Diritti di voice degli azionisti e tutela delle minoranze*, in *Il testo unico della finanza. Un bilancio dopo 15 anni* (a cura di F. Annunziata), Milano, 2015, p. 256). In generale, la disciplina delle società quotate sovente abbassa le soglie di capitale richieste per l'esercizio di tali diritti delle minoranze rispetto a quanto altrimenti prescrive il codice civile. Cfr. sul punto G.F. Campobasso, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, Milano, 2015, p. 200.

¹⁹⁸ Sul punto si veda in particolare il paragrafo 1 del presente capitolo.

¹⁹⁹ Così G. Balp, M. Ventoruzzo, *Esclusione del diritto d'opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, in *Riv. Soc.*, 2004, p. 808; in senso conforme, G. Giannelli, *L'aumento di capitale a pagamento*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, 2007, p. 289.

l'azionista possa quantomeno parzialmente soddisfare tali aspettative con strumenti alternativi e dall'altro che in un'ottica di contemperamento di interessi la differenza, mediamente marginale, tra la tutela fornita alla posizione amministrativa dal diritto di opzione e quella fornita dagli strumenti alternativi, sia più che compensata dai benefici conseguiti dalla società emittente.

L'accesso al mercato consente all'azionista di trovare parziale ristoro dal pregiudizio subito e, in particolare, la clausola di esclusione semplificata di fatto assume la sussistenza di un interesse sociale a ricapitalizzazioni con esclusione dell'opzione per le società che deciso di avvalersi di tale facoltà²⁰⁰. Un autorevole autore ha altresì notato come da un'analisi sistematica della disciplina si evinca una possibilità per l'azionista di salvaguardare la propria posizione attraverso questo strumento, pur non essendo contemplato un rimedio di natura generale circa la composizione degli assetti proprietari dell'emittente, così frustrando anche ogni tipo di aspettativa circa la misura relativa dei diritti di voto²⁰¹. Si vedrà nel successivo paragrafo come questo segni una significativa differenza rispetto alla tutela della posizione patrimoniale del vecchio azionista che, al contrario, non sembra mai messa in secondo piano né derogabile a favore dell'interesse sociale.

2. (Segue). Critica. La funzione patrimoniale

L'orientamento che si è affermato nei decenni come prevalente ha individuato nella tutela patrimoniale dell'azionista la funzione principale dell'istituto, a maggior ragione se analizzato in riferimento alle società facenti ricorso al mercato del capitale di rischio. La tesi si fonda sia su argomenti di carattere positivo sia su altri di carattere negativo, per i secondi intendendosi taluni spunti critici nei confronti

²⁰⁰ Cfr. G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e sul suo utilizzo*, in *AGE* 2017, p. 264.

²⁰¹ Così, C. Angelici, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006, p. 93; tale rilievo sembra particolarmente significativo poiché si perviene alla tesi circa la ridimensionata rilevanza dell'interesse al mantenimento degli assetti proprietari attraverso un'analisi delle regole. Si mette in luce, inoltre, come l'accesso al mercato sia un rimedio soltanto parziale da questa prospettiva, dal momento che al socio non "è consentito impedire l'ingresso nella società medesima di terzo o l'incremento della quota di partecipazione degli altri azionisti".

della asserita funzione di tutela della posizione amministrativa dei soci preesistenti²⁰².

La menzionata estensione soggettiva del diritto ai portatori di obbligazioni convertibili è ritenuta un forte indice a sostegno della natura patrimoniale del diritto di opzione. Si rileva, infatti, come tale previsione non tuteli la misura del rapporto partecipativo e dei diritti sociali degli azionisti anteriormente all'aumento ma, al contrario, l'interesse economico dei possessori del diritto alla conversione; dal momento che quest'ultimo è fondato sul rapporto di cambio, infatti, il suo valore verrebbe depauperato dall'aumento di capitale che sostanzialmente ridurrebbe il titolo a qualcosa di molto simile a uno strumento di debito tradizionale²⁰³. Di contro, tale argomento – pur senz'altro valido da un punto di vista assoluto circa la tutela della posizione patrimoniale dei possessori di obbligazioni convertibili – non pare decisivo per corroborare la primarietà di tale funzione relativamente a quella amministrativa. Si può ben obiettare, infatti, come l'estensione del diritto anche all'azionista potenziale tuteli la misura dei diritti amministrativi individuata dal rapporto di cambio esistente al momento della sottoscrizione delle obbligazioni²⁰⁴. Discorso analogo è applicabile all'attribuzione del diritto di opzione agli azionisti preesistenti in caso di emissione di obbligazioni convertibili, ben potendo tale operazione avere un impatto diluitivo sia sulla posizione amministrativa sia su quella patrimoniale dei primi.

Sembra più condivisibile il simile argomento che si fonda sull'interpretazione dell'estensione oggettiva del diritto alle emissioni di azioni con diversi diritti di voto da quelle precedentemente detenute²⁰⁵. Il rilievo si applica a due scenari opposti: il primo, non del

²⁰² Per questa ragione, corroborata dal fatto che non sempre è agevole isolare le due componenti all'interno del medesimo argomento, in questo paragrafo si procederà alla contestuale esposizione della critica alla tutela amministrativa e della tutela patrimoniale.

²⁰³ V. Si veda anche A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 69, 70 che afferma espressamente come l'aumento del capitale sociale “azzera[i] le originarie aspettative degli obbligazionisti”.

²⁰⁴ Si veda E. Ginevra, *Commento all'articolo 2441*, in *Le Società per azioni. Codice civile e norme complementari* (diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale), Milano, 2016, p. 2619 che muove da queste argomentazioni per esprimersi a favore del riconoscimento del diritto di opzione ai possessori di obbligazioni convertibili.

²⁰⁵ Così, tra gli altri, Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 71 e precedentemente F. Fenghi, *Questioni in tema di aumento del capitale in*

tutto estraneo a un'ipotesi di estensione soggettiva, si estrinseca nell'attribuzione del diritto di opzione su azioni ordinarie di nuova emissione ai titolari di azioni la cui posizione amministrativa, evidentemente, non può essere oggetto di tutela, quali ad esempio le azioni di risparmio e, più in generale, le azioni di categoria non aventi pieni diritti amministrativi²⁰⁶. Il secondo, invece, concerne l'attribuzione agli azionisti c.d. ordinari del diritto di opzione su azioni, al contrario, sprovviste di diritto di voto che, di conseguenza, non altererebbero la misura dei diritti corporativi dei soci. In entrambi i casi, la visione sistematica dell'istituto induce a propendere per una subalternità dell'angolo amministrativo rispetto a quello patrimoniale.

Il convincimento trova ulteriormente sponda nell'intenzione del legislatore a ridosso della riforma del 2003 di ampliare lo spettro dei casi di disapplicazione del diritto di opzione, temperando tale sacrificio con strumenti alternativi di tutela dell'integrità dell'investimento, che sono stati individuati principalmente nella gens della congruità del prezzo di emissione²⁰⁷. In altre parole, il fatto che l'ordinamento giuridico ponga il diritto di opzione e il sopraprezzo in rapporto di disgiunzione inclusiva (*i.e.*, almeno uno dei due elementi è sempre presente nel contesto di un aumento di capitale, pur non escludendosi la contemporaneità) sembra corroborare l'intuizione di una prevalenza dell'interesse patrimoniale²⁰⁸. Sul punto non appare opportuno aderire con la pur autorevole citata opinione che afferma che l'assenza di un obbligo di sopraprezzo per le offerte in opzione

Riv. Soc., 1983, p. 965 che ribadiva come la modifica del 1974 che estendeva l'ambito di applicazione della norma anche ad azioni prive di diritto di voto avesse definitivamente sancito la primarietà della funzione patrimoniale.

²⁰⁶ V. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 68 e E. Ginevra, *Commento all'articolo 2441*, in *Le Società per azioni. Codice civile e norme complementari* (diretto da P. Abbadesse, G.B. Portale), Milano, 2016, p. 2617. Si noti, peraltro, che il dettato normativo dell'art. 145 del TUF limita il diritto di opzione dei titolari di azioni di risparmio (e in generale dei titolari di azioni di categorie speciali) alla c.d. categoria di azioni più prossima nel novero di quelle emesse.

²⁰⁷ Si veda, sul punto, l'analisi di M. Notari, *Appunti sul diritto di opzione nella riforma delle società*, in *Riv. Not.*, 2002, I, p. 842 ss. che esprime un'opinione favorevole alla decisione di differenziare sul punto la disciplina per gli emittenti quotati.

²⁰⁸ Cfr. P. Marchetti, *Prezzo di emissione e 'bookbuilding' in alcuni recenti casi*, in *AGE*, 2017, p. 20 che identifica la congruità del prezzo di emissione come contrappeso al sacrificio dell'opzione ai sensi del sesto comma dell'art. 2441 del codice civile.

ridimensioni la funzione patrimoniale dell'istituto, muovendo dall'argomento che l'azionista che non voglia o non possa partecipare all'aumento di capitale sarebbe costretto a “assistere impotente alla (del tutto legittima) diluizione del valore della sua partecipazione”²⁰⁹.

Due ordini di ragioni sembrano opporsi a questa tesi. Innanzitutto, pur riconoscendosi la già menzionata natura impura del diritto, è ben possibile replicare che, nell'ambito di emittenti quotati, un azionista possa almeno teoricamente alienare sul mercato il proprio diritto di opzione per conseguire un corrispettivo economico che ristori la perdita patrimoniale subita dal suo investimento nella società²¹⁰, conseguendo quindi una tutela anche senza sopportare un sacrificio economico nella forma di un nuovo investimento. In secondo luogo, malgrado si possa ben obiettare che la possibilità di alienare i diritti di opzione ad un prezzo pari al loro valore teorico si concretizzi difficilmente nella pratica²¹¹, tale considerazione attiene più ad una prospettiva *de jure condendo* dell'istituto e, in particolare, ai limiti che la norma riscontra nell'adempire perfettamente alla propria funzione, che invece si suggerisce di individuare attraverso un'analisi sistematica della disciplina.

In tema di delega agli amministratori di cui all'art. 2443 del c.c. civile per aumentare il capitale sociale a pagamento con esclusione del diritto di opzione, è stato affermato come la decisione dell'assemblea in merito all'operazione sottenda il conflitto tra l'interesse degli azionisti al mantenimento dello *status* (per tale intendendosi non solo la qualifica di azionisti ma anche la propria posizione amministrativa) e quello della società al beneficio derivante dall'aumento di capitale²¹². Tale giusta osservazione fornisce lo spunto per ribadire²¹³ come

²⁰⁹ Così, infatti, E. Ginevra, *Commento all'articolo 2441*, in *Le Società per azioni. Codice civile e norme complementari* (diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale), Milano, 2016, p. 2617. V., *supra*, para III.1.

²¹⁰ Si veda, tra l'altro, la ricostruzione di E. Bazzano, *Determinazione ex post del prezzo di emissione ad opera degli amministratori, derogabilità dell'obbligo di versamento immediato del soprapprezzo e compatibilità con il diritto di opzione*, in *Riv. Soc.*, 2003, pp. 1095, 1096 (e nt. 37) volta ad argomentare la tesi che l'alienazione del diritto di opzione costituisca una forma di esercizio dello stesso.

²¹¹ Si tratta, invero, di un argomento al quale ci si sente di aderire e che è sviluppato nel seguente capitolo. V. *infra*, nel paragrafo e para III.3.

²¹² . G. Sandrelli, *Delega ad aumentare il capitale e aumenti delegati con e senza diritto di opzione: questioni aperte*, in *Age*, 2017, p. 309.

²¹³ V. *supra* nel paragrafo.

l'interesse alla posizione amministrativa possa, appunto, talvolta essere sacrificato a vantaggio del c.d. bene comune; la stessa considerazione non sembra estendibile alla posizione patrimoniale la cui tutela, non solo non è mai derogata dal codice civile ma addirittura è di tanto in tanto rafforzata attraverso meccanismi volti a garantire la correttezza (come di volta in volta definita) del prezzo di emissione qualora il diritto di opzione sia limitato o escluso, a ribadire il concetto di disgiunzione inclusiva *supra* menzionato. Di conseguenza, se è vero che il diritto di opzione adempie nei fatti due funzioni, una soltanto appare indisponibile dall'autonomia delle parti e inderogata dall'ordinamento.

La prevalenza della funzione patrimoniale è rafforzata dalla disciplina che il codice civile detta per i casi di esclusione o limitazione del diritto di opzione “quando l'interesse sociale lo esige”²¹⁴. Si è già sostenuto che l'istituto del diritto di opzione esca nel complesso ridimensionato dall'elaborazione giurisprudenziale e dottrinale di tale espressione²¹⁵; in questa sede preme sottolineare come la previsione di un sovrapprezzo obbligatorio in queste circostanze sia un forte indizio per carpire la *ratio* del diritto di opzione, che si dice essere “surrogabile” con presidi alternativi che abbiano ad oggetto i criteri di determinazione del prezzo di emissione – declinati differentemente nel caso di società con azioni quotate sui mercati regolamentati²¹⁶ – senza alcun riguardo per la posizione amministrativa dei soci preesistenti²¹⁷.

Limitatamente agli emittenti quotati, l'introduzione della disciplina di esclusione semplificata dell'opzione corrobora tale argomento circa la maggiore attenzione verso la tutela patrimoniale degli azionisti, in una prospettiva incentrata a valorizzare la loro partecipazione in un'ottica principalmente di investimento.

Un esaustivo e recente studio della fattispecie di esclusione semplificata del diritto di opzione ha, tuttavia, sostenuto che l'accesso al mercato – con la conseguente possibilità di ripristinare l'iniziale

²¹⁴ Art. 2441 commi 5 e 6.

²¹⁵ Si veda *supra* para II.1.

²¹⁶ L'articolo 2441, comma 6 precisa infatti che la deliberazione di esclusione o limitazione del diritto di opzione “determina il prezzo di emissione delle azioni in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre”.

²¹⁷ Si veda anche A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 72 dalla quale è tratto il virgolettato nel corpo del testo.

posizione endosocietaria – sostituisca soltanto parzialmente il diritto di opzione, pur fondandone presupposto implicito dell'esclusione: in questo senso si è argomentato come (i) da un lato al vecchio azionista sia preclusa la possibilità di monetizzare il diritto di opzione, mentre (ii) dall'altro l'impiego finanziario richiesto per mantenere la posizione partecipativa, venendo meno il consueto sconto applicato in sede di determinazione del prezzo di emissione, sia maggiore²¹⁸. Si ritiene che entrambi tali limiti risiedano nel congruo prezzo di emissione, che da questa prospettiva appare offrire una tutela parziale all'azionista privato del diritto di opzione (nell'assunzione – peraltro corroborata dalla pratica – che tali emissioni siano cd. a sconto). Nei fatti, tuttavia, sembra opportuno discernere le due possibili funzioni del diritto di opzione dal momento che, in questo contesto di esclusione, l'ordinamento giuridico intende tutelarle con strumenti e, si ritiene, intensità differenti. La posizione patrimoniale dell'azionista trova, infatti, integrale tutela nella congruità del prezzo di emissione mentre l'accesso al mercato tutela, parzialmente, la posizione amministrativa in maniera alternativa al diritto di opzione. Questo chiarisce una volta di più la scelta di politica del legislatore, che si è orientato nei confronti della protezione dell'investimento, peraltro in piena conformità alla legge delega.

Da un punto di vista patrimoniale, infatti, il pregiudizio economico sofferto dal vecchio azionista in caso di esclusione semplificata rispetto all'ipotesi di offerta in opzione, è soltanto apparente, se si assume il prezzo di emissione essere effettivamente

²¹⁸ G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e sul suo utilizzo*, in *AGE*, 2017, p. 261. Si noti, infatti, come il prezzo di emissione delle nuove azioni offerte in opzione sia calcolato in maniera sufficientemente conservativa da garantire il successo dell'operazione. Si vedano sul punto, tra gli altri, F. Manfrin, M.L. Vitali, *Relazione introduttiva in tema di determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie* (a cura di Mario Notari), Milano, 2008 p. 72; T. Bianchi, *Gli aumenti di capitale delle imprese*, Milano, 1958, p. 10 in merito al prezzo di emissione e, successivamente, T. Bianchi, *Gli aumenti di capitale delle imprese*, Milano, 1963, p. 65 ove nota l'inesistente interesse ad acquistare il "diritto ad essere preferiti" in assenza di un'emissione a sconto. Più recentemente, la presenza di prezzi di emissione inferiori (rispetto al relativo TERP) e maggiori effetti diluitivi nelle offerte in opzione è stata riscontrata anche nell'analisi di P. Gualtieri et al., *L'attualità del diritto di opzione negli aumenti di capitale di società quotate*, in *AGE*, 2017, p. 238.

corretto, come inteso dalla disciplina. Il punto di partenza del ragionamento risiede nel processo di determinazione delle caratteristiche dell'emissione che, come sopra esposto, vede come prima fase l'individuazione del totale ammontare che l'emittente deve raccogliere a titolo di capitale di rischio²¹⁹. In questo modo, la determinazione del corrispettivo non farà altro che aumentare o ridurre il numero di azioni emesse. I rilievi *sub (i)* e *(ii)*, si riferiscono rispettivamente allo scenario dell'azionista non interessato a mantenere la propria posizione amministrativa – e quindi in un'ipotizzata offerta in opzione propenso ad alienare i diritti sul mercato e a valorizzare l'aspetto distributivo dell'istituto – e all'opposto caso dell'azionista, interessato a non veder ridimensionata la misura dei propri diritti partecipativi, che sul mercato intenda reintegrare la propria frazione partecipativa. Ebbene, in entrambi i casi, l'emissione al prezzo corretto non danneggia il vecchio azionista da un punto di vista economico. La perdita della possibilità di scambiare il diritto di opzione sul mercato contro corrispettivo è considerata irrilevante, dal momento che il valore del titolo sarebbe prossimo allo zero, essendo le nuove azioni, per ipotesi, emesse al loro valore di mercato²²⁰. La mancata possibilità di monetizzare i diritti di opzione è infatti compensata da un'assenza di diluizione economica come sopra definita e da una più limitata diluizione amministrativa (*i.e.*, vengono emesse meno azioni rispetto al caso di una emissione a sconto con i diritti); di conseguenza un azionista che voglia disinvestire non dovrà far altro che vendere una parte delle proprie azioni sul mercato, subendo, a parità di corrispettivo raccolto, una diluizione amministrativa pari al massimo a quella subita nel caso di vendita sul mercato del necessario numero di diritti (*i.e.*, una diluizione amministrativa pari a quella che subirebbe nell'ipotesi – invero più teorica che reale – che il medesimo disinvestimento sia perseguito attraverso l'alienazione sul mercato dei diritti e questi siano

²¹⁹ Si veda *supra* para II.2 e III.1, che, rispettivamente, descrivono il processo di determinazioni dei diversi valori dell'aumento di capitale e trattano l'argomento nel contesto della relazione tra opzione e sopra-prezzo.

²²⁰ Si veda A. Macchiati, S. Providenti, G. Siciliano, *Verso una riforma delle regole della finanza di impresa*, in *Mercato Concorrenza e Regole*, 1999 p. 308 che correttamente notano come qualora il prezzo di mercato non ecceda il prezzo di emissione, il diritto di opzione ha valore nullo.

prezzati al loro effettivo valore di mercato)²²¹. Questa considerazione si allinea all'orientamento, espresso in sede di commento alla norma, che ha rilevato come la tutela patrimoniale possa concretizzarsi anche attraverso un incentivo al disinvestimento, realizzatosi attraverso il mantenimento del valore di mercato della partecipazione²²². Allo stesso modo, per quanto concerne lo scenario *sub (ii)*, l'azionista dovrà pagare un prezzo per azione più elevato rispetto al caso dell'emissione a sconto senza esclusione del diritto di opzione, ma l'ammontare complessivamente richiestogli per mantenere intatta la propria frazione amministrativa rimarrà invariato dal momento che, a questo fine, il prezzo di emissione per singola azione è influente, essendo il complessivo ammontare dell'aumento di capitale e la frazione sottoscritta dall'azionista le sole variabili rilevanti²²³.

Al contrario, l'accesso al mercato mobiliare tutela la posizione amministrativa in misura non integrale. L'acquisto delle azioni in borsa è infatti uno strumento teoricamente a disposizione di ciascun

²²¹ Si precisa che si fa riferimento al necessario numero di diritti al fine di conseguire il medesimo corrispettivo economico. In questo senso assunto il caso di un'emissione in opzione nel quale l'azionista venda tutti i diritti, conseguente ovvia riduzione del valore della partecipazione complessivamente detenuta nella società e il diverso caso di un'emissione a valore di mercato con esclusione del diritto di opzione, che quindi non causa alcuna diluizione patrimoniale alla partecipazione di un vecchio azionista, tale azionista non dovrà far altro che vendere sul mercato un numero di azioni uguale o inferiore a quante necessarie per giungere alla medesima diluizione amministrativa del primo scenario. Più precisamente è *uguale* nel, raro, caso di un mercato dei diritti di opzione sufficientemente liquido da consentire di conseguire l'intero valore teorico del diritto, mentre sarà proporzionalmente inferiore qualora il corrispettivo conseguibile sul mercato dei diritti sia non pari al valore teorico. V. *supra* para II,2, per una più approfondita disamina del significato economico del diritto di opzione.

²²² Cfr. G. Giannelli, *L'aumento di capitale a pagamento*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, 2007, p. 289 che aggiunge come la possibilità di lasciare agli amministratori oltre che all'assemblea la disposizione del diritto di opzione può determinare che il sacrificio dello stesso diventi un elemento di rafforzamento degli azionisti di controllo.

²²³ Il discorso risulta peraltro coerente con quanto già espresso da G. Balp, M. Ventoruzzo, *Esclusione del diritto d'opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, in *Riv. Soc.* 2004, p. 800, che rilevano correttamente la neutralità dell'azionista nei confronti del prezzo di emissione, al contrario della società che subisce un danno in presenza di (e proporzionale a) un elevato tasso di sconto.

azionista, ma per ragioni banalmente numeriche²²⁴, non può essere a disposizione contemporaneamente di tutti a causa della scarsità delle risorse (*i.e.*, non vi sono azioni sufficienti). In una compagine azionaria sufficientemente diversificata, tuttavia, si può affermare che la norma aiuti a distinguere, sul piano pratico, i diversi interessi degli azionisti consentendo agli uni di essere protetti dalla sola diluizione economica – senza alcun rischio e alcuno sforzo – e agli altri di mantenere inalterata la frazione rappresentata i propri diritti, riducendo al tempo stesso tempi e oneri per la società emittente e facilitandone quindi la raccolta di capitale. Di conseguenza, il fatto che spesso a nessuno degli – o un numero modesto di – azionisti che ne abbiano interesse sia preclusa l'opportunità di mantenere invariata (ma sarebbe più corretto dire “reintegrare”) la propria posizione amministrativa, non significa che la norma non trascuri (quantomeno in parte) la tutela di tale posizione ma, al contrario, che la stessa muova dalla corretta premessa che non tutti gli azionisti siano portatori di tale interesse²²⁵. Allo stesso modo, dal momento che si ritiene che la clausola operi anche a favore di emissioni fuori mercato²²⁶, è ben difficile argomentare che non vi sia un pregiudizio nella posizione partecipativa di un socio di una società quotata qualora il consiglio di amministrazione emetta un blocco di azioni pari al 10% del capitale sociale in circolazione a favore di un solo azionista. In questo caso, infatti, malgrado la diluizione amministrativa subita da un vecchio azionista, in ipotesi non indifferente all'esercizio delle prerogative di governo societario, sia da un punto di vista aritmetico equivalente a quella subita nel caso di una generica emissione sul mercato di un numero di azioni pari al 10% di quelle precedentemente emesse, l'accesso al mercato non pare surrogare il diritto di opzione nella perfetta tutela della posizione amministrativa. Non solo, infatti, la liquidità del titolo risentirebbe dell'emissione, ma la posizione amministrativa di un azionista nel governo societario di

²²⁴ Tale ipotesi, infatti, frustrerebbe l'esclusione del diritto di opzione, come opportunamente rileva D. Preite, *Sovrapprezzo, aste competitive e mercato mobiliare*, in *Giur. Comm.*, 1987, p. 902.

²²⁵ Pur ricordandosi che non è nemmeno corretto affermare un generale disinteresse degli azionisti della società quotate al mantenimento di tale posizione. V. *supra*, para III.1 e, in senso più ampio, para. I in merito alla generalità degli azionisti delle società quotate.

²²⁶ Si rinvia sul punto al successivo capitolo, para IV che analizza con maggiore dettaglio la norma.

una società quotata è tale non soltanto in senso assoluto ma soprattutto in senso relativo, dal momento che si rapporta necessariamente alla misura dei diritti esercitabili dagli altri azionisti rilevanti²²⁷. Malgrado si possa argomentare che un investitore possa acquistare una partecipazione pari al 10% del capitale sociale anche sul mercato (delle azioni o dei diritti d'opzione) sembra ragionevole affermare come un aumento di capitale così strutturato non lasci indifferente il vecchio azionista – nonostante la possibilità di rivolgersi al mercato – da un punto di vista di diritti amministrativi e di governo societario. In questo senso, la mera possibilità di reintegrare la propria partecipazione non è sufficiente a ripristinare la posizione amministrativa complessivamente considerata.

In conclusione, sembra che si possa aderire alla tesi, autorevolmente sostenuta che, la fattispecie di esclusione semplificata dell'opzione sia una ulteriore manifestazione del fatto che nelle società quotate la protezione del socio abbia ad oggetto il valore dell'investimento piuttosto che la misura dei diritti detenuti, funzione che passa così in secondo piano²²⁸.

3. Prime conclusioni circa la funzione dell'istituto

È possibile formulare alcune conclusioni preliminari circa la funzione dell'istituto, e collegare tali riflessioni alle aspettative degli azionisti in merito al prezzo di emissione.

²²⁷ In questo senso si nota come anche la disciplina del controllo di fatto, che pure non ha collegamenti con l'argomento in oggetto, attribuisce rilevanza alla misura relativa (a quella degli altri azionisti significativi) della partecipazione di un asserito azionista di controllo al fine di valutare se si soddisfi il requisito dell'influenza dominante. Sul punto, v. tra gli altri M. Notari, J. Bertone, *Commento all'art. 2359 in Azioni* (a cura di M. Notari), Milano, 2008, p. 677 che rilevano come un grande frazionamento della compagine sociale contribuisca a rafforzare la posizione di un azionista detentore di una partecipazione di minoranza (significativa) dentro l'assemblea. Argomentando a contrario sembra di poter affermare che l'inserimento all'interno della compagine sociale di un nuovo azionista con un blocco significativo di azioni (in ipotesi fino al 10%) possa mutare gli equilibri dell'assetto proprietario nonché ridurre significativamente il grado di influenza di un soggetto che esercitava un'influenza rilevante (il termine tecnico è voluto perché non ci si limita al caso del controllante di fatto) prima dell'aumento di capitale.

²²⁸ G. Giannelli, *L'aumento di capitale a pagamento*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, 2007, p. 289.

In primo luogo, sembra convincente affermare che, in concreto, il diritto di opzione si risolve nel tutelare sostanzialmente entrambe le posizioni, sia quella patrimoniale, sia quella amministrativa, pur con gradi di intensità diverse. Si ritiene, infatti, che l'obiettivo ultimo dell'istituto, così come individuato dal legislatore e traendo spunto dai presidi alternativi in caso di limitazione ed esclusione dello stesso, sia la tutela patrimoniale, che viene attuato in via mediata per il tramite della tutela della posizione amministrativa, che da un punto di vista di *ratio* passa in secondo piano. In altre parole, l'istituto tutela la posizione amministrativa *al fine di* tutelare la posizione economica²²⁹. La subalternità della funzione amministrativa dell'istituto è amplificata nel contesto delle società quotate, dove il diritto di opzione, pur assumendo la medesima natura e il medesimo contenuto rispetto alle società chiuse, vede accentuati i propri connotati patrimoniali. Questa considerazione da un lato deriva in qualche modo dal generale rapporto partecipativo che si riscontra negli emittenti quotati – caratterizzato da una forte componente finanziaria – e dall'altro dalle regole dell'istituto applicabili a tali società che ne enfatizzano la prospettiva economica comprimendo invece quella corporativa. La scelta legislativa risulta, peraltro, coerente sia con la presenza del mercato mobiliare come possibile strumento alternativo di una possibile tutela amministrativa²³⁰ e dall'altro con le aspettative

²²⁹ Ed invero, un possibile argomento a sostegno della rilevanza – seppur, alla luce delle considerazioni effettuate, secondaria – della funzione amministrativa del diritto di opzione può essere rinvenuta dall'evoluzione storica dell'istituto. Si veda Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 60 che, ad esito della ricostruzione, riporta come in epoca anteriore alla codificazione dell'istituto emergesse la presenza presidi alternativi volti a conseguire analoghi fini di tutela patrimoniale quali, ad esempio, il sovrapprezzo ed il recesso. Muovendo da tale considerazione e dal rilievo della medesima A. che non si rinviene alcuna impronta di tale principio nella legislazione successiva, sorge spontaneo chiedersi se, quantomeno il legislatore del 1942 – che certamente non ignorava riflessioni di tale segno – non avesse di proposito inteso tutelare anche un interesse dell'azionista ulteriore a quello patrimoniale, pur senza mettersi in discussione la primarietà; di quest'ultimo in alcun modo.

²³⁰ V. anche M. Notari, *Gli aumenti di capitale nelle società quotate*, in *Le operazioni sul capitale sociale: casi pratici e tecniche di redazione del verbale* notarile, 2008, pp. 56, 57 in senso conforme alla tesi che la presenza del mercato comprime la valenza amministrativa dell'istituto, rimarcando peraltro come la circostanza abbia un effetto anche sul prezzo di emissione, dal momento che ogni potenziale sottoscrittore dispone anche di tale alternativa.

che si possono rinvenire nella maggioranza delle compagnie sociali, al punto che un autorevole studio ha addirittura sostenuto che la protezione amministrativa risulti compatibile con il carattere patrimoniale dell'investimento azionario in emittenti quotati²³¹.

Il paradosso, tuttavia, è che si noterà che mentre pochi dubbi vertono in merito all'efficienza e all'efficacia dell'istituto nel tutelare la misura dei diritti di voto, l'analisi comparata (nonché molteplici autori italiani) induce a qualche perplessità circa l'efficienza ed efficacia dello stesso nella salvaguardia della posizione patrimoniale. La connotazione di "paradosso" affievolisce, forse, se si considera che in fin dei conti è la posizione amministrativa che, pur avendo minore importanza, risulta direttamente perseguita: si nota, infatti, come le fattispecie di esclusione del diritto di opzione – o, meglio, i presidi attuati in questi casi – non sembrano meno protettivi dell'istituto con riguardo alla posizione economica²³².

In aggiunta sembra interessante proporre un rilievo incentrato su: diritto di opzione, prezzo di emissione, interesse sociale e interesse del singolo socio (in entrambi gli ultimi due casi con limitato riferimento all'operazione). Nei primi commenti alla norma si è

²³¹ G. Ferri jr., *In tema di interesse legittimo e disciplina delle società di capitali*, in *Dir. E giur.*, 2001, p. 4 che afferma come l'interesse primario che si rinviene in tale contesto è quello del disinvestimento della partecipazione con profitto. Tale rilievo è peraltro conforme alla tesi di P.G. Jaeger, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. Comm.*, 2000, p. 811, esposta *supra* nt. 18 che affermava come nelle società quotate l'interesse dell'azionista si compia definitivamente con la perdita dello *status socii*.

²³² La considerazione è coerente con il risalente ed autorevole orientamento dottrinale che muoveva dalla difficoltà fattuale riscontrata nell'alienazione dei diritti di opzione, quanto meno ad un prezzo congruo, per affermare che il più efficace metodo di tutela "delle riserve accumulate" fosse il soprapprezzo. Si noti che questa premessa è stata utilizzata non solo per argomentare la compatibilità tra opzione e soprapprezzo, ma anche per suggerirne l'utilizzo combinato. Si vedano in particolare le tesi di A. Graziani, *Soprapprezzo delle azioni e diritto di opzione*, in *Riv. Soc.*, 1961, p. 55 che sottolinea l'importanza del soprapprezzo soprattutto qualora l'azionista, in particolare a causa delle dimensioni dell'aumento, non voglia o non possa sottoscrivere; R. Nobili, *Il diritto di opzione degli azionisti e i suoi limiti*, in *Riv. Soc.*, 1957, p. 689 ss. e T. Ascarelli, *Diritto d'opzione nell'aumento di capitale e emissione delle nuove azioni con aggio*, in *Saggi di Dir. Comm.*, Milano, 1955, p. 432. Più recentemente v. la ricostruzione di E. Restelli, *Finanziamento dell'impresa e coazione a sottoscrivere. Gli aumenti di capitale iperdiluitivi*, Tesi di Dottorato discussa presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore, 2016-2017, p. 67.

sottolineato – muovendo dalla distinzione tra diritto astratto e diritto concreto – che nel caso concreto, una volta sorto il diritto di opzione, quest’ultimo possa essere sacrificato dall’assemblea, “ammettendo quella prevalenza dell’interesse sociale che invece, è in via generale, esclusa nei riguardi dell’opzione”²³³. L’interesse del socio è stato, quindi, identificato con l’attribuzione del diritto di opzione, pur ammettendosi in determinate e disciplinate circostanze il sacrificio dello stesso in nome di un “bene superiore” rappresentato, appunto, dall’interesse sociale. In epoca successiva, in sede di commento dell’ipotesi di emettere le azioni ad un giusto prezzo di emissione in assenza del diritto di opzione, si è invece capovolta la prospettiva, affermandosi come generalmente l’azionista fosse ragionevolmente interessato principalmente alla congruità del prezzo delle azioni emesse dalla società (indipendentemente dall’identità del soggetto sottoscrittore). Anche questa tesi prevedeva determinate situazioni di prevalenza dell’interesse della società su quello individuale; tale sacrificio dell’interesse del singolo socio, tuttavia, veniva identificato non con i casi di esclusione del diritto di opzione, bensì con le fattispecie (la larga maggioranza, invero) di aumenti in opzione nei quali le azioni, in conformità ad un ordinamento giuridico che non ha mai individuato tale divieto, vengono emesse c.d. a sconto²³⁴. Sembra evidente come tali prospettive muovano da diverse premesse in tema di interessi dei singoli soci. Tentando di prendere una pur preliminare posizione, nel panorama delle società quotate ci si sente di aderire con questo secondo orientamento, quantomeno a livello di ricostruzione di interessi degli azionisti. Tale tesi è, infatti, in contrasto con il dettato codicistico che considera un caso fisiologico l’attribuzione del diritto di opzione e la sussistenza di un interesse sociale nei casi di esclusione dello stesso – che si configurano come eccezione – malgrado sia (in questi casi) sempre richiesto anche un adeguato prezzo di emissione²³⁵.

²³³ T. Ascarelli, *L’interesse sociale dell’art. 2441 cod. civile. La teoria dei diritti individuali e il sistema dei vizi delle deliberazioni assembleari*, in *Problemi Giuridici II*, Milano, 1959, 521, p. 528.

²³⁴ G.B. Portale, *Opzione e sopraprezzo nella novella azionaria*, in *Giur. Comm.*, 1975, p. 227-229.

²³⁵ Si noti, tuttavia, come questo tipo di riflessioni siano presumibilmente più pertinenti in una prospettiva *de jure condendo*, adottata nel capitolo secondo. L’impianto del nostro ordinamento, in ottica *de jure condito*, si basa infatti su una primarietà dell’interesse patrimoniale: questo è tutelato generalmente attraverso

È pur vero che il diritto di opzione consente, in via mediata, di conseguire la tutela patrimoniale ma è altrettanto indiscutibile che un meccanismo di determinazione di congruità del prezzo di emissione – se applicato correttamente – possa conseguire il medesimo risultato in maniera più efficace. Né l'emittente, né alcuno dei singoli soci singolarmente sembra titolare di una legittima aspettativa ad un prezzo inferiore a quello congruo: chiarito come la funzione di “dividendo”²³⁶ del diritto di opzione sia in realtà più apparente che reale, l'unico caso ulteriore è quello dell'azionista che voglia incrementare la propria partecipazione nella società ad un prezzo iniquo, approfittando della non integrale sottoscrizione da parte degli altri membri della compagine sociale. Ebbene, si nutrono forti dubbi in merito alla possibilità di definire legittimo tale interesse.

Il punto, tuttavia, è che così facendo il diritto di opzione tutela con lo stesso meccanismo sia la posizione amministrativa sia quella patrimoniale. In entrambi i casi all'azionista è infatti richiesto un sacrificio economico per sottoscrivere l'azione: si potrebbe obiettare che la medesima tutela sia perseguibile tramite la cessione dei diritti di opzione ma l'argomento sembra rimanere su un piano prettamente teorico dal momento che l'alienazione è effettivamente possibile ma difficilmente consente di ricavare come corrispettivo il valore integrale del diritto (*i.e.*, si sopporta un costo economico ma in altro modo). Allo stesso modo è richiesto un impulso nella sottoscrizione delle nuove azioni, che deve essere accompagnato da un adeguato livello di informazione. In questo modo entrambe le tutele sono soggette agli stessi limiti: tuttavia, mentre nel caso della posizione amministrativa non sembra che vi sia una soluzione alternativa alla richiesta all'azionista di uno sforzo economico e di azione (a meno di proibire del tutto il finanziamento alle società tramite raccolta di capitale di rischio), sembra spontaneo chiedersi se tali costi e limiti siano inevitabili anche per quanto concerne la tutela economica. Acclarato che la principale funzione del diritto di opzione, in particolare nelle società quotate sia la salvaguardia della posizione patrimoniale, le

una procedura ben individuata (l'opzione) e, qualora questa sia limitata o esclusa, si persegue il medesimo fine attraverso metodi alternativi.

²³⁶ Per tale intendendosi la possibilità di alienare sul mercato i diritti per sottoscrivere a sconto azioni di nuova emissione.

ultime riflessioni rendono spontaneo il ricorso a uno studio *de jure condendo* per approfondirne possibili aree di miglioramento²³⁷. A lato di queste considerazioni, infine, sembra possibile tentare di assumere una posizione circa il menzionato dibattito avente ad oggetto la fattispecie di esclusione del diritto di opzione quando l'interesse sociale lo esige e, in particolare, il diverso regime probatorio che può essere richiesto agli amministratori in sede di giustificazione dell'esclusione²³⁸. Quantomeno con riferimento alle società con azioni quotate sembra ragionevole aderire all'orientamento meno rigoroso che non richiede l'inevitabilità dell'offerta a terzi pena il rischio di insuccesso dell'operazione, ma, al contrario, richiama i più miti concetti di prevalenza e preferibilità, ai quali ci si sente di aggiungere quello di inferiore onerosità della situazione intrapresa. Dal momento, infatti, che quantomeno con riferimento agli emittenti quotati la funzione del diritto di opzione appare fortemente sbilanciata sull'angolo patrimoniale, il sacrificio dell'opzione – se mitigato da solidi meccanismi che garantiscano la congruità del prezzo di emissione – non sembra frustrare in assoluto l'interesse tutelato dalla norma. Il presidio alternativo, nei fatti, è costituito principalmente dal prezzo di emissione rispetto agli oneri giustificativi in capo agli amministratori ai quali, di conseguenza, può essere richiesto uno standard inferiore, che pure non deve sfociare in una eccessiva *deregulation*, attribuendo all'organo gestorio una discrezione assoluta circa l'identità dei soggetti sottoscrittori. In questo senso, si aggiunge che l'esecuzione del contratto secondo buona fede e l'abuso del diritto rappresentano sempre lo sfondo di tale dibattito, qualora l'aumento di capitale sia meramente strumentale a diluire un azionista in un contesto di lotta per il controllo societario. Sembra inoltre utile la necessità di individuare un interesse sociale alla realizzazione del piano aziendale, anche al fine di approvare operazioni strumentali alla sola diluizione di individuati azionisti.

IV. I costi

Nel considerare l'interazione tra diritto di opzione e mercato, ci si è fino ad ora soffermati prevalentemente sulle opportunità che la

²³⁷ Si veda, a questi fini, il cap. secondo.

²³⁸ V. para II.1.

presenza del secondo offre e che sono sfruttate dal legislatore essenzialmente in sede di disciplina delle fattispecie di non integrale attribuzione del diritto. Il costante confronto con i corsi di borsa, nonché con le esigenze tipiche dei mercati mobiliari (*inter alia*, liquidità, trasparenza e correttezza dei prezzi) pongono tuttavia anche significativi oneri per le società emittente che, inevitabilmente, impattano l'operatività di un istituto, quale il diritto di opzione, la cui genesi attiene all'ambito del diritto societario "puro" (per tale intendendosi quello non contaminato dai mercati finanziari). Il presente paragrafo si concentra sull'analisi di questo tipo di costi, che sono più facilmente comprensibili avendo riguardo della dimensione finanziaria della società e, in particolare, dell'accezione della stessa come forma di finanziamento dell'attività di impresa, che si concretizza in un interesse a reperire risorse in maniera efficiente²³⁹. Preliminarmente è bene notare che questi aspetti critici sono distinti e differenti dai limiti dell'istituto – pur condividendo con gli stessi la caratteristica di essere legati a possibili spunti di riforma – che verranno successivamente trattati nel comprendere se, e come, il complesso sistema dell'opzione raggiunga efficacemente gli obiettivi che si pone.

Sul punto, un significativo tema è rappresentato dai tempi di adesione all'offerta in opzione, ossia il numero di giorni a disposizione degli azionisti per esercitare il diritto e sottoscrivere le azioni pro-rata. Tale previsione, già inquadrata brevemente nella sommaria ricostruzione dell'istituto di cui sopra²⁴⁰, è fonte di problematicità per l'emittente per due ordini di ragioni.

In primo luogo, l'obbligo di rispettare i tempi dell'offerta in opzione preclude la raccolta di capitali in tempi rapidi, con la conseguente preclusione di talune opportunità di carattere estemporaneo che il mercato può presentare²⁴¹. È stato messo in luce,

²³⁹ V. A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013 p. 3, che nota come tali argomenti contribuiscano a fondare le tesi contrarie al mantenimento del diritto di opzione (o, comunque, quantomeno favorevoli all'affievolimento dell'istituto) nelle società quotate.

²⁴⁰ V. *supra*, para II.1.

²⁴¹ In questo senso cfr. A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013 p. 5 che nota in generale il danno subito dall'emittente a causa della difficoltà per gli amministratori di selezionare il momento più vantaggioso per ricorrere al mercato del capitale di rischio. M. Notari, *Gli aumenti di capitale nelle società quotate*, in *Le operazioni sul capitale sociale: casi pratici e tecniche di redazione del*

peraltro, come questo costo non sia nei fatti risolto nemmeno nei casi di offerte di azioni con esclusioni del diritto di opzione ai sensi del comma sesto dell'articolo 2441, dal momento che in tale caso sono previsti differenti, ma altrettanto lunghi, oneri a carico dell'emittente che ha un naturale interesse ad una ricapitalizzazione efficiente in termini di tempi e costi²⁴². Al contrario il problema sembra in parte superato nei casi di esclusione semplificata dell'opzione nei limiti del 10% del capitale già emesso e, presumibilmente, si tratta di una delle ragioni fondanti il successo della norma²⁴³.

La necessità di determinare il prezzo di emissione, e di mantenerlo invariato, in un momento non immediatamente antecedente l'offerta in borsa delle azioni, comporta inoltre il rischio di essere soggetti alla volatilità del mercato. In questo senso, la preclusione della possibilità di aggiustare il prezzo di emissione durante l'intero periodo di offerta comporta il rischio che il prezzo di scambio delle azioni oscilli, causando un insuccesso dell'offerta (qualora si collochi al di sotto del prezzo di emissione) o un trasferimento di ricchezza dai vecchi azionisti ai sottoscrittori (in caso di significativa variazione in senso contrario)²⁴⁴. In particolare, il primo caso può

verbale notarile, 2008, p. 58 che rileva come, nell'ambito dell'onerosa procedura di offerta delle azioni in opzione ai soci, i tempi da concedere per l'esercizio della stessa rappresentino uno dei fattori più influenti. Sull'inefficienza e i costi dei tempi dell'offerta in opzione, v anche G. Balp, M. Ventrone, *Esclusione del diritto d'opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, in *Riv. Soc.*, 2004, p. 810.

²⁴² Il naturale interesse della società quotata ad aumentare il proprio capitale sociale in tempi e costi che rispettino il carattere dell'efficienza risulta ulteriormente nell'introduzione della c.d. opzione indiretta che consente la sottoscrizione delle nuove azioni da parte di intermediari autorizzati, con l'obbligo di offrirle successivamente in opzione agli azionisti della società, senza che il diritto di opzione si consideri limitato o escluso. Si veda A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 73; G. Giannelli, *L'opzione indiretta*, Bari, 1993, p. 63 ss.

²⁴³ In questo senso si veda G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e sul suo utilizzo*, in *AGE*, 2017, p. 287.

²⁴⁴ In tal senso si veda l'analisi di G. Balp, M. Ventrone, *Esclusione del diritto d'opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, in *Riv. Soc.*, 2004, p. 799 che illustrano come dal momento dell'avvio dell'offerta, gli amministratori non possano più modificare il prezzo di emissione delle azioni. V. anche A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013 p. 4. Il problema dell'obsolescenza del

essere aggravato, tra l'altro, dalla diffusione di informazioni negative sull'emittente durante il lungo periodo di offerta²⁴⁵. Malgrado il costo sembri ricadere principalmente sulla società, in realtà esso viene trasferito ai vecchi azionisti non sottoscrittori dell'aumento: al fine di non rischiare l'insuccesso dell'operazione, infatti, gli emittenti tendono a fissare un prezzo di emissione che incorpori il rischio di tale volatilità, traendo vantaggio dal sistema normativo che non pone nessun obbligo in merito alla determinazione del corrispettivo per le azioni offerte in opzione²⁴⁶. Maggiore è lo sconto, maggiore è ovviamente la

prezzo secco, a dire il vero in contesto di allocazione di poteri tra assemblea e amministratori, è rilevato anche da G. Sandrelli, *Delega ad aumentare il capitale e aumenti delegati con e senza diritto di opzione: questioni aperte*, in *Age*, 2017, p. 315. Sul versante economico dell'argomento si segnala il recente contributo di P. Gualtieri et al., *L'attualità del diritto di opzione negli aumenti di capitale di società quotate*, in *AGE*, 2017, p. 242 che espongono la tesi che nei primi giorni di offerta in borsa degli aumenti di capitale vi siano generalmente anomale oscillazioni di prezzo.

²⁴⁵ V. M. Massa et al., *Rights Offerings, Trading, and Regulation: a Global Perspective* (Insead Working Paper No. 2016/22/FIN) (Versione di febbraio 2016), p. 5, che precisano come il tema possa essere amplificato dall'adempimento dei diversi obblighi di pubblicità e informazione che l'emittente deve assolvere nel contesto dell'operazione. Sul tema dell'impatto negativo sul prezzo di mercato dell'emittente si veda anche E. Restelli, *Finanziamento dell'impresa e coazione a sottoscrivere. Gli aumenti di capitale iperdiluitivi*, Tesi di Dottorato discussa presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore, 2016-2017, p. 6.

²⁴⁶ V. ancora G. Balp, M. Ventoruzzo, *Esclusione del diritto d'opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, in *Riv. Soc.*, 2004, pp. 799, 800 che riportano come anche il possibile intervento dei consorzi di garanzia risulti, nei fatti, in un aumento dei costi dell'operazione. Gli Autori riportano inoltre come sia "noto poi che la prassi tenda a compensare l'esposizione a tale rischio fissando significativi sconti sul prezzo di emissione (sino al 34% nel 1998), con conseguente riduzione dell'effettiva entità di risorse che affluiscono al patrimonio sociale". Si veda anche E. Zigiotti, *La determinazione del prezzo del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie* (a cura di Mario Notari), Milano, 2008 p. 127 che individua il tasso di sconto come contromisura preventiva alle possibili oscillazioni negative intercorse durante la procedura di offerta; P. Mazzola, *Il prezzo di emissione in caso di spettanza, limitazione, esclusione del diritto di opzione: aspetti valutativi*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1/2017, p. 123 che afferma come la circostanza della volatilità dei mercati imponga di determinare uno *spread* tra il TERP e il prezzo di emissione delle nuove azioni, al fine di minimizzare il rischio che il prezzo del titolo *ex* diritto divenga inferiore al prezzo di emissione.

proporzione del valore che viene contenuta nei diritti di opzione²⁴⁷ e, di conseguenza, il possibile danno che un azionista non sottoscrittore rischia di subire qualora non riesca a realizzare sul mercato l'integrale valore teorico di tale diritto, a causa della propria inerzia o delle inefficienze dei mercati durante il periodo di offerta²⁴⁸. La prassi societaria in merito ai tassi di sconto contribuisce, tra l'altro, a spiegare l'evidenza empirica che ha rilevato una significativa discrasia tra i prezzi di emissione delle azioni offerte in opzione rispetto ai casi di offerte al pubblico. Si vedrà come tale inefficienza emerge in particolare ad esito di una riflessione comparata con gli ordinamenti, quali gli Stati Uniti, che non prescrivono l'obbligo di offrire le nuove azioni agli azionisti esistenti.

L'evoluzione del rapporto tra l'articolo 2441 del codice civile e l'art. 134 TUF, *supra* menzionata, testimonia l'attenzione del legislatore nei confronti di tali rilievi. Malgrado la disciplina applicabile, infatti, non preveda più alcuna distinzione tra emittenti quotati e chiusi per quanto concerne i termini minimi di adesione, il fatto che nel primo caso vi fosse un intervallo di tempo dimezzato è sintomo di sensibilità verso il problema che, nondimeno, è stato limitato nella sua intensità ma non risolto nella sua natura. In tal senso, peraltro, i termini dimezzati erano stati accolti criticamente da parte della dottrina, che aveva sottolineato come la norma comprimesse i diritti delle minoranze, dal momento che, non solo l'azionista disponeva di un limitato tempo per sottoscrivere le azioni ma anche che la ridotta finestra di sottoscrizione impattava negativamente la possibilità di alienazione del diritto, considerata una forma di esercizio dello stesso²⁴⁹. Tale orientamento, che è risultato minoritario, non sembra considerare in maniera esaustiva la prospettiva dell'azionista di minoranza non sottoscrittore e il suo interesse a che il corrispettivo di emissione sia determinato in un momento il più prossimo possibile alla

²⁴⁷ Si veda, *supra*, para II.2 in merito al significato economico del diritto di opzione.

²⁴⁸ Così P. Mazzola, *Il prezzo di emissione in caso di spettanza, limitazione, esclusione del diritto di opzione: aspetti valutativi*, in *AGE*, 2017, p. 124 che individua tale fattore come motivo dell'aspettativa – quantomeno di una parte di azionisti – di uno sconto contenuto.

²⁴⁹ Così A. Gambino, *Tutela delle minoranze*, in *La riforma delle società quotate*, *Atti del convegno di studio, Santa Margherita Ligure*, 1998, p. 138 che suggerisce altresì che tale norma incentivi l'affidamento delle azioni a un gestore professionale.

quotazione in borsa delle azioni, e in generale sembra sottostimare la rilevanza dell'interazione dell'organizzazione societaria con i mercati. In questo senso sembra più condivisibile l'orientamento prevalente, che ha rimarcato il beneficio per la società nel ridurre il periodo in cui il prezzo, determinato, è soggetto alle fluttuazioni del mercato e di conseguenza il rischio di insuccesso dell'operazione²⁵⁰. In tale ottica, sono, al contrario, le minoranze assembleari – ed in particolare i non sottoscrittori dell'aumento di capitale – ad essere maggiormente beneficiate da un periodo di adesione ulteriormente ridotto, ben sostenendosi che la tutela patrimoniale degli azionisti si rafforzi al diminuire del periodo di esercizio dell'opzione²⁵¹. Un recente studio gius-economico ha ulteriormente affermato che, in presenza significativi disallineamenti nella formazione dei prezzi di borsa e dei diritti di opzione – che sembra ragionevole affermare siano senz'altro alimentati da maggiori termini di adesione dell'offerta – la protezione fornita dall'istituto sia meramente “astratta e formale”²⁵².

Da ultimo, è bene sottolineare come una ridotta finestra temporale tra la determinazione finale del corrispettivo e il termine per esercitare il diritto di opzione, con conseguenza riduzione del tasso di sconto (quantomeno, in questo caso, della componente dovuta alla volatilità del mercato durante il periodo di adesione all'offerta) contribuirebbe a perseguire la significatività dei prezzi di emissione, un interesse ovviamente perseguito dal mercato²⁵³ e, in tal senso, allineato

²⁵⁰ In questo senso P. Marchetti, *Commento all'art. 134*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d. lgs. 24 febbraio 1998 n. 58* (a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi), Milano, 1999, p. 1223 che sottolinea come il minor rischio di insuccesso dell'operazione risulti anche in un ridimensionamento dei costi di garanzia; aderisce a tale tesi anche R. Ghetti, *Commento all'art. 134*, in *Commentario TUF* (a cura di F. Vella), Torino, 2012, p. 1452. V. anche la ricostruzione del dibattito di v. anche A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 76.

²⁵¹ Così G. Balp, M. Ventoruzzo, *Esclusione del diritto d'opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, in *Riv. Soc.* 2004, p. 803 e M. Notari, *Gli aumenti di capitale nelle società quotate*, in *Le operazioni sul capitale sociale: casi pratici e tecniche di redazione del verbale notarile*, 2008, p. 58.

²⁵² V. Argiolas et al., *Gli aumenti di capitale iperdiluitivi e i disallineamenti tra le quotazioni di azioni e diritti*, in *AGE* 2017, p. 189.

²⁵³ P. Marchetti, *Commento all'art. 134*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d. lgs. 24 febbraio 1998 n. 58* (a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi), Milano, 1999, p. 1223.

alle aspettative della generalità degli investitori (che, in diverse fasi del rapporto partecipativo, coincidono con la figura degli azionisti di minoranza).

In tema di interazioni tra l'istituto e il mercato, infine, è bene chiedersi se tra i costi del primo vi sia anche l'effetto di ridurre la contendibilità del secondo, frustrando quindi quello che è stato individuato come uno degli obiettivi perseguiti dal legislatore²⁵⁴. La delega alla riforma del 2003, nonché la *ratio* della clausola di esclusione semplificata dell'opzione, indurrebbero a una risposta affermativa *tout court*, eppure un certo grado di cautela è necessario. È indubbio che un'applicazione del diritto in maniera poco flessibile (*i.e.*, senza possibilità di escluderlo o limitarlo, o comunque con requisiti molto stringenti) ostacoli la contendibilità del controllo degli emittenti, soprattutto nell'immediato. L'istituto, d'altro canto, fornisce un presidio agli azionisti ma, soprattutto (per la prospettiva che qui si considera) ai potenziali investitori, di protezione da un possibile pregiudizio patrimoniale o amministrativo, pur avendo riguardo delle considerazioni sul punto nei paragrafi che precedono. Sembra logico affermare che il rischio di subire tali danni (soprattutto il primo) in maniera discrezionale possa distogliere l'attenzione di numerosi soggetti dal mercato, compromettendone liquidità e sviluppo²⁵⁵. Si tratta, quindi – al pari di altri istituti quali l'OPA obbligatoria – di una tutela alle minoranze strumentale ad una maggiore circolazione delle partecipazioni e allo sviluppo del mercato, considerando non il termine immediato (*i.e.*, la specifica operazione) bensì un'ottica di lungo periodo²⁵⁶. In questo senso opzione e contendibilità del controllo sono di segno avverso solo nel breve termine dal momento che – estendendo all'istituto le riflessioni che un autorevole studio ha espresso in tema di OPA obbligatoria – il primo “favorisce lo sviluppo

²⁵⁴ V. *supra*, para I.

²⁵⁵ Si noti, peraltro, che anche dalla prospettiva di un investitore che consideri una scalata ostile, l'ordinamento giuridico deve garantire un certo tipo di tutela per evitare che lo stesso sia facilmente diluito, impedendo così il suo tentativo di acquisizione del controllo.

²⁵⁶ Cfr. Costi, *Il governo delle società quotate: tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, n *Dir. Comm. Int.* 1998, pp. 71 ss. che parlando, tra l'altro della disciplina dell'offerta pubblica di acquisto, afferma come talvolta sia indispensabile porre qualche limite alla contendibilità del controllo al fine di perseguire obiettivi di più ampia portata quali l'efficienza dei mercati.

del mercato e quindi, sia pure in un secondo momento, logico se non cronologico, rafforza la funzione di corporate *governance* del mercato stesso»²⁵⁷.

La domanda che si pone, in questo senso, è in un'ottica *de jure condendo*, se sia possibile conseguire un analogo risultato di lungo periodo pur limitando i costi e gli oneri nell'immediato, che le modifiche normative non appaiono aver azzerato. Tale sarà la linea guida del secondo capitolo, sviluppato attraverso l'esame diritto comparato. Lo studio avrà riguardo delle considerazioni proposte in questo capitolo: in particolare, muovendo dalla premessa che – in particolare facendo riferimento alla disciplina applicabile agli emittenti quotati – l'istituto assume un carattere principalmente patrimoniale, si cercherà di capire, anche attraverso l'analisi comparata, se sia possibile aumentarne l'efficienza e l'efficacia nel perseguire tale funzione. Parallelamente, in una prospettiva *de jure condito*, sembra utile sfruttare in chiave interpretativa le conclusioni circa la primarietà della funzione patrimoniale dell'istituto, al fine di studiare e suggerire la compatibilità della disciplina dell'opzione con meccanismi finanziari di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni che consentano di trarre maggiore vantaggio dalla presenza del mercato, assecondandone al tempo stesso al meglio le aspettative e le prerogative.

²⁵⁷ R. Costi, *Il governo delle società quotate: tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, n *Dir. Comm. Int.* 1998, p. 73 affermando come la disciplina dell'OPA, strumentale alla tutela delle minoranze, si risolva in realtà nel servire anche obiettivi di stampo mercatistico che apparentemente frustra nella singola fattispecie.

CAPITOLO SECONDO: RIFLESSIONI COMPARATIVISTICHE E SPUNTI CRITICI SUL DIRITTO DI OPZIONE

SOMMARIO: I. Ricognizione e critica del sistema americano I.1 L'abolizione del diritto di opzione come norma di *default* I.2 L'allocazione dei poteri I.3 I presidi a tutela dell'azionista nell'ordinamento americano I.4 Emissione di azioni e corporate governance II. Il confronto tra i due ordinamenti II.1 Le ragioni di un diverso approccio II.2 Osservazioni critiche al sistema americano III. Spunti critici sul diritto di opzione nelle società quotate IV. Divagazioni *de jure condendo*

L'analisi comparata svolge, alternativamente, due differenti funzioni. Un plausibile obiettivo può essere quello di comprendere come uno stesso – o molto simile – istituto sia disciplinato in un diverso sistema giuridico al fine di cogliere spunti interpretativi per il diritto italiano. Si prestano a questo tipo di studi ordinamenti stranieri con principi giuridici simili, appartenenti alla stessa c.d. famiglia, o, sotto differenti aspetti, soggetti alle stesse regole sovranazionali, come avviene nel caso dei Paesi membri dell'Unione Europea, in modo da analizzare le diverse implementazioni di una medesima direttiva, ad esempio. In questo ambito, gli studi di diritto societario italiani fanno solitamente ricorso alla comparazione con l'ordinamento tedesco, che combina entrambe le caratteristiche sopra-menzionate e, nel regolare i conflitti tra *insider* e *outsider* che possono sorgere nel contesto di aumenti di capitale adotta un'impostazione fondata sulle regole di diritto societario²⁵⁸.

Una seconda tipologia di studi comparati, invece, ambisce a ricavare considerazioni critiche nei confronti di un istituto: l'obiettivo dell'analisi è, quindi, principalmente *de jure condendo* e la domanda alla quale implicitamente si cerca di trovare risposta è se una regola giuridica, nella sua corrente formulazione, sia efficiente ed efficace

²⁵⁸ Si veda, *supra*, para. II il breve riferimento alle “famiglie” di ordinamenti nello specifico contesto dei diversi approcci al tema delle regole che disciplinano e limitano la diluizione degli azionisti in seguito ad un aumento del capitale sociale mediante l'emissione di nuove azioni a pagamento.

anche in considerazione della funzione che deve assolvere²⁵⁹ o se si possano attingere spunti di riforma o, attingendo alla terminologia anglosassone, riflessioni di *policy* da altri ordinamenti. In tale ottica, la ricerca ha ad oggetto un sistema giuridico che abbia una differente concezione dell'istituto proposto o, in senso più ampio, adottati alternativi strumenti di tutela per il medesimo problema.

Nell'ambito dell'approccio all'emissione di nuove azioni si ritiene che ai sistemi giuridici afferenti al *genus* degli ordinamenti "societari" – del quale fa parte l'Italia e che ha nella Germania il capostipite – si contrappongano, tra gli altri, gli Stati Uniti e gli altri paesi che adottano un approccio mercatistico²⁶⁰. L'ordinamento americano è il principale centro di attenzione del presente capitolo, precisandosi che lo studio cerca quanto più possibile di mettere in rilievo analogie e differenze con il complesso sistema del diritto di opzione adottato in Italia, avendo, di nuovo, come oggetto esclusivo la disciplina delle società con azioni quotate. In questo senso il focus sarà essenzialmente lo studio del diritto societario del Delaware, in ragione della significatività di tale ordinamento giuridico nell'ambito del diritto societario – e in particolare con riferimento alle società quotate – americano²⁶¹, affiancato dalle norme dettate in materia di diritto dei mercati finanziari e dai regolamenti borsistici, alle quali sono

²⁵⁹ Così E. Ferran, *Legal Capital Rules and Modern Securities Market – the Case for Reform, as Illustrated by the U.K. Equity Markets*, in *Capital Markets and Company Law*, (a cura di K.J. Hopt, E. Wymeersch), 2003, p. 118 nel delineare il punto di partenza dell'esame di una norma. L'A. afferma altresì che uno scenario nel quale in concreto una norma non risponde alle necessità e alle aspettative degli investitori, rappresenta un successo della legge, che dovrebbe invece ridurre i costi di transazione.

²⁶⁰ V., tra gli altri, M. Ventoruzzo, *Issuing new shares and preemptive rights: a comparative analysis*, 12 *Rich. J. Global L. & Bus.* 517 (2013), p. 517 che individua il diritto di opzione come una delle aree nelle quali il diritto europeo e quello americano hanno ancora una significativa divergenza.

²⁶¹ Si veda <https://corp.delaware.gov/stats/> (ultimo aggiornamento 31 dicembre 2021) che afferma, tra l'altro, come il 67.6% delle società che vengono classificate nel gruppo Fortune 500 (che possono essere sommariamente definite come le cinquecento società con il fatturato maggiore degli Stati Uniti, ma si rinvia alla relativa voce di Investopedia per una definizione più puntuale, <https://www.investopedia.com/terms/f/fortune500.asp>) abbiano la sede legale in Delaware e quindi siano soggette al diritto di tale stato. Nella stessa fonte si legge che l'89% delle società americane che si sono quotate nel 2019 avevano nel Delaware la propria sede legale.

inevitabilmente soggette tutte le *corporations* che facciano ricorso al mercato mobiliare. Da un punto di vista metodologico, muovendo dalla premessa che negli emittenti quotati il già significativo aspetto economico dell'istituto è accentuato, si cercherà di comprendere se vi siano aspetti del sistema americano che, implementati in Italia (e quindi, tenendo conto delle diverse caratteristiche strutturali dei Paesi a livello di mercati e di ordinamenti giuridici), consentano di soddisfare meglio tali prerogative patrimoniali, anche avendo riguardo della figura degli investitori e delle relative aspettative che, pur nella loro eterogeneità, sembrano essere in continua evoluzione anche solo rispetto al finire del secolo scorso²⁶².

La struttura del capitolo consta di una necessaria ricostruzione dell'ordinamento giuridico americano, volta a metterne in luce le peculiarità e le caratteristiche²⁶³, alla quale segue un'analisi critica dello stesso ispirata anche dal confronto con il sistema italiano²⁶⁴. La comparazione sarà successivamente utilizzata avendo come obiettivo principale il diritto italiano, volgendo in prima battuta ad uno studio dei limiti del diritto di opzione – che risulta quasi spontaneo ad esito della contrapposizione tra ordinamenti che adottano soluzioni giuridiche aventi natura e intensità tanto diverse per affrontare il medesimo fenomeno economico – e, infine, ad alcune proposte di riforma della disciplina italiana, traendo spunto dalle considerazioni fin lì espresse. .

I. Ricognizione e critica del sistema americano

La studio del sistema americano – in particolare con gli occhi del comparatista che individua le divergenze con l'ordinamento italiano – consente di approfondire e riflettere ulteriormente su gruppi di regole essenziali della disciplina di emissione di nuove azioni quali (i) diritto di opzione, (ii) allocazione dei poteri e (iii) obblighi degli amministratori²⁶⁵ che, diversamente declinati, contribuiscono a

²⁶² V. *supra* cap. primo, para I.

²⁶³ V. *infra*, para I.

²⁶⁴ V. *infra* para II.

²⁶⁵ Tale ragionamento risulta coerente con la prospettiva di M.S. Spolidoro, *Nuove e diverse soluzioni di aumento del capitale e diritto di opzione in situazioni di emergenza*, in *Riv. Soc.*, 2020, p. 408 che utilizza, nell'ambito del diritto italiano, l'espressione "procedura dell'opzione" (contrapposta al concetto di diritto soggettivo) per

delineare un equilibrio di governo societario tra la protezione degli outsider e la necessità dell'emittente di perseguire una formazione del capitale sociale ottimale²⁶⁶. Gli ultimi due sottoparagrafi proporranno invece un approccio critico all'ordinamento americano anche in considerazione di alcuni recenti casi di emissione di nuove azioni che hanno messo in luce alcuni limiti dell'impianto normativo.

1. L'abolizione del diritto di opzione come norma di *default*

Il diritto di opzione ha avuto un'evoluzione piuttosto controversa nell'ordinamento degli Stati Uniti. All'apparizione, precoce, agli inizi del XIX secolo ha fatto seguito un altrettanto rapido declino, non prima – o forse come conseguenza – delle inevitabili questioni circa la ricostruzione della funzione principale dell'istituto²⁶⁷.

In particolare, nella sentenza *Gray v. Portland* si è riscontrata una prima embrionale formulazione del diritto – in ottica esclusivamente patrimoniale – come reintegro della diluizione economica subita dall'azionista, identificata nella differenza tra il valore di mercato e il prezzo di emissione delle nuove azioni²⁶⁸. Tale pronuncia giurisprudenziale suscita alcune riflessioni, dal momento che il diritto di opzione è stato collocato nell'alveo dell'adempimento degli obblighi

indicare l'insieme delle regole alle quali gli amministratori si devono attenere in sede di aumento di capitale. In questo senso, infatti, la procedura può essere corroborata da o sostituita con diverse regole che abbiano sempre ad oggetto la disciplina del processo di emissione. Si vedrà, peraltro, che nell'ordinamento americano gli obblighi degli amministratori sono strettamente correlati al concetto di congruità del prezzo di emissione (*i.e.*, l'adempimento dei primi consente di evitare il sindacato sul secondo), in maniera coerente all'ipotetico triangolo individuato nel primo capitolo.

²⁶⁶ Così, M. Ventrone, *Issuing new shares and preemptive rights: a comparative analysis*, 12 *Rich. J. Global L. & Bus.* 517 (2013), p. 518.

²⁶⁷ V. sul punto, A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013 p. 29 che rinviene nell'ordinamento americano la genesi storica di tale diritto.

²⁶⁸ Si veda sul punto il caso pilota *Gray v. Portland*, 3 Mass. 364 (1807) nel quale, pur assumendo tale corrispettivo la natura giuridica del risarcimento per un pregiudizio economico subito dall'azionista, si riscontra il concetto (implicito) di tasso di sconto. Si veda il commento di H. Drinker Jr., *The Preemptive Right of Shareholders to Subscribe to New Shares*, 43 *Harv. L. Rev.* 586 (1930), p. 591 dove si sottolinea come la sentenza non abbia preso in considerazione (nel calcolo del risarcimento) né il diritto a percepire dividendi futuri né la diluizione dei diritti amministrativi.

di corretta gestione da parte degli amministratori nei confronti dei soci²⁶⁹. In altre parole, si riteneva che in presenza un'emissione che non rispettasse tale requisito di offerta delle nuove azioni *pro-rata*, la pretesa degli azionisti ad ottenere un rimedio risarcitorio avrebbe trovato soddisfazione, da cui l'ulteriore argomento che non si trattasse di un diritto inviolabile, muovendo dalla corretta premessa che, diversamente, gli azionisti non avrebbero potuto esserne privati nemmeno contro corrispettivo calcolato nella forma di danni²⁷⁰. In questo senso non sono mancate ulteriori considerazioni in merito al prezzo di emissione e, in particolare, in forma dubitativa, circa la necessità di attribuire il diritto anche in assenza di un prezzo di sottoscrizione inferiore al valore di mercato²⁷¹. A tal proposito, si riporta la tesi che un'emissione ad un prezzo inferiore al massimo conseguibile sul mercato rappresentasse una violazione dei diritti dei soci, a meno che a questi ultimi non venisse appunto offerta l'opportunità di partecipare all'operazione proporzionalmente all'interesse economico già detenuto nella società²⁷². L'argomento

²⁶⁹ Cfr. V. Morawetz, *The Preemptive Right of Shareholders*, in 42 *Harv. L. Rev.* 186 (1928), p. 186, che afferma espressamente come nei primi casi di applicazione dell'istituto si faceva riferimento al fatto che, altrimenti, si sarebbe assistito a una "violation of the duty of the directors, as fiduciary agents, to exercise their powers in good faith in the interest of the shareholders". V. anche A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013 p. 30, che nota opportunamente come l'imposizione indiscriminata della regola *ex ante* rappresentasse uno strumento per neutralizzare a monte dell'emissione ogni possibilità di violazione da parte degli amministratori dei propri obblighi di correttezza.

²⁷⁰ Così H. Drinker Jr., *The Preemptive Right of Shareholders to Subscribe to New Shares*, 43 *Harv. L. Rev.* 586 (1930) p. 596, commentando il successivo caso *Stokes v. Continental* discusso *infra*, e assimilabile sul punto. V. anche la ricostruzione di A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013 p. 33; si noti peraltro che si fa riferimento a diritti di fonte statutaria oggetto di negoziazione e di bilanciamento in sede di strutturazione del contratto sociale.

²⁷¹ Si veda la notazione terminologica di A.H. Frey, *Shareholders' Pre-emptive Rights*, in 38 *Yale Law Journal* 563 (1929), p. 563 che denuncia l'utilizzo del termine "preemptive right" con il duplice significato di diritto degli azionisti ad essere preferiti nell'acquisto di nuove azioni *pro-rata* indipendentemente dal prezzo di emissione e di diritto della medesima natura ma condizionato al fatto che il prezzo di emissione delle nuove azioni sia inferiore ad una certa soglia.

²⁷² Cfr. V. Morawetz, *The Preemptive Right of Shareholders*, in 42 *Harv. L. Rev.* 186 (1928), p. 189, che nel formulare la propria tesi prescinde (espressamente) dal fatto che i vecchi azionisti siano titolari o meno del diritto di voto, utilizzando come unica discriminante il fatto che le azioni delle quali gli stessi sono

veniva costruito a partire dal paragone con la disposizione di altri tipi di proprietà sociali, quali gli *asset* societari. Evidentemente, tale riflessione enfatizza la prospettiva patrimoniale dell'investimento societario. In tal senso si è peraltro sostenuta la differenza tra il diritto alla salvaguardia patrimoniale e quello a ricevere l'offerta delle azioni in prelazione che, come discusso diffusamente nel corso dell'elaborato, rappresenta solo uno strumento modo, e non necessariamente il migliore, per conseguire la tutela economica dell'azionista²⁷³.

In casi successivi a quello menzionato – ancorché significativamente datati – si è assistito alla declinazione del diritto di opzione come diritto degli azionisti indipendente dal nocumento eventualmente arrecato dall'emissione alla posizione patrimoniale del socio, valorizzando quindi la prospettiva corporativa dell'azione e la funzione dell'istituto di proteggere anche la misura dei diritti partecipativi, specialmente con riguardo alla nomina dei membri dell'organo gestorio²⁷⁴.

Pur a livello preliminare, quindi, si nota un implicito accenno al collegamento tra diritto di opzione e capacità di influire sul controllo dell'emittente, della quale la nomina degli amministratori è considerata uno degli indici più rilevanti. Appare quindi logico rilevare come, sin

proprietari siano *participating*, ossia conferiscano il diritto di concorrere alla distribuzione dei dividendi della società, facendo quindi intravedere un punto di vista esclusivamente patrimoniale ma avente ad oggetto anche la prospettiva reddituale futura.

²⁷³ Così, A.H. Frey, *Shareholders' Pre-emptive Rights*, in 38 *Yale Law Journal* 563 (1929), p. 570. V. ancora anche il saggio di A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 34 che rileva peraltro anche le perplessità a livello preliminare circa l'esistenza in capo all'azionista di un diritto alla salvaguardia della posizione patrimoniale.

²⁷⁴ Ci si riferisce in particolare al caso *Stokes v. Continental Trust Co.* 186 N. Y. 285, 78 N.E. 1090 (1906) e il commento di H. Drinker Jr., *The Preemptive Right of Shareholders to Subscribe to New Shares*, in 43 *Harv. L. Rev.* 586 (1930) pp. 593 ss. che enfatizza, tra l'altro, le parole della sentenza in merito al potere di nomina del consiglio di amministrazione. Sulla salvaguardia della posizione amministrativa si vedano anche A.H. Frey, *Shareholders' Pre-emptive Rights*, in 38 *Yale Law Journal* 563 (1929), pp. 572-575 che nota, logicamente, come in assenza di un'offerta in opzione la misura dei diritti di voto di un azionista sia diluita indipendentemente dal prezzo di emissione e fornisce una breve rassegna di ulteriore giurisprudenza sull'argomento e V. Morawetz, *The Preemptive Right of Shareholders*, in 42 *Harv. L. Rev.* 186 (1928), pp. 192, 193 che accenna anche il problema della determinazione del valore del congruo corrispettivo delle azioni (specie in ipotesi di azioni non quotate).

dal principio, sia emersa l'eterogeneità degli interessi sottesi al riconoscimento del diritto: malgrado la sua attribuzione sia proporzionale al numero di azioni già possedute dall'azionista – e così anche l'interesse alla salvaguardia della posizione patrimoniale, dal momento che tanto maggiore sarà la partecipazione detenuta nell'emittente, quanto più ingente sarà il danno sofferto dall'azionista in presenza di un'emissione sottoprezzata – lo stesso non si può dire per l'interesse alla tutela della posizione amministrativa, che è definibile come una variabile binaria (*i.e.*, può assumere soltanto due valori). In altre parole, l'interesse ad influire sulla nomina del consiglio di amministratori si può dire *esistente* per azionisti con una partecipazione significativa o del tutto *assente* per gli altri e non avente intensità proporzionale alla dimensione della partecipazione detenuta. A questa problematica, ragionevolmente, si ricollegano i dibattiti circa l'attribuzione del diritto nello scenario di emissione di *treasury shares* o di azioni sprovviste di diritto di voto, che hanno coinvolto la dottrina americana dell'epoca²⁷⁵.

La salvaguardia della posizione amministrativa ha trovato la sua massima espressione nella tesi che il diritto di opzione dovrebbe vedersi attribuito, tra l'altro, perfino qualora il corrispettivo delle nuove azioni sia rappresentato da conferimenti in natura, in ragione della similitudine della fattispecie con il caso di un'emissione a favore di un particolare investitore il cui ingresso sia ritenuto positivo per la compagine sociale²⁷⁶. In senso diametralmente contrario, invece, si è

²⁷⁵ V. V. Morawetz, *The Preemptive Right of Shareholders*, in 42 *Harv. L. Rev.* 186 (1928), pp. 188-189 che afferma come l'emissione di *treasury shares* non sia soggetta all'eventuale ambito di applicazione del diritto, anche se questo non esclude che tale emissione (in particolare se sottoprezzata) possa causare un inadempimento degli obblighi degli amministratori e A.H. Frey, *Shareholders' preemptive rights*, in 38 *Yale Law Journal* 563 (1929), pp. 582, 583 che si pone in maniera più dubitativa sulla questione. Più recentemente si veda l'analisi di M. Ventrone, *Issuing New shares and Preemptive Rights: a Comparative Analysis*, 12 *Rich. J. Global L. & Bus.* 517 (2013), p. 527 che conclude affermando che anche qualora agli azionisti sia genericamente attribuito il diritto di opzione nei casi di emissione di nuove azioni, esso non trovi applicazione qualora la società venda *treasury shares*.

²⁷⁶ La tesi appartiene a A.H. Frey, *Shareholders' Pre-emptive Rights*, in 38 *Yale Law Journal* 563 (1929), pp. 579, 580. Sembra peraltro preferibile aderire all'opinione contraria, la cui evoluzione è efficacemente ricostruita e riassunta da M. Ventrone, *Issuing New Shares and Preemptive Rights: a Comparative Analysis*, 12 *Rich. J. Global L. & Bus.* 517 (2013), p. 523 che argomenta logicamente come nel caso

sostenuto, nella medesima epoca, come tra i poteri delegati all'organo amministrativo vi sia anche quello circa l'ingresso di nuovi soci²⁷⁷, a patto che le condizioni di emissione siano congrue. In sintesi, il primo approccio attribuisce discrezionalità sul prezzo di emissione mentre il secondo sulla destinazione dell'offerta di azioni, proponendo il consueto dualismo tra diritto di opzione e congruità del prezzo di emissione. Allo stesso modo, gli spunti critici che sono emersi al tempo a riguardo dell'istituto (in una prospettiva che poteva essere definita *de jure condendo* nei confronti delle elaborazioni della *case law*) e fondavano le tesi che ne auspicavano un abbandono, sono collocabili nell'alveo di quelli che oggi appaiono essere diventati gli argomenti più consolidati del diritto di opzione complessivamente considerato. È stato infatti rilevato il sacrificio economico richiesto all'azionista al fine di beneficiare della tutela – concetto che negli studi italiani è conosciuto come impurità del diritto²⁷⁸ – nonché il problema dell'azionista che non voglia o non possa esercitare il diritto e non riesca a conseguirne il pieno valore sul mercato: in questo senso si legge la proposta, al tempo enunciata, di collocare le azioni sul mercato al massimo prezzo conseguibile destinando l'eccedenza rispetto al prezzo di sottoscrizione offerto agli azionisti al socio titolare del diritto, che sembra attenuare ma non risolvere il problema²⁷⁹. Si è inoltre sostenuto che in presenza di società con una struttura proprietaria altamente frazionata la misura del diritto di voto abbia valenza marginale, da qui auspicando una soppressione della regola a favore di una maggiore

di emissione di azione contro conferimenti in natura, i vecchi azionisti esclusi dall'operazione sono impossibilitati a offrire il medesimo corrispettivo. Tale secondo orientamento è stato fatto proprio, tra gli altri, dall'ordinamento italiano che al comma quarto dell'articolo 2441, prevede che “il diritto di opzione non spetta per le azioni di nuova emissione che, secondo la deliberazione di aumento del capitale, devono essere liberate mediante conferimenti in natura”.

²⁷⁷ Si veda sul punto H. Drinker Jr., *The Preemptive Right of Shareholders to Subscribe to New Shares*, 43 *Harv. L. Rev.* 586 (1930), p. 589 ritiene che il vantaggio per i vecchi azionisti derivante dalla possibilità (per la società) di accedere a capitale a condizioni favorevoli, più che compensasse la diluizione subita dalle proprie partecipazioni.

²⁷⁸ V. *supra* cap. primo, para. II.1.

²⁷⁹ Cfr. V. Morawetz, *The Preemptive Right of Shareholders*, in 42 *Harv. L. Rev.* 186 (1928), p. 191. Il problema verrebbe risolto compiutamente, infatti, solo se le azioni non sottoscritte venissero collocate sul mercato al loro pieno valore teorico.

flessibilità per gli emittenti nella raccolta di capitali, assumendo che l'applicazione dei generali obblighi fiduciari degli amministratori all'operazione in questione sia sufficiente a salvaguardare la posizione patrimoniale²⁸⁰.

Nell'ordinamento americano il diritto di opzione è oggi una clausola c.d. *opt-in*, dal momento che non assume mai le caratteristiche di regola imperativa e nemmeno di soluzione di *default*, trattandosi invece di una clausola statutaria che le parti sono libere di inserire²⁸¹. Malgrado si tratti di una soluzione non rara nelle società chiuse, è pressoché inesistente nelle società quotate²⁸². Lo scetticismo e l'ostilità della prassi americana non bastano naturalmente per indurre a ritenere che si tratti di una norma inefficiente, inefficace o obsoleta se applicata agli emittenti quotati, dal momento che il fatto che questi non si mostrino mediamente inclini ad adottare una clausola può essere dovuto a svariate ragioni, talora indipendenti dal contenuto della stessa e legate invece al processo di formazione e modifica dei documenti

²⁸⁰ V. sul punto H. Drinker Jr., *The Preemptive Right of Shareholders to Subscribe to New Shares*, 43 *Harv. L. Rev.* 586 (1930), p. 601.

²⁸¹ Si noti peraltro come l'opinione prevalente sembri esprimersi a favore anche dell'attribuzione del diritto solo a taluni azionisti essendo uno strumento liberamente disponibile dall'autonomia delle parti. Così M. Ventoruzzo, *Issuing New Shares and Preemptive Rights: a Comparative Analysis*, 12 *Rich. J. Global L. & Bus.* 517 (2013), p. 522.

²⁸² Si noti, peraltro, che l'assenza della clausola attributiva del diritto di opzione in statuto non precluderebbe un'offerta volontaria di questo tipo da parte dell'emittente, v. tuttavia B. Eckbo, *Equity Issues and the Disappearing Rights Offer Phenomenon*, 20 *J. Applied Corp. Fin.* 72 (2008), p. 73, "pure rights offers by public firms in the U.S. have essentially disappeared since the late 1970s", notando peraltro come anche presso le borse di Londra e Hong Kong vi sia stato un calo di tali offerte. In senso conforme, limitatamente all'ordinamento americano, v. anche C.G. Holderness, J. Pontiff, *Shareholder Nonparticipation in Valuable Rights Offerings: New Findings for an Old Puzzle*, 120 *J. Fin. Econ.* (2016), p. 252 che affermano come negli Stati Uniti e in Canada le offerte in opzione siano molto rare rispetto a paesi come l'Italia, dove tuttavia va sottolineato che il fatto che la scelta sulla struttura dell'operazione non sia interamente rimessa all'emittente può inficiare il risultato della rilevazione. Si veda anche la ricostruzione di P. Gualtieri et al., *L'attualità del diritto di opzione negli aumenti di capitale di società quotate*, in *AGE*, 2017, p. 225 che sfocia nell'affermazione che lo scarso utilizzo dell'istituto nella pratica ha determinato, a partire dall'ultimo decennio del secolo scorso, anche sostanziale disinteresse da parte degli studi americani per la materia. V., infine, R.W. Hamilton, *The Law of Corporations* (West Publishing Company, 5th ed. 2000), p. 196.

societari. In particolare, la formulazione di un argomento basato sulle valutazioni del mercato in tema di statuti societari, postulerebbe che nel processo di ammissione alla quotazione di una società che abbia deciso di rivolgersi al mercato del capitale di rischio, lo statuto sia il risultato di un processo di negoziazione ad armi pari che abbia ad oggetto la società (nella persona, presumibilmente, del socio-fondatore e del management, qualora le due figure non coincidano) e gli investitori. Secondo tale logica, conosciuta come *contractarian theory*²⁸³, il mercato, nei fatti, valorizzerebbe le società con meccanismi di governo societario virtuosi, con conseguente beneficio per i corsi di borsa di queste ultime, determinando quindi un incentivo a dotare gli statuti di disposizioni che riducano i costi di *agency* e tutelino le minoranze²⁸⁴ quali, in ipotesi, strumenti antidiluitivi nel contesto di emissioni di nuove azioni. Allo stesso modo, gli amministratori – e in generale gli *insider* – sarebbero spinti ad adottare cambiamenti volti a migliorare il governo societario anche delle società già quotate con benefici, tra gli altri, per gli azionisti “dispersi”, trattandosi naturalmente di un mezzo al servizio del fine di ottenere una ricaduta positiva sui prezzi delle azioni²⁸⁵. Il vantaggio di tale approccio mercatistico, se adeguatamente supportato nella pratica, rispetto a quello basato sulle norme imperative, sarebbe evidente, dal momento che ciascuna norma imperativa comporta un costo. Si eviterebbe, infatti, l'imposizione dello stesso alle situazioni che non lo necessitano, consentendo alle parti di strutturare il proprio statuto in piena autonomia e sulla base delle rispettive prerogative. Le rilevazioni empiriche non hanno tuttavia offerto supporto all'applicazione della tesi “negoziale/mercatistica” agli statuti societari, ossia con riferimento ai

²⁸³ V., tra l'altro, Y.H. Lin, *Controlling Controlling-Minority Shareholders: Corporate Governance and Leveraged Corporate Control*, 2017 *Colum. Bus. L. Rev.* 453 (2017), p. 482 che definisce l'approccio come caratterizzato da una tesi di fondo che sostiene l'esistenza di un contratto tra *insider* e *outsider*.

²⁸⁴ In questo senso si veda M. Klausner, *Fact and Fiction in Corporate Law and Governance*, 65 *Stanford Law Review* 1325 (2013), p. 1327 che, pur non riferendosi espressamente all'ipotesi dell'emissione di nuove azioni, rileva come tale teoria – se condivisa – dovrebbe avere nella fase antecedente la quotazione della società la propria massima espressione.

²⁸⁵ M. Klausner, *Fact and Fiction in Corporate Law and Governance*, 65 *Stanford Law Review* 1325 (2013), p. 1328; si rileva, inoltre, come questo approccio disincentiverebbe anche possibili abusi da parte degli amministratori in sede di approvazione di operazioni volte a soddisfare i propri interessi.

momenti successivi alla quotazione – enfatizzando la scarsa efficacia degli *outsider* nel proporre questo tipo di modifiche – sia in merito alla fase antecedente, affermando che gli statuti delle società “quotande” siano sostanzialmente privi di disposizioni significative in tema di governo societario e si discostino in misura molto marginale dai relativi precedenti e dalle clausole standard ivi contenute, anche in ragione della prerogativa degli investitori che appaiono maggiormente interessati al valore del *business* sottostante rispetto alle regole che disciplinano il funzionamento sociale²⁸⁶. In tema di diritto di opzione, peraltro, l’argomento è fortemente corroborato dal fatto che, anche considerando le diverse ipotesi di non obbligatorietà dell’istituto, la soluzione di *default* – pur derogabile – non lo prevede, richiedendo di conseguenza un impulso alle parti che se ne vogliano avvalere²⁸⁷. Senza

²⁸⁶ V. da ultimo M. Klausner, *Fact and Fiction in Corporate Law and Governance*, 65 *Stanford Law Review* 1325 (2013), pp. 1329 che, tra l’altro ricostruisce gli studi sul punto e aggiunge a quanto riportato nel testo che le uniche clausole che si discostano dai modelli sono quelle relative ai c.d. *staggered boards*, le quali, prevedendo il rinnovo scagionato del consiglio di amministrazione, disincentivano scalate e cambi di controllo ostili e sono pertanto considerate non solo non virtuose ma addirittura penalizzanti per il valore della società. V. anche *id*, p. 1369 dove lo studio conclude ribadendo il concetto che “[t]he IPO charter is not the fount of innovation and customization that the contractarian theory implied it would be. It is instead a plain vanilla document that commits management to default rules, and often to a staggered board as well”. Si vedano le precedenti analisi empiriche di R. Dainers, M. Klausner, *Do IPO Charters Maximize Firm Value? Antitakeover Provisions in IPOs*, 17 *J. L. Econ. & Org.*, 83 (2001), p. 95 e J.C. Coates IV, *Explaining Variation in Takeover Defenses: Blame the Lawyers*, 89 *Calif. L. Rev.* 1301(2001), in generale e in particolare pp. 1353, 1377. Cfr. anche Y.H. Lin, *Controlling Controlling-Minority Shareholders: Corporate Governance and Leveraged Corporate Control*, 2017 *Colum. Bus. L. Rev.* 453 (2017), p. 483-485 sullo scarso impatto delle regole di governo societario a favore degli *insider* in sede di determinazione del prezzo delle azioni in fase di IPO.

²⁸⁷ Tale spunto sembra quindi quantomeno ridimensionare l’applicazione al caso concreto della tesi circa la maggiore efficacia della *contractarian theory* alla fase antecedente la quotazione, dal momento che gli investitori potenzialmente interessati ridurrebbero il corrispettivo offerto per azione in presenza di clausole statutarie a favore degli *insider*; in merito alla ricostruzione di tale teoria Y.H. Lin, *Controlling Controlling-Minority Shareholders: Corporate Governance and Leveraged Corporate Control*, 2017 *Colum. Bus. L. Rev.* 453 (2017), p. 459. Applicando l’analisi all’ipotesi del diritto di opzione, infatti, emerge come la mancata attribuzione del diritto non sarebbe probabilmente percepita come una decisione a favore degli *insider* ma semplicemente come una perpetuazione dello *status* originario. Per la stessa ragione l’assenza della regola non sarebbe soggetta alla ratifica successiva

indagare in questa sede le cause di tale insuccesso, è bene sottolineare come l'analisi destituisca in partenza ogni possibile argomento che muova dall'assenza del diritto di opzione negli statuti delle società quotate per criticarne l'opportunità²⁸⁸. Al contrario, l'esperienza americana è utile al fine di corroborare il convincimento circa la disponibilità di strumenti alternativi al diritto di opzione, nella già affermata ottica di primarietà della funzione patrimoniale²⁸⁹.

Le riflessioni comparate sull'istituto, quindi, si fonderanno principalmente su valutazioni circa l'efficienza e l'efficacia del medesimo, nonché sull'effettiva opportunità del medesimo in ragione degli interessi tutelati e delle aspettative degli azionisti degli emittenti quotati.

Nell'esperienza americana, la non obbligatorietà delle offerte in opzione – né a livello normativo né a livello statutario – non preclude in astratto all'organo decisorio dell'emittente di optare per un'offerta delle azioni in opzione che, nei relativamente rari casi in cui viene adottata, assume la forma dei c.d. *rights offerings*²⁹⁰. In particolare,

all'IPO delle norme a favore degli *insider* da parte degli investitori, che *Institutional Shareholder Service* ha suggerito come modifica normativa in un recente report; cfr. *ISS Releases 2016 Benchmark Policy Updates*, disponibile a <https://www.issgovernance.com/iss-releases-2016-benchmark-policy-updates-2/>. Si noti peraltro come si sia affermato che a partire dalla seconda metà del primo decennio del nuovo millennio i *manager* si siano mostrati più recettivi rispetto alle istanze degli azionisti, pur in fasi successive alla quotazione: tali risultati – circoscritti prevalentemente all'ambito degli amministratori indipendenti – non sono tuttavia sembrati sufficienti per corroborare la tesi *contractarian* (e, in particolare, circa l'efficienza del mercato nell'adozione delle regole di governo societario), anche in ragione del particolare ambito di applicazione, dal momento che sembrano legati anche a un generale cambiamento della percezione della figura degli amministratori indipendenti; sul punto v. M. Klausner, *Fact and Fiction in Corporate Law and Governance*, 65 *Stanford Law Review* 1325 (2013), p. 1362.

²⁸⁸ V. *infra*.

²⁸⁹ In questo si veda in particolare A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013 p. 27 che inquadra i rilievi comparati in un più ampio contesto volto ad applicare il concetto di alternatività degli strumenti alla disciplina dell'esclusione semplificata dell'opzione di cui al secondo comma del quarto periodo dell'art. 2441 del codice civile italiano. L'A., tra l'altro, enfatizza la necessità di individuare protezioni per gli azionisti che siano ispirate ai concetti di proporzionalità e adeguatezza.

²⁹⁰ V. M. Massa et al., *Rights Offerings, Trading, and Regulation: a Global Perspective*, 3 (Insead Working Paper No. 2013/120/FIN) (October 2013), p. 2 che precisano

si è rilevato come si tratti di una soluzione particolarmente apprezzata dalle imprese in crisi.²⁹¹ A livello empirico, utile per fornire quantomeno un'idea della dimensione del fenomeno, è stato riscontrato come nell'intervallo 1982-2003, su un totale di 8709 offerte di *equity* negli Stati Uniti, 333 abbiano assunto la forma dei *rights offering*²⁹². Più recentemente, uno studio in corso di pubblicazione, ha riportato risultati grossomodo coerenti, rilevando 449 *rights offering* su un totale di 9900 offerte di azioni nell'intervallo 1996-2019²⁹³. Questo, tuttavia, pone una significativa incertezza in merito a tutti gli studi empirici che analizzano gli effetti economici – soprattutto in tema di percezione da parte del mercato – di tali offerte dei diritti. Si tratta infatti di un'evidente differenza, in particolare in tema di selezione avversa, rispetto al caso italiano dove gli emittenti optano per le offerte in opzione perché in adempimento alle leggi applicabili che la pongono come a regola di *default*.

2. L'allocazione dei poteri

Il secondo elemento di distonia tra l'ordinamento americano e quello italiano (ed europeo) concerne l'allocazione dei poteri in sede di delibera di emissione di nuove azioni. Negli Stati Uniti, infatti, si tratta di una prerogativa del consiglio di amministrazione dell'emittente²⁹⁴,

come una preziosa caratteristica di tali diritti (dalla prospettiva degli azionisti) sia la possibilità di scambiarli sul mercato.

²⁹¹ V., *ex multis*, in generale N. D. Ursel, *Rights Offerings and Corporate Financial Condition*, 35 *J. Fin. Management* 2006, p. 31 ss.

²⁹² B. Espen Eckbo, R.W. Masulis, O. Norli, *Security Offerings in Handbook of Corporate Finance* (a cura di B. Espen Eckbo), Amsterdam, 2007, p. 233-273.

²⁹³ T. Vos, *Cheap-stock Tunneling in US Rights Offerings: Empirical Evidence and Policy Implications*, Jan Ronse Institute for company and financial law working paper no. 2021/02, disponibile a https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3919870, p. 6.

²⁹⁴ Il principio è stato ribadito, tra l'altro, in una sentenza dei tribunali del Delaware; v. *In re Nine Sys. Corp. S'holders Litig.*, No. 3940-VCN, 2014 WL 4383127, a p. 28 (Delaware Court of Chancery, 4 settembre 2014), ove si legge che “*Delaware law endows the board – not a controller – with the exclusive authority to manage and direct the corporation’s business affairs, the foremost example of which is the power to issue stock*”; in senso conforme, precedentemente, anche la giurisprudenza di più alto grado dello stato *Grimes v. Alteon, Inc.*, 804 A.2d 256, 261 (Del. 2002) “*Taken together, these provisions confirm the board’s exclusive authority to issue stock and regulate a corporation’s capital structure*”.

accentuandosi quindi il profilo gestorio dell'operazione. Sembra ragionevole ritenere che sia così ulteriormente valorizzato l'aspetto finanziario della raccolta di capitale²⁹⁵, anche in considerazione dell'approccio nei confronti della *public firm* come strumento essenzialmente di investimento. Ulteriore conseguenza in tema di governo societario è che si acuisce il possibile contrasto tra azionisti e *management* in sede di approvazione dell'operazione, in virtù dei significativi effetti che la stessa può avere sulla struttura proprietaria dell'emittente in assenza di un coinvolgimento dell'assemblea²⁹⁶.

In questo senso, è prerogativa degli studi americani distinguere la fattispecie delle società controllate da quelle che coinvolgono soggetti corrispondenti al prototipo della *public corporation* con azionariato disperso o, quantomeno, che non hanno un azionista di controllo, rimarcandosi la eterogeneità della natura dei conflitti di *agency* che affliggono ciascun gruppo²⁹⁷. Proseguendo su tale introduzione, i

²⁹⁵ Si noti, infatti, che nonostante anche nell'ordinamento italiano la visione dell'aumento di capitale a pagamento come operazione di finanziamento sia fortemente valorizzata – come affermato nel capitolo precedente – il codice civile distingue in tema di attribuzione di poteri tra raccolta di capitale di rischio e raccolta di capitale di debito. L'emissione di obbligazioni, infatti, a differenza di quanto disciplinato per le azioni, non richiede più l'approvazione dell'assemblea straordinaria, a meno che non si tratti di obbligazioni convertibili. Quest'ultima distinzione appare ulteriormente significativa dal momento che la norma sembra distinguere in base al possibile impatto dell'operazione sulla compagine sociale, richiedendo in quest'ultimo caso il consenso dei soci. In merito al procedimento di emissione delle obbligazioni, si veda per tutti G.F. Campobasso, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, 2015, Milano, p. 528.

²⁹⁶ V. *infra* para I.4 alcuni casi nei quali l'emissione di azioni ha rappresentato lo strumento per perseguire obiettivi ulteriori, con un forte impatto sul governo societario.

²⁹⁷ Si veda, il già menzionato scritto di Z. Goshen, A. Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125 *Yale L.J.* 560 (2016), p. 564 (*supra* nt. 81 sullo stesso argomento). Si noti che la giurisprudenza del Delaware ha elaborato una definizione del concetto di controllo societario non dissimile da quella utilizzata nell'ordinamento italiano. A fianco del controllante di diritto – che esercita la maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea dell'emittente – è prevista anche la figura del controllante di fatto, ossia un azionista che pur non potendo esercitare la maggioranza dei diritti di voto, è comunque in grado di ingerirsi in maniera significativa sulla gestione della società. Si veda sul punto la datata ma frequentemente richiamata espressione in *Kahn v. Lynch Communication Systems*, 638 A.2d 1110, 1113-1114 (Del. 1994) che fanno riferimento a un soggetto che “*exercises control over the business affair of the corporation*”; più recentemente v. l'analisi sullo status del controllante di minoranza *Reith v. Lichtenstein*, No. 0277-MTZ,

più autorevoli autori, nella dicotomia tra azionisti e *management* che caratterizza le tensioni di agency, hanno posizionato gli azionisti di controllo nel secondo gruppo, in ragione della ragionevole assunzione che appartengano agli *insider*, sia a livello generale sia soprattutto nel contesto della specifica operazione di volta in volta presa in considerazione²⁹⁸. Si noti che, nonostante, la fattispecie della società controllata non sia dissimile dall'omologa italiana – dal momento che in entrambi i casi vi è un azionista che generalmente esercita un'influenza dominante sulle decisioni assembleari tra le quali l'elezione del consiglio di amministratore e l'approvazione, ove richiesta, dell'emissione di nuove azioni – sembra interessante rimarcare che negli Stati Uniti l'approccio nei confronti delle azioni a voto plurimo è significativamente più flessibile, risultando in una maggiore facilità per il mantenimento della posizione di controllo in seguito alla quotazione in borsa²⁹⁹, senza che questo necessariamente

2019 WL 2714065, p. 21-23 (Delaware Court of Chancery, 28 giugno 2019) e, in dottrina, Z. Goshen, A. Hamdani, *Corporate Control, Dual Class and the Limits of Judicial Review*, 120 *Colum. L. Rev.* 941, 953 (2020) che definiscono le prerogative del controllante, in senso ampio, come “*rights to decide on the business direction of a company ranging from day-to-day operational to strategic management decisions*”.

²⁹⁸ Si vedano tra gli altri, L.A. Bebchuk, K. Kastiel, *The Perils of Small-minority Controllers*, 107 *Georgetown Law Journal* 1453 (2019), p. 1465 che considerano il socio di controllo (ancorché facendo riferimento al particolare caso delle società che adottino *dual-class structures*) il centro decisionale della società; E. Ferran, L.C. Ho, *Principles of Corporate Finance Law*, Oxford, 2017, p. 205. Si noti, peraltro, come un simile approccio sia stato utilizzato anche nel capitolo I, nel trattare le stesse tematiche dalla prospettiva dell'ordinamento giuridico italiano.

²⁹⁹ Negli Stati Uniti, infatti, l'assenza di un limite al numero di diritti di voto esercitabile da ciascuna azione, risulta in un numero significativo di casi nei quali l'azionista di controllo detiene un decimo delle azioni. Sul punto si veda, in particolare, l'analisi empirica di L.A. Bebchuk, K. Kastiel, *The Perils of Small-minority Controllers*, 107 *Georgetown Law Journal* 1453 (2019), p. 1454, che ha consentito di rilevare che “*over 80% of dual-class controllers can retain a lock on control with less than a 10% equity stake, and a sizable fraction of those controllers can even still retain control with less than a 5% equity stake*”. Circa l'opportunità di una regola che non ponga limiti al rafforzamento del diritto di voto, vi è un intenso confronto di opinioni nella dottrina americana: v., in particolare, lo studio di L.A. Bebchuk, K. Kastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, 103 *Va. L. Rev.* 585 (2017) pp. 549-549 e 609-613 che espongono il dibattito ed esprimono un punto di vista fortemente critico nei confronti dell'attuale approccio americano nonché la ricostruzione di G. Min, Y.R. Kim, *Insulation by Separation: When Dual-Class Stock Met Corporate Spin-offs*, 10 *U.C. Irvine L. Rev.* 1 (2019), pp. 27-28. Si veda altresì P. Marchetti, *Provvedimenti emergenziali (c.d. decreto “Semplificazioni”) ed aumento di*

scaturisca un obbligo per l'azionista di controllo ad un ulteriore sforzo economico o preclusione alla società nella raccolta di ulteriori mezzi propri. Tali riflessioni complessivamente considerate, unite alla già menzionata assenza del diritto di opzione, inducono in generale a ritenere *prima facie* che nel contesto di emissioni di nuove azioni, negli Stati Uniti gli azionisti abbiano strumenti più limitati rispetto all'Italia. La riflessione sembra non mutare qualora si faccia riferimento anche a minoranze qualificate (o addirittura a soggetti che arrivino anche a detenere complessivamente la maggioranza delle azioni emesse), in ragione sia dell'assenza del diritto di voto sull'operazione sia dell'eventualità che anche l'influenza sulle (poche) materie di competenza assembleare risulti bloccata da meccanismi che alterino il principio *one share one vote* che consentano a uno o più soggetti di esercitare la maggioranza dei diritti di voto pur senza detenere la maggioranza delle azioni. In aggiunta, malgrado autorevole dottrina abbia assunto che nel contesto di un'emissione di nuove azioni gli amministratori siano soggetti all'influenza dell'azionista controllante e agiscano mossi dalla volontà di massimizzarne l'utilità economica³⁰⁰, questo elaborato prenderà in considerazione anche lo scenario opposto – riscontratosi recentemente nella pratica – nel quale la significativa discrezionalità dell'organo amministrativo sia utilizzata a danno del soggetto controllante³⁰¹.

È tuttavia improprio affermare che negli Stati Uniti gli azionisti siano completamente esclusi dal processo di approvazione, dal momento che l'insieme delle regole applicabili all'operazione in questione da parte di una società quotata disciplina due casi nei quali è richiesto il loro voto favorevole, la cui fonte risiede rispettivamente nelle norme di diritto societario e nei regolamenti borsistici. Entrambe le situazioni, di seguito analizzate, sono legate al superamento di determinati limiti quantitativi e ciascuna di esse appare di per sé insufficiente a garantire un'adeguata tutela agli *outsider*.

capitale, in *Riv. Soc.*, 2020, p. 1166 che afferma come il progetto di dell'introduzione "a tutto campo" delle azioni a voto plurimo nell'ordinamento italiano sia stato preso in considerazione, e poi – forse momentaneamente – abbandonato, nel contesto della legislazione emergenziale a seguito del Covid-19.

³⁰⁰ Così, J.M. Fried, H. Spamann, *Cheap-Stock Tunneling Around Preemptive Rights*, 137 J. Fin. Econ. 353 (2020), p. 355.

³⁰¹ V. *infra*, para I.4.

(a) La principale fonte legislativa del Delaware in materia di diritto societario, il Delaware General Corporation Law (DGCL) pone il voto degli azionisti della società come condizione necessaria al completamento dell'operazione qualora l'emissione di nuove azioni risulti nel superamento del numero di azioni autorizzate dallo statuto³⁰². Nel rispetto di tale limite, al contrario, l'operazione di finanziamento tramite capitale di rischio è prerogativa degli amministratori, corroborando così il convincimento che l'ordinamento americano assuma che un'emissione di nuove azioni acquisisca i caratteri di operazione straordinaria soltanto qualora ecceda il limite statutario, la cui previsione può essere interpretata come una preventiva autorizzazione assembleare. Questa considerazione – che, forse forzatamente, consente di riassumere lo scenario delineato come l'iscrizione in statuto di un potere dell'organo amministrativo di emettere nuove azioni nel rispetto di un limite quantitativo – induce lo studioso italiano al paragone con la disciplina della delega agli amministratori disciplinata dall'articolo 2443 del Codice Civile. L'esercizio è, tra l'altro, reso ancor più spontaneo dalla più recente formulazione della regola italiana, che consente di rimettere agli amministratori non solo la decisione sull'aumento del capitale, ma anche quella sulla prevalenza in concreto dell'interesse sociale nei relativi casi di esclusione o limitazione dell'opzione³⁰³.

Le differenze tuttavia sono non trascurabili. Negli Stati Uniti, infatti, gli amministratori possono “disporre” delle azioni autorizzate senza limiti temporali, in maniera diversa dalla durata massima quinquennale che il codice civile impone per la delega. Differentemente dall'ordinamento americano dove il diritto di opzione è escluso “di *default*”, inoltre, la disciplina italiana, consente di escludere il diritto di opzione solo con ulteriore (anche collegata) delibera

³⁰² V. DGCL § 161. Tale regola trova la propria premessa nella distinzione tra *authorized shares* dallo statuto e *issued shares*, intendendosi nel primo caso il numero massimo di azioni che la società può emettere (a meno, ovviamente, di non modificare la previsione statutaria) e nel secondo le azioni che la effettivamente emesse.

³⁰³ In merito alla disciplina dell'art. 2443 del codice civile si vedano i riferimenti *supra* nel cap. primo para II.1 e III.3 e il recente contributo di G. Sandrelli, *Delega ad aumentare il capitale e aumenti delegati con e senza diritto di opzione: questioni aperte*, in *Age*, 2017, pp. 307 e ss. sull'esclusione dell'opzione (oltreché in generale per un'analisi dell'istituto).

assembleare, con gli oneri motivazionali ed informativi sopra ricordati; in particolare, qualora in tale sede si decida di attribuire la decisione sull'esclusione dell'opzione agli amministratori, sembra necessario dettagliare ulteriormente le caratteristiche dei benefici (dalla prospettiva dell'emittente) che consentano il sacrificio dell'opzione al momento dell'emissione³⁰⁴. In altre parole, mentre in Italia la possibile diluizione partecipativa degli azionisti ad opera degli amministratori può avvenire, nei fatti, solo a seguito di un procedimento di delibera assembleare che, ancorché ampli notevolmente la discrezionalità dell'organo gestorio rispetto al passato, richiede uno specifico ulteriore impulso deliberativo agli azionisti collegato all'operazione (o, quantomeno, non del tutto a sé stante), il diritto societario americano non individua in tale sede un presidio di questo tipo.

La prassi sembra confermare questa tesi circa la diversa attribuzione dei poteri, e il diverso coinvolgimento dell'organo assembleare, nei due sistemi giuridici. Un dettagliato studio empirico relativamente recente ha infatti misurato il rapporto tra le azioni autorizzate dallo statuto e quelle effettivamente già emesse al momento della quotazione in borsa, prendendo come campione tutte le società che si sono quotate nel 2009³⁰⁵. Il valore emerso, come media, è un rapporto di 5.79, che significa che successivamente all'IPO gli amministratori avrebbero potuto emettere in media ancora un numero di azioni pari a quasi cinque volte quello delle azioni già emesse senza dover far ricorso all'approvazione dei soci. In altre parole, malgrado la norma possa apparire non dissimile da un richiamo a una decisione assembleare sull'operazione, il contenuto viene sostanzialmente svuotato nella prassi operativa. Tale risultato è peraltro coerente con quanto affermato *supra* in relazione agli incentivi delle parti in sede di quotazione sui mercati mobiliari: lo statuto della società quotanda scaturisce infatti dal forte interesse del socio fondatore (o, in ogni caso, del socio di controllo al momento dell'ingresso in borsa) a inserire clausole che ne amplifichino i poteri nella futura vita societaria (quali

³⁰⁴ Così G. Sandrelli, *Delega ad aumentare il capitale e aumenti delegati con e senza diritto di opzione: questioni aperte*, in *Age*, 2017, pp. 310 che fa riferimento a “le tipologie o classi di ‘vantaggi patrimoniali’ che la società potrà in futuro acquisire se e quando la delega sarà esercitata”. Si noti, peraltro che il requisito, ancor più stringente e necessita di ulteriore specificazione, qualora la delega abbia ad oggetto un'operazione già delineata (*Id.*, p. 313).

³⁰⁵ V. M. Ganor, *The Power to Issue Stock*, 46 *Wake Forest L. Rev.* 701 (2011), p. 740.

senza dubbio una significativa discrezionalità, tra l'altro, nell'emissione di nuove azioni con conseguente alterazione della compagine sociale), nella prospettiva eventuale di mantenere un ruolo centrale nell'emittente. Tale spinta non è adeguatamente controbilanciata da un interesse in direzione opposta ma di simile intensità da parte degli investitori (come sarebbe invece logico attendersi) il cui interesse principale è rappresentato dal corrispettivo delle azioni. Riassumendo (e semplificando), le logiche di mercato non sembrano condurre a un risultato soddisfacente circa il punto specifico.

È stato rilevato come l'esistenza giuridica di questa riserva di azioni a disposizione degli amministratori potenzialmente utilizzabile per fini molteplici (quali l'alterazione del bilanciamento dei diritti di voto ma anche la cessione della società o la difesa della stessa da tentativi di scalata da parte di investitori ostili agli amministratori) possa risultare sia in una scarsa propensione degli stessi a farne uso per operazioni gestionali – utilizzando il più possibile strumenti alternativi all'emissione di nuove azioni, anche qualora meno efficienti – sia nell'incentivo ad aumentarne la dimensione attraverso, tra l'altro, operazioni di riacquisto di azioni proprie³⁰⁶. In altre parole, talune decisioni sarebbero influenzate da temi di *agency*, collocandosi quindi l'emissione di nuove azioni anche nel possibile conflitto di interessi tra maggioranza e minoranza. In questo senso, infatti, si nota che in presenza di un azionista di maggioranza, o quantomeno controllante di fatto, il ruolo di tale presidio risulterebbe frustrato dalla possibilità per tale soggetto di conseguire una modifica dello statuto in maniera sostanzialmente indipendente dal consenso delle minoranze. Si ritiene quindi di aderire all'autorevole critica mossa all'efficacia di questo limite quantitativo, destrutturato dalla prassi societaria e, nei fatti, facilmente maniponabile dalle maggioranze societarie³⁰⁷. Appare ragionevole caratterizzare la funzione dell'indicazione nello statuto del numero di azioni autorizzate come, al più, informativa nei confronti del mercato in merito alle possibili emissioni potenzialmente eseguibili dalla società posto che, avendo riguardo dei risultati della ricerca empirica di cui *supra*, anche tale valore sembra limitato.

³⁰⁶ M. Ganor, *The Power to Issue Stock*, 46 *Wake Forest L. Rev.* 701 (2011), p. 743.

³⁰⁷ M. Ventrizzo, *Issuing new shares and preemptive rights: a comparative analysis*, 12 *Rich. J. Global L. & Bus.* 517 (2013), p. 519.

(b) Il secondo limite trova la propria fonte nei principali regolamenti borsistici americani tra cui in particolare il NYSE, che richiedono il voto favorevole degli azionisti qualora il numero di nuove azioni ecceda il 20% di quelle già in circolazione prima dell'emissione³⁰⁸. Tale norma sembra più efficace di quella precedente nella tutela degli equilibri della compagine sociale complessivamente considerati, quantomeno da un punto di vista temporale – dal momento che prevede che il voto debba essere espresso immediatamente a ridosso dell'emissione – e da un punto di vista quantitativo, poiché condiziona il voto all'eccedenza di un limite calcolato come frazione delle azioni già emesse (e come tale indicativo della *magnitudo* dell'operazione sugli assetti proprietari) e non di una soglia assoluta e arbitrariamente individuata in precedenza dall'emittente stesso. Tali riflessioni sembrano coerenti con la *ratio* della regola che, differentemente dalla prima, si propone di evitare stravolgimenti della struttura proprietaria in assenza del consenso assembleare. Anche questo presidio, tuttavia, non appare impermeabile a critiche sia da un punto di vista sostanziale sia da un punto di vista formale.

La norma, infatti, nel suo complesso prevede la regola e, tra l'altro, un'eccezione alla stessa in presenza di offerte di azioni rivolte al mercato e aventi come corrispettivo un conferimento in danaro, a patto che non ne consegua un cambio di controllo dell'emittente³⁰⁹. Malgrado la *ratio* della regola sia chiara – consentire alla società una maggiore flessibilità e rapidità nel cogliere le opportunità offerte dal mercato limitando il potere degli amministratori di emettere un “blocco” di azioni a favore in un investitore – non si può fare a meno di sottolineare come si presti alla critica che la posizione di un azionista significativo possa essere diluita notevolmente senza che questi sia provvisto sostanzialmente di alcun presidio o strumento di opposizione. Una seconda esenzione al passaggio in assemblea è prevista nel caso di emissioni di azioni il cui corrispettivo, in denaro, sia almeno pari al valore di mercato delle azioni ante emissione (sempre

³⁰⁸ Si veda in particolare NYSE, Inc., Listed Company Manual § 312.03 (c) e (d), che dispone lo stesso requisito; si noti che il Nasdaq adotta una disposizione analoga, cfr. NASD Rule 5635.

³⁰⁹ V. NYSE, Inc., Listed Company Manual § 312.03 (c), secondo paragrafo e § 312.03 (d).

a meno che l'emissione non determini un cambio di controllo della società)³¹⁰. In questo scenario la discrezionalità degli amministratori nell'influenzare la struttura proprietaria della società è ulteriormente ampliata, con il solo vincolo di mantenere inalterato il valore di mercato delle azioni. Si noti, peraltro, come non sembri richiesta una parità di trattamento tra i vecchi azionisti né alcun onere giustificativo a carico degli amministratori di "discriminazioni" all'interno della compagine sociale, a patto che non vi siano conflitti di interesse³¹¹. Appare, quindi, che siano le eccezioni stesse a compromettere l'efficacia precettiva della norma. In senso più ampio, è anche il complessivo assetto della norma – unito alla sua fonte – a destare perplessità³¹². Osservando la struttura da una prospettiva critica, infatti, sembra che questa sia ampiamente idonea a tutelare la posizione posizione del controllante e, di seguito, degli azionisti più significativi. Logicamente, infatti, ogni azionista può concorrere con il proprio voto alla formazione della volontà assembleare e la norma, di fatto, si limita a considerare l'espressione di volontà assembleare a maggioranza semplice, risultando uno strumento nelle mani dei c.d. "soci forti". Malgrado non si possa certo definire questa caratteristica una peculiarità nel diritto societario, sembra più interessante invece collocare il rilievo nell'alveo dei regolamenti borsistici. In tale sede, infatti, ci si aspetterebbe una maggior tutela per gli azionisti investitori – titolari di partecipazioni infinitesimali che delineano la proprietà dispersa – il cui rapporto con la società si sviluppa solo attraverso il mercato e i cui incentivi, teoricamente, dovrebbero essere allineati a quelli di quest'ultimo³¹³. Costoro, nei fatti, sono provvisti di strumenti molto limitati, malgrado, al di là dell'aspetto patrimoniale – che in ogni caso non è impermeabile a queste operazioni e ai possibili conseguenti

³¹⁰ Si veda la stessa norma citata al punto precedente.

³¹¹ In merito alla differenza con l'ordinamento italiano – in particolare con la medesima fattispecie della nota precedente nella quale, in aggiunta ai presidi di cui sopra, sembra richiesto l'adempimento di un ulteriore e specifico onere giustificativo qualora alcuni, ma non tutti, vecchi azionisti siano destinatari dell'emissione, si veda *infra* para IV.

³¹² Si noti come tali critiche prescindono dalla, forse doverosa, premessa che non presumibilmente non ai regolamenti borsistici che deve essere delegata la tutela dell'azionista dai fenomeni di diluizione.

³¹³ Si veda *supra*, cap. primo, para I, l'analogo autorevole rilievo di A. Mazzoni, *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, Giur. Comm., 1998, p. 488 riferito al mercato italiano.

mutamenti di governo societario dell'emittente – si possa individuare un interesse dei risparmiatori (e in senso più ampio del mercato in un'ottica di informazione e trasparenza), a limitare la discrezionalità dell'organo gestionale nel mutare il controllo dell'emittente.

Da un punto di vista procedurale, invece, la fonte della norma non appare del tutto convincente in tema di efficacia. Un recente caso di conflitto tra consiglio di amministrazione e azionista di controllo (di fatto) della società ha messo in evidenza la scarsa valenza applicativa della norma, dal momento che non sembra essere stata rispettata nell'emissione³¹⁴. La vicenda ha da un lato corroborato la tesi pratica circa la scarsa valenza applicativa della norma³¹⁵ e dell'altro indotto i primi commentatori a non fare eccessivo affidamento su tali regole che, in aggiunta ai punti deboli sin qui menzionati, possono essere aggirate attraverso il *delisting* dell'emittente³¹⁶.

³¹⁴ Si fa riferimento al caso, analizzato diffusamente nel paragrafo I.4, della lotta per il controllo di CBS Corp. (“CBS”), nel quale il *board* aveva tentato di diluire il principale azionista National Amusements, Inc. (“NAI”) che al tempo controllava direttamente o indirettamente la maggioranza assoluta dei diritti di voto. La disputa è stata oggetto di transazione (v. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/813828/000119312518269601/d622048dex10a.htm>), per cui non si dispone di una giurisprudenza delle Corti del Delaware sul punto. Si è ipotizzato che, dal momento che l'emissione di azioni era strutturata come dividendo, l'emittente avrebbe potuto far leva su una comunicazione del NYSE che affermava che “stock dividends and split” fossero esenti dalla c.d. “regola del 20%”; tale interpretazione, nei fatti, frusterebbe sia la *ratio* della regola sia, ragionevolmente, il significato della comunicazione dal momento che appare quantomeno dubitabile che quest'ultima avesse ad oggetto anche le distribuzioni di azioni non proporzionali (e, quindi, *dilutive*). Sul punto v. V. Lewkow et al., *Lessons From the CBS-NAI Dispute, Part III: Can Stockholders Rely on Stock Exchange Rules to Prevent Dilution of Their Voting and Economic Interest?*, Cleary Gottlieb (October 10, 2018), <https://www.clearmawatch.com/2018/10/lessons-cbs-nai-dispute-can-stockholders-rely-stock-exchange-rules-prevent-dilution-voting-economic-interests/>.

³¹⁵ Si veda sul punto il caso *Brady v. Calyon Securities (USA)*, 406 F. Supp.2d 307, 312 (S.D.N.Y. 2005) che, da ultimo, illustra la carenza dei poteri di *enforcement* da parte degli azionisti in merito alle citate norme contenute nei regolamenti di borsa che è dibattuto se abbiano forza di legge.

³¹⁶ V. Victor Lewkow et al., *Lessons From the CBS-NAI Dispute, Part III: Can Stockholders Rely on Stock Exchange Rules to Prevent Dilution of Their Voting and Economic Interest?*, Cleary Gottlieb (October 10, 2018), <https://www.clearmawatch.com/2018/10/lessons-cbs-nai-dispute-can-stockholders-rely-stock-exchange-rules-prevent-dilution-voting-economic-interests/>.

In conclusione, negli Stati Uniti il coinvolgimento degli azionisti nella decisione di una società quotata di emettere nuove azioni a pagamento è piuttosto limitato – a maggior ragione in una prospettiva di confronto con altri ordinamenti³¹⁷ – e ha scarsamente riguardo delle minoranze azionarie dal momento che, anche qualora l’approvazione dei soci sia richiesta, al fine di ottenerla è sufficiente il consenso della maggioranza. Il paragrafo successivo si propone quindi di indagare quali siano i presidi a favore degli *outsider* e gli strumenti da questi utilizzabili per evitare la diluizione della propria partecipazione.

3. I presidi a tutela dell’azionista nell’ordinamento americano

In assenza del diritto di opzione e del diritto di voto sulle operazioni di emissione di nuove azioni, l’ordinamento giuridico americano individua il principale strumento a tutela degli azionisti nella rigorosa applicazione alle operazioni in oggetto degli obblighi di corretta gestione degli amministratori alle operazioni in oggetto³¹⁸, sulla scorta del richiamato orientamento dottrinale che già individuava la

interests/ che affermano come la loro attività professionale li abbia portati in contatto con almeno una società disposta a violare le regole NYSE “in the context of a competitive M&A situation, after receiving advice as to the likelihood of an NYSE enforcement action and the likelihood of other trading markets developing in the event of a delisting”, v. altresì S. Davidoff Solomon, *Warren Buffett’s Lost Vote*, N.Y. Times, (Jan. 21, 2010), <https://dealbook.nytimes.com/2010/01/21/warren-buffetts-lost-vote/> che spiega come in assenza di un effettivo obbligo di quotazione, un’emittente possa prendere in considerazione tale estrema soluzione.

³¹⁷ Si veda, tra l’altro, E. Ferran, *Legal Capital Rules and Modern Securities Market – the Case for Reform, as Illustrated by the U.K. Equity Markets*, in *Capital Markets and Company Law*, (a cura di K.J. Hopt, E. Wymeersch), 2003, p. 116 che nota come il diritto societario solitamente allochi poteri agli azionisti in merito alle modificazioni della struttura del capitale della società.

³¹⁸ Così, M. Ventrone, *Issuing New Shares and Preemptive Rights: A Comparative Analysis*, 12 *Rich. J. Global L. & Bus.* 517 (2013), p. 518 che individua tali obblighi come necessario contrappeso alla maggiore autonomia di cui godono gli amministratori nel compiere tale operazione. Si veda anche A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013 p. 36 che distingue tra “regola fissa” (il diritto di opzione) e “regola mobile” (l’applicazione dei doveri fiduciari degli amministratori).

funzione dell'opzione in una sorta di liquidazione del danno patrimoniale derivato dalla responsabilità degli amministratori stessi³¹⁹.

Non sembra pertanto avventato ricostruire il processo argomentativo alla base della decisione di *policy* nel modo che segue: l'emissione di nuove azioni contro corrispettivo è un'operazione di finanziamento³²⁰ e, in senso più ampio, rientra nell'attività di gestione della società da parte degli amministratori; di conseguenza, è soggetta all'adempimento dei doveri che caratterizzano l'operato di questi ultimi nonché all'applicazione dei medesimi strumenti in ipotesi di inadempimento.

Pur non trattandosi della sede più idonea a studiare compiutamente i *fiduciary duties* che caratterizzano l'operato di *board of directors* e *officer* delle società quotate americane³²¹ – per il cui fine si rinvia alla sconfinata letteratura giuridica disponibile³²² – appare utile richiamare quantomeno la bipartizione tra *duty of care* e *duty of loyalty*³²³ e ricordare come sia ormai unanimemente riconosciuto che anche l'azionista di controllo, se presente, abbia *fiduciary duties* nei confronti della società³²⁴. Il primo, che merita solo un accenno ai fini del tema

³¹⁹ V. *supra*, para I.1.

³²⁰ Sui più ampi poteri attribuiti negli Stati Uniti agli amministrati in tema di reperimento delle risorse v. A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013 p. 38.

³²¹ Si noti che malgrado i *fiduciary duties* siano applicabili sia alla categoria dei *directors* che a quella degli *officers*, nel caso di specie si farà riferimento soltanto ai primi in ragione del fatto che ad essi è attribuito il potere di emettere nuove azioni a pagamento. In senso più ampio, talvolta si contrapporrà la categoria dei *manager* (senza ulteriore distinzione tra *directors* e *officers*) a quella degli azionisti sul modello di L.A. Bebchuk, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 *Harv L. Rev.* 833 (2005), p. 842.

³²² Si segnalano in particolare l'autorevole studio di R.C. Clark, *Corporate Law*, Boston, 1986, p. 123 ss., vera e propria pietra miliare dello studio dei *fiduciary duties* dei *manager* nell'ordinamento americano e, per un inquadramento in ottica comparata, M. Ventoruzzo et al., *Comparative corporate law*, St. Paul, 2015, p. 295 ss. Più recentemente v. anche il più sintetico ma completo studio di H. Spamman, S. Hirst, G. Rauterberg, *Corporations in 100 pages*, 2020, p. 35 ss.

³²³ In maniera ancor più precisa si veda I. Anabtawi, L. Stout, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders* in 60 *Stanford Law Review* 1255 (2008), p. 1262, che nella ricognizione dell'istituto affermano come l'insieme degli obblighi in capo ai *manager* siano raggruppabili in tali categorie.

³²⁴ V. sul punto I. Anabtawi, L. Stout, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders* in 60 *Stanford Law Review* 1255 (2008) p. p. 1265 ss. in merito ai *fiduciary duties* dell'azionista di controllo e al suo dovere di non trarre indebito vantaggio dalla

qui trattato, impone una sorta di dovere di diligenza nella gestione della società: dal punto di vista della condotta richiesta, gli amministratori hanno sostanzialmente il dovere di svolgere la propria attività con la medesima prudenza di una persona media che agisca nelle medesime condizioni³²⁵. Da un punto di vista pratico, tuttavia, le Corti del Delaware si sono mostrate estremamente permissive nel sindacare la conformità dell'operato degli amministratori a tale dovere, tanto che si ritiene autorevolmente che sia sostanzialmente impossibile che ne venga accertata la violazione³²⁶.

Più interessante, e pregno di contenuto ai fini dell'argomento in questione è il *duty of loyalty*, che impone un dovere di lealtà nei

propria posizione dominante all'interno della compagine sociale al fine di espropriare valore della società a danno degli azionisti di minoranza; nella stessa sede peraltro si argomenta come l'imposizione di obblighi fiduciari in capo ai soli azionisti di controllo fondi sulle criticabili assunzioni che gli azionisti di minoranza non abbiano il potere né gli incentivi per mettere in atto comportamenti opportunistici a danno della società (Id., p. 1261). V. anche la tassonomia delle *self-dealing transactions* (malgrado in tale contesto ci si riferisce evidentemente al solo *duty of loyalty*, come di seguito spiegato) di R.C. Clark, *Corporate Law*, Boston, 1986, p. 147, 148 che individua, tra l'altro, un requisito soggettivo nella presenza di un *insider* portatore di un interesse contrastante con quello della società, intendendo per tale figura indistintamente un *director*, un *officer* o un azionista di controllo. Per un contributo giurisprudenziale sui doveri dell'azionista di controllo si rinvia a *Jones v. H.F. Ahamanson & Co.*, 460 P. 2d (California Supreme Court 1969), p. 464.

³²⁵ V. H. Spamman, S. Hirst, G. Rauterberg, *Corporations in 100 pages*, 2020, p. 44.
³²⁶ Sul punto in senso conforme, tra gli altri, I. Anabtawi, L. Stout, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders* in 60 *Stanford Law Review* 1255 (2008) p. p. 1263 che notano come la soglia di *gross negligence* che è stata elaborata dalla giurisprudenza come requisito al fine di assolvere l'onere della prova dell'inadempimento del dovere di agire informati da parte degli amministratori abbia contribuito a questo risultato insieme all'applicazione della *business judgement rule* di cui *infra*. Così, precedentemente, anche L.A. Stout, *In Praise of Procedure: an Economic and Behavioral Defense of Smith v. Van Gorkom and the Business Judgement Rule*, in 96 *Nw. U. L. Rev.* 675 (2002), p. 680. Si veda anche R.C. Clark, *Corporate Law*, Boston, 1986, p. 125, 126 che afferma come la prassi giurisprudenziale talvolta porti a individuare il *duty of care* come versione sfumata del *duty of loyalty* nella misura in cui l'inadempimento richieda un onere della prova meno impegnativo e successivamente R.C. Clark, *Contracts, Elites and Traditions in the Making of Corporate Law*, 89 *Colum. L. Rev.* 1703 (1989), p. 1704 che rileva come la recente (al tempo) pronuncia *Smith v. Van Gorkom* aveva sostanzialmente liberalizzato l'inserimento in statuto di clausole che mettessero gli amministratori al riparo da ogni tipo di azione di responsabilità per violazione di tale *fiduciary duty*.

confronti della società nell'esercizio dei propri incarichi³²⁷. La struttura dell'ordinamento giuridico americano applica lo scudo rappresentato dalla *business judgement rule* (o, "BJR") che consiste in una presunzione che in assenza di conflitto di interessi da parte degli amministratori³²⁸ i termini dell'operazione siano corretti e li equipara, da un punto di vista delle conseguenze giuridiche, a quelli scaturiti da libere negoziazioni di mercato³²⁹. Nei fatti, tale presunzione è molto difficilmente ribaltabile e l'istituto si traduce nella non sindacabilità nel merito delle scelte gestorie³³⁰. L'eccezione è rappresentata soltanto dell'estremo caso di *waste*, scenario nel quale la transazione in oggetto rappresenti un tale pregiudizio economico per la società – alla stregua di un atto di liberalità³³¹ – che giustifica un intervento giudiziale pur in assenza di

³²⁷ Si veda l'efficace espressione di I. Anabtawi, L. Stout, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders* in 60 *Stanford Law Review* 1255 (2008) p. p. 1263 che, nel paragonare i due istituti affermano che “[i]n contrast fiduciary duty of loyalty has teeth” affermando, di contro, come il diritto societario americano comunque, a differenza di altri ramo del diritto quali *agency law* e *trust law*, abbia maggiore tolleranza dal momento che non impedisce del tutto questo tipo di operazioni in conflitto di interesse. V. anche J. Haas, *Corporate finance (Hornbook)*, St. Paul, 2014, p. 271, che individua una classificazione dei casi di applicazione del *duty of loyalty* e, per una pratica ricognizione dell'istituto, H. Spamman, S. Hirst, G. Rauterberg, *Corporations in 100 pages*, Independent Publishing, 2020, p. 38 che affermano come il caso paradigmatico, e più frequente, di inadempimento di tali doveri sia rappresentato dalle operazioni in conflitto di interesse.

³²⁸ Per una definizione giurisprudenziale della *business judgement rule* (applicabile sia al *duty of care* sia al *duty of loyalty*) v., *ex multis*, *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Delaware Supreme Court, 1984), p. 810 dove riporta la formulazione di un grado precedente (successivamente condivisa a p. 812) “the presumptions under the business judgment rule that a board's actions are taken in good faith and in the best interests of the corporation”.

³²⁹ In questo senso v. I. Anabtawi, *The Twilight of Enhanced Scrutiny in Delaware M&A Jurisprudence*, in 43 *Del. J. Corp. L.* 161 (2019), p. 169 che fa riferimento a “*price and terms of the deal*”.

³³⁰ Sull'impermeabilità delle scelte gestorie (che non rappresentino inadempimento agli obblighi fiduciari) al vaglio giudiziale v., *ex multis*, A.N. Licht, *Farewell to Fairness: Towards Retiring Delaware's Entire Fairness Review*, in *Delaware J. Corp. Law.*, forthcoming 2020, p. 15. Sul punto si veda, tra l'altro, *Lyondell Chemical Co. v. Ryan*, 970 A. 2d 235 (Delaware Supreme Court, 2009), p. 243 ove si afferma che “[d]irectors' decisions must be reasonable, not perfect”.

³³¹ Si veda sul punto S.M. Bainbridge, *Corporate Law*, St. Paul, 2015, pp. 126-127 che fa ipotizza uno scenario nel quale la sproporzione tra i corrispettivi versati dalle parti dell'operazione sia tale (e, chiaramente, a sfavore della società) da potersi parlare di “*gift of corporate assets serving no corporate purpose*”). In

conflitto di interesse e, almeno apparentemente, di carenza nell'assunzione di informazioni da parte dell'organo decisionale³³². Si noti che tale approccio pone una notevole enfasi sul processo che porta alla determinazione delle condizioni dell'operazione (nel caso in questione, ragionevolmente, l'ammontare dell'emissione, il prezzo di ciascuna azione e l'identità dei soggetti sottoscrittori)³³³. In questo senso si spiega quindi l'equiparazione del risultato di un processo che rispetti le caratteristiche richieste – in particolare in merito all'assunzione delle informazioni, alla diligenza e all'assenza di conflitto di interessi in capo ai soggetti deputati alla decisione – a quello ipoteticamente risultante dagli equilibri di mercato, considerato corretto: si assume, infatti, che un processo ottimale logicamente conduca a un risultato nel limbo della congruità³³⁴.

giurisprudenza v. *Espinoza v. Zuckerberg*, 124 A.3d 47 (Delaware Court of Chancery 2015), p. 67 dove si afferma che l'asimmetria sia tale che un soggetto razionale non accetterebbe di completare l'operazione. Sul punto v. anche I. Anabtawi, *The Twilight of Enhanced Scrutiny in Delaware M&A Jurisprudence*, in 43 *Del. J. Corp. L.* 161 (2019), p. 192 che afferma come la dimostrazione della sussistenza di *waste* in un'operazione costituisca un esercizio complesso.

³³² A.N. Licht, *Farewell to Fairness: Towards Retiring Delaware's Entire Fairness Review* in *Delaware J. Corp. Law.*, forthcoming 2020, p. 34 che ricostruisce come recentemente la giurisprudenza abbia interpretato il concetto come prossimo alla (o indizio della) malafede degli amministratori. V. sul punto *Pennsylvania Trasp. Auth v. AbbVie Inc.*, 2015 WL 1753033 (Delaware Court of Chancery, 15 aprile 2015), p. 14, nt. 144 che rileva come la suprema giurisprudenza del Delaware abbia implicitamente affermato che il *waste* sia un atto di malafede (riferendosi alla sentenza *In re Walt Disney Co. Derivative litig.*, 907 A.2d 693, 749 del 2005). Si noti, peraltro, che in tal senso l'assolvimento del (non semplice) onere della prova consiste nella dimostrazione alternativamente che gli amministratori hanno volontariamente causato un pregiudizio alla società ignorando i propri doveri o che la decisione presa è caratterizzata da tali livelli di irrazionalità che non vi possa essere altra spiegazione possibile oltre alla malafede degli stessi; cfr. *In Re Meadwestvaco Stockholders Litigation* 168 A.3d 675 (Del. Ch. 2017) che ribadisce il principio giurisprudenziale, pur sottolineando la difficoltà dello standard richiesto all'attore.

³³³ Si veda A.N. Licht, *Farewell to Fairness: Towards Retiring Delaware's Entire Fairness Review* in *Delaware J. Corp. Law.*, in *Delaware J. Corp. Law.*, forthcoming 2020, p. 14, che delinea la norma come “*process-oriented rather than content oriented*”, facendo riferimento anche ai precedenti giurisprudenziali di *In re Caremark Int'l Inc. derivative litigation*, 698 A. 2d 959 (Delaware Court of Chancery, 1996) p. 967, 968 e *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244 (Delaware Supreme Court, 2000).

³³⁴ Si noti, del resto, l'utilizzo alternativo dei concetti canonici delle negoziazioni di mercato quali i riferimenti a “*arm's-length bargain*” o addirittura “*market*” (nel

Differente è, invece, il caso rappresentato dalle c.d. *self-dealing* (o *conflicted*) *transactions* nelle quali il conflitto di interesse preclude l'esistenza della presunzione³³⁵ della *business judgment rule* dal momento che, evidentemente, l'assimilazione a una negoziazione di mercato apparrebbe quantomeno come una forzatura³³⁶. In questo contesto si annoverano due tipologie di operazioni a seconda di chi sia il soggetto in conflitto di interessi e, in particolare, se questi sia un (o più di un) amministratore o l'azionista di controllo (senza distinzione tra i casi di *concentrated ownership structure* e *dual-class structure*)³³⁷. Si noti, che

significato ampio di “risultato di mercato”) rispetto al concetto di congruità economico-contrattuale, identificato nel termine *fairness* che si vedrà immediatamente *infra* essere utilizzato sovente anche come strumento in presenza dell'inadempimento degli obblighi fiduciari. Sul punto si veda l'analisi di V. Brudney, *Contract and Fiduciary Duty in Corporate Law*, 38 *Boston College Law Review* 595 (1997), p. 632.

³³⁵ Si vedrà, tuttavia, *infra* che la giurisprudenza ha elaborato alcuni requisiti procedurali che, a seconda delle situazioni, consentono l'utilizzo della *business judgment rule* da parte dei soggetti in posizione di conflitto di interesse.

³³⁶ Si veda, a titolo esemplificativo, H. Spamman, S. Hirst, G. Rauterberg, *Corporations in 100 pages*, Independent Publishing, 2020 p. 38 che individuano l'ipotesi di *self-dealing* come caso paradigmatico di inadempimento del *duty of loyalty*. Si noti, come in generale, il diritto societario americano distingue in maniera significativa i rimedi disponibili in base alla presenza del conflitto di interesse. Così, in particolare, Z. Goshen, S. Hannes, *The Death of Corporate Law*, 94 *N.Y.U. Law Review* 263 (2019), p. 272, che rilevano come “[t]he Delaware courts approached this role with a dichotomous focus, separating self-dealing transactions (transactions in which a controlling owner, the board, or management participates on both sides), on the one hand, from all other business decisions, on the other”.

³³⁷ La differenza tra le due strutture del capitale sociale, nell'ambito della nozione di azionista di controllo consta nel fatto che mentre nella *concentrated ownership structure* – dove i diritti di voto sono proporzionali alle azioni detenute e solitamente anche ai diritti finanziari – una o plurime emissioni di nuove azioni potrebbero teoricamente diluire l'influenza del controllante (qualora questi non partecipi almeno *pro-quota* alla raccolta del capitale) fino a comprometterne lo *status*, nella fattispecie di emittenti che adottino *dual-class structures* le emissioni di nuove azioni solitamente non riguardano le azioni della categoria di quelle detenute dal controllante, tale soggetto non vede messa a repentaglio la propria influenza dalla raccolta di capitale. Si veda sul punto lo studio di Z. Goshen, A. Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125 *Yale L.J.* 560 (2016), p. 569 che delineano la tripartizione delle società quotate – sulla base della composizione della struttura proprietaria e del capitale con eventuali dissociazioni tra diritti patrimoniali e controllo – in *dispersed ownership*, *dual-class structure* e *dispersed ownership* e ipotizzano quali siano le situazioni più congeniali

riferendosi alla genericità delle *conflicted transactions*, la definizione che è stata enucleata sembrerebbe escludere le offerte in opzione, dal momento che fa riferimento alle sole ipotesi nelle quali il beneficio ricevuto dal soggetto gravato da oneri fiduciari (nel caso in ipotesi l'azionista di controllo) non sia condiviso pro-quota con gli altri azionisti³³⁸; di conseguenza un' offerta di sottoscrizione di azioni di nuova emissione pro-rata appare escludere l'applicazione di tale disciplina. Sul punto, peraltro, sembra legittimo chiedersi se riferendosi al beneficio in questione, sia in ipotesi sufficiente l'attribuzione del c.d. *right* (intendendosi il diritto, distribuito gratuitamente, ad essere preferito nella sottoscrizione delle nuove azioni) o si faccia riferimento, in senso concreto, all'effettiva possibilità di sottoscrivere e al relativo interesse ad essere parte dell'operazione³³⁹. La questione sembra di maggiore comprensione attraverso l'esempio – riscontratosi nella prassi – di emissione di azioni in opzione a un prezzo significativamente superiore al valore di mercato, al fine di consentire

all'azionista di controllo (e talvolta fondatore) per perseguire la propria *idiosyncratic vision*.

³³⁸ V. H. Spamman, S. Hirst, G. Rauterberg, *Corporations in 100 pages*, Independent Publishing, 2020, p. 38 che precisano come se il *fiduciary* si limiti a ricevere la propria frazione (*i.e.*, proporzionale alle azioni detenute) di benefici complessivamente condivisi con gli altri azionisti, non si tratti solitamente di conflitto di interesse. In giurisprudenza v. ad esempio *IRA Tr. FBO Bobbie Ahmed v. Crane*, No. CV 12742-CB, 2017 WL7053964, (Delaware Court of Chancery, 11 dicembre 2017), p. 16 che afferma come la presenza di un azionista di controllo non sia di per se sufficiente a collocare l'operazione in tale categoria, richiedendosi un ulteriore vantaggio per tale soggetto che non sia condiviso, *pro rata*, con gli altri azionisti; tra gli esempi vi sono il caso nel quali le soli parti dell'operazione siano la società e il controllante, o quelli in cui quest'ultimo riceva un beneficio proporzionalmente maggiore o diverso (*e.g.*, un diverso corrispettivo) rispetto agli altri azionisti

³³⁹ Si veda il caso *In Re Crimson Expl. Inc. Stockholder Litig.*, 2014 WL 5440419 (Delaware Court of Chancery, 24 ottobre 2010), pp. 13,14 nel quale si individua tra le ipotesi di *conflicted transaction* in relazione al concetto di *unique benefit* il caso nel quale l'azionista di controllo ricevesse “*something uniquely valuable to the controller, even if the controller nominally receives the same consideration as all other stockholders*?”. In questo senso il diritto di opzione e/o le nuove azioni che ciascun azionista, che eserciti il diritto, successivamente riceve contro corrispettivo rappresentano senz'altro il medesimo beneficio (proporzionale) *prima facie*; tuttavia, appare logico sostenere che non tutti gli azionisti hanno il medesimo interesse a partecipare all'emissione e ciò è a maggior ragione vero se si paragona il caso di un azionista di controllo (o comunque molto significativo) e azionisti *retail*.

al soggetto che ad esito dell'operazione avrebbe conseguito il controllo dell'emittente, di incrementare la propria frazione partecipativa nella società³⁴⁰.

L'ordinamento americano non vieta le operazioni in conflitto di interesse *tout court*, aderendo implicitamente al convincimento che a determinate condizioni anche la società stessa possa trarne beneficio³⁴¹. In caso di operazioni *selfdealing* lo strumento a disposizione dell'attore risiede nel sindacato – effettuato da parte dell'organo giudicante in sede di contenzioso *ex post* – circa la congruità dei termini, che prende il nome di *entire fairness*. In tal sede si indagano sia la correttezza del procedimento che ha portato alla definizione del corrispettivo sia il corrispettivo stesso, al fine di non creare un disvalore per gli azionisti³⁴². Sul punto, la dottrina americana ha per lo più identificato

³⁴⁰ Si veda il ragionamento della nota precedente; nello scenario ipotizzato, l'ulteriore interesse a sottoscrivere al fine di conseguire una tutela patrimoniale viene meno in considerazione del prezzo di sottoscrizione elevato che, di conseguenza, non diluisce il valore economico dei vecchi azionisti che non sottoscrivano. Di conseguenza il “beneficio” è tale solo per chi abbia un interesse a mantenere la propria posizione amministrativa o, a maggior ragione, ad un azionista che voglia consolidare o conseguire il controllo, approfittando di un prezzo di sottoscrizione elevato che scoraggi numerosi membri della compagine sociale. V. *infra* para I.4.

³⁴¹ Cfr. A.F. Tuck, *Reassessing Self-dealing: Between no Conflict and Fairness*, in 88 *Fordham L. Rev.* 939 (2019), p. 988 che ritiene che l'interrogativo da porsi, a livello di *policy*, concerna il tipo di eccezioni al divieto di *self-dealing* e non l'opportunità della presenza di qualche eccezione, data per scontata. In senso conforme si veda anche la precedente autorevole opinione di Z. Goshen, *Controlling Corporate Self-dealing*, 91 *Cal. L. Rev.* 393 (2003), p. 401 che delinea una tassonomia dei possibili approcci nei confronti delle *self-dealing transactions* e afferma che l'obiettivo della regolamentazione di tali operazioni deve essere quello di differenziare il trattamento di quelle efficienti da quelle inefficienti, vietando solo queste ultime. Si veda anche V. Brudney, *Contract and Fiduciary Duty in Corporate Law*, in 38 *Boston College Law Review* 595 (1997), p. 632 (e nt. 95) che afferma come il concetto di *price fairness* nel diritto societario non impedisca al soggetto gravato da obblighi fiduciari di ricavare alcun beneficio dall'operazione – come di fatto avverrebbe in un approccio che vieti del tutto tali operazioni – bensì consenta di concorrere limitatamente a quanto risulterebbe in un'ipotetica negoziazione di mercato.

³⁴² Si veda sul punto la formulazione del caso *Weinberger v. UOP*, 457 A.2d 701 (Delaware Supreme Court, 1983) che scompone il concetto di *entire fairness* in un requisito procedurale (inerente i tempi e i modi di acquisizione del consenso da parte della società, che include anche la diffusione del conflitto di interessi) e uno sostanziale riguardante il risultato scaturito da tale processo (*i.e.*, i termini dell'operazione). Si noti che malgrado la sentenza riguardasse un cazzo di *squeeze*

la BJR come benevola per i soggetti gravati da obblighi fiduciari, al contrario della disciplina di *entire fairness*, il cui ricorso da parte delle Corti è tradizionalmente individuato come prodromico all'imposizione di una reintegrazione monetaria³⁴³: tuttavia, malgrado tale argomento sia inconfutabile *ex post* (i.e., una volta che la transazione sia stata già compiuta), *ex ante* la prospettiva può essere capovolta. In questo senso, infatti, si rileva come la BJR sia un beneficio condizionato al rispetto di stringenti e non banali requisiti quali buona fede, assenza di interesse e imparzialità, al contrario dell'asseritamente più gravoso sindacato di congruità che rappresenta nei fatti uno strumento per sanare l'inadempimento dei doveri fiduciari di lealtà verso la persona giuridica³⁴⁴; in altre parole, anticipando quella che emergerà come una delle principali lacune dell'ordinamento americano, in taluni situazioni per i *fiduciaries* può rivelarsi più conveniente decidere di non rispettare i propri obblighi dal momento che gli *outsiders* sono in ogni caso sprovvisti di strumenti che consentano di bloccare l'operazione. Sul punto, inoltre, non si è mancato di rilevare come nella genericità delle operazioni con parti correlate, i soggetti che violino i propri doveri debbano essere soggetti all'obbligo di un risarcimento ulteriore rispetto

out da parte dei soci di controllo, il principio giuridico ivi enucleato è stato applicato successivamente a tutti i conteziosi che proponessero conflitti di interessi in capo a qualcuno dei c.d. *corporate fiduciaries*. Sul punto v. anche A.F. Tuch, *Reassessing Self-dealing: Between no Conflict and Fairness*, in 88 *Fordham L. Rev.* 939 (2019), p. 947 che argomenta come l'analisi del processo abbia lo scopo di comprendere se quest'ultimo possa essere assimilabile a una negoziazione di mercato e A.N. Licht, *Farewell to Fairness: Towards Retiring Delaware's Entire Fairness Review*, in *Delaware J. Corp. Law* in *Delaware J. Corp. Law.*, forthcoming 2020, p. 5 che aggiunge come il requisito sostanziale abbia spesso prevalenza nei fatti, sanando eventuali debolezze del procedimento. In giurisprudenza si veda anche, *ex multis*, *Cinerama Inc., v. Technicolor Inc.*, 663 A.2d 1156 (Delaware Supreme Court 1995).

³⁴³ Si vedano, tra gli altri, in giurisprudenza *Chen v. Howard-Anderson*, 87 A.3d 648 (Delaware Court of Chancery, 2014), p. 684 che descrive lo standard della BJR come “*most director-friendly test*”, *Quadrant Structured Prods co. v. Vertin*, 102 A.3d 155 (Delaware Court of Chancery, 2014), p. 183 che lo definisce “*a principle of non-revien*”); in dottrina v. Z. Goshen, *Controlling Corporate Self-Dealing*, 91 *Cal. L. Rev.* 393 (2003), p. 427, che rileva la deferenza di tale standard a favore del soggetto in conflitto di interesse.

³⁴⁴ Si veda sul punto la tesi di A.N. Licht, *Farewell to Fairness: Towards Retiring Delaware's Entire Fairness Review* in *Delaware J. Corp. Law.*, forthcoming 2020, p. 17 che argomenta come lo standard della *business judgment rule* possa complessivamente risultare più oneroso dalla prospettiva degli *insiders*.

al prezzo identificato come corretto, in ragione dell'inadempimento e del fatto che da quest' ultimo non debba logicamente scaturire un beneficio per la parte³⁴⁵. Si noti che, malgrado tale indirizzo muova da obiettive lacune del sindacato di *entire fairness* – che verranno più dettagliatamente prese in considerazione *infra* con particolare riguardo alle emissioni di nuove azioni³⁴⁶ – il suo recepimento avrebbe nei fatti un effetto simile a quello di proibire in senso assoluto le operazioni in conflitto di interesse, venendo meno ogni possibile incentivo di realizzarle in capo a tali soggetti.

Diverso è invece il solco seguito dalla la giurisprudenza del Delaware che, nei decenni, ha enucleato regole procedurali che, se correttamente applicate, consentono ai *fiduciaries* di evitare la soggezione dell'operazione al sindacato di merito della Corte. La *ratio* ispiratrice del criterio si fonda sul presupposto che la decisione in esame sia stata approvata o assunta da soggetti indipendenti³⁴⁷ e, in senso più ampio, sull'obiettivo di migliorare il processo a monte, piuttosto che rendere più oneroso il risarcimento a valle.

In particolare la procedura varia a seconda di quale sia il soggetto in capo al quale sussiste il conflitto di interesse: (i) se si tratta di uno o più membri del consiglio di amministrazione si richiede l'approvazione di un comitato di amministratori indipendenti o della maggioranza degli azionisti non soggetti al conflitto di interesse; (ii) nello scenario di un'operazione tra la società e il proprio azionista di controllo, invece, sono necessarie entrambe le approvazioni di cui al punto precedente, mentre il conseguimento di una soltanto di esse determina l'inversione dell'onere della prova in merito alla congruità dei termini³⁴⁸. Tali norme costituiscono il risultato di un significativo

³⁴⁵ Si veda la proposta di *policy* di A.N. Licht, *Farewell to Fairness: Towards Retiring Delaware's Entire Fairness Review* in *Delaware J. Corp. Law.*, forthcoming 2020, p. 43, 44 che muovendo dal principio espresso dalle Corti del Delaware in alcuni casi di *bad faith* da parte dei conventi, suggerisce di individuare un "*fairer price*" a titolo di risarcimento che non consenta di trarre un beneficio dall'inadempimento.

³⁴⁶ V. para II.2.

³⁴⁷ Si veda I. Anabtawi, *The Twilight of Enhanced Scrutiny in Delaware M&A Jurisprudence*, in 43 *Del. J. Corp. L.* 161 (2019), p. 174, sottolineando come l'approvazione di tale organo decisionale neutrale abbia nei fatti la funzione di sostituire il processo deliberativo collegiale del consiglio di amministrazione, nel caso in specie viziato da conflitti di interesse.

³⁴⁸ Si veda H. Spamman, S. Hirst, G. Rauterberg, *Corporations in 100 pages*, Independent Publishing, 2020, p. 39-41 in merito a una puntuale esposizione di

processo evolutivo, dal momento che l'applicazione della procedura è stata inizialmente enucleata nel contesto di operazioni di *freeze-out*³⁴⁹ da parte degli azionisti di controllo³⁵⁰ ed è stata successivamente estesa sia da un punto di vista sia soggettivo – ai casi nei quali il conflitto di interesse sussisteva in capo agli amministratori³⁵¹ – sia oggettivo, a tutte

quella che viene chiamata *cleansing procedure* – poiché le approvazioni sanano il conflitto di interesse esistente nel centro decisionale della società – in entrambe le situazioni di cui ai punti (i) e (ii) del testo.

³⁴⁹ Le peculiarità' di tale operazione – che consiste nell'esclusione contro corrispettivo dei soci di minoranza dalla compagine sociale – nonché i conflitti di interesse in gioco sono esposti, e inquadrati in ottica comparata con l'ordinamento italiano in L. Pinta, *The U.S. and Italy: Controlling Shareholders' Fiduciary Duties in Freeze Out Mergers and Tender Offers*, in 7 *N.Y.U. Journal of Law and Business* 931 (2011), p. 931 che utilizza la definizione di “*merger approved by the controlling shareholder, in which the cash/non-equity consideration offered to minority shareholders reflects the intent to freeze them out of the corporation*”. V. anche, per una prospettiva di *policy*, G. Subramanian, *Fixing freeouts*, 115 *Yale L.J.* 2 (2005).

³⁵⁰ Si veda la ricostruzione di Licht A.N., *Farewell to Fairness: Towards Retiring Delaware's Entire Fairness Review in Delaware J. Corp. Law.*, forthcoming 2020, p. 28; il principio giuridico trae origine da un precedente *obiter dictum* giurisprudenziale nel quale l'organo giudicante ipotizzava (con toni esortativi) che un'operazione con l'azionista di controllo avrebbe potuto beneficiare dello scudo rappresentato dalla *business judgment rule* se entrambi i presidi fossero stati predisposti, sancendo una deciso cambiamento rispetto all'approccio in vigore al tempo che consentiva al massimo di invertire l'onere della prova attraverso uno dei due strumenti. V. *In re Cox Commc'ns, Inc. S'holders Litig.*, 879 A.2d 604 (Delaware Court of Chancery, 2005). Si veda successivamente il paradigma delineato dal Chancellor (ai tempi) Strine in *M&F Worldwide Corp.*, 88 A.3d 635 (Delaware Supreme Court 2014), p. 645 che precisa tra le altre cose, alcune caratteristiche del *modus operandi* del comitato degli amministratori volto ad assicurarne l'effettiva indipendenza nonché l'assenza assoluta di coercizione a danno delle minoranza e il fatto che l'ottenimento del doppio consenso (comitato degli amministratori indipendenti e maggioranza degli azionisti esenti da conflitto di interesse) debba essere posto come condizione *ex ante* (*i.e.*, non può e non deve essere ottenuto in maniera casuale ma i votanti devono essere consapevoli del proprio diritto di veto sull'operazione). In merito a quest'ultimo punto si veda, più recentemente, *Flood v. Synutra Int'l, Inc.*, 195 A.3d 754 (Delaware Supreme Court, 2018) che ha ribadito la necessità che il controllante accetti fin dall'inizio delle negoziazioni di rinunciare al completamento dell'operazione in mancanza della doppia approvazione.

³⁵¹ Si veda sul punto *Corwin v. KKR Fin. Holdings LLC*, 125 A.3d 304 (Delaware Supreme Court, 2015), pp. 308-309 che ha condiviso la decisione del grado precedente che un voto favorevole della maggioranza degli azionisti non soggetti a conflitto di interesse – prestato in assenza di coercizione e avendo a disposizione le informazioni adeguate – consenta di beneficiare della BJR. Si noti,

quelle che un giurista italiano chiamerebbe “operazioni con parti correlate”, con ciò intendendosi sia la compravendita di *asset* societari sia, soprattutto, operazioni con maggiore impatto sul governo societario quali ad esempio le operazioni sulla struttura del capitale sociale dell'emittente³⁵². Un'operazione strutturata nel rispetto di tali presidi consente il beneficio a livello giudiziale di poter usufruire della BJR: il sindacato di merito da parte delle Corti è quindi limitato alle ipotesi di *waste*³⁵³. Nei fatti in tale scenario viene rafforzata la prima componente del sindacato di *entire fairness* (il c.d. *fair dealing*) a svantaggio della componente sostanziale, la cui valutazione si presume superflua in presenza di un miglior processo decisionale a monte³⁵⁴. Si noti, peraltro, che la rilevanza dell'ipotesi di *waste* – di per sé marginale nell'ambito della BJR c.d. standard – subisce un ulteriore ridimensionamento nello scenario in questione dal momento che un'operazione tanto nociva per la società difficilmente otterrebbe il supposto voto favorevole di soggetti indipendenti e non in conflitto di interesse³⁵⁵. Da ultimo, sembra interessante rilevare come, malgrado la

peraltro, la rilevanza dell'aspetto informativo in tale principio giuridico dal momento che la stessa Corte ha successivamente avuto modo di affermare come la non completa diffusione delle informazioni inerenti il proprio conflitto di interesse da parte dell'organo amministrativo facesse venire meno tale beneficio; cfr. *Morrison v. Berry*, 191 A.3d 268 (Delaware Supreme Court, 2018), p. 275.

³⁵² Si veda in particolare il caso *IRA Tr. FBO Bobbie Ahmed v. Crane*, No. CV 12742-CB, 2017 WL7053964, (Delaware Court of Chancery, 11 dicembre 2017), pp. 11, 12 nel quale il principio giuridico è applicato a un caso di c.d. “*stock reclassification*”, ossia emissioni di azioni di nuova categoria a vecchi azionisti al fine di consentire all'azionista di controllo di blindare il proprio *status* con meccanismi di voto multiplo, senza impedire alla società di continuare a raccogliere capitale di rischio.

³⁵³ *Cornin v. KKR Fin. Holdings LLC*, 125 A.3d 304 (Delaware Supreme Court, 2015), p. 309, nt. 19 dove si ribadisce come un'operazione approvata con gli opportuni presidi metta il riparo gli amministratori da ogni sindacato, con la sola eccezione dell'ipotesi di *waste*.

³⁵⁴ Si veda, sul punto, la decisa affermazione di A.N. Licht, *Farewell to Fairness: Towards Retiring Delaware's Entire Fairness Review in Delaware J. Corp. Law.*, forthcoming 2020, p. 34, “*MFW and its progeny thus have carved out a legal sphere within which only the procedural fair dealing prong is examined and in which there is no room for fair price analysis. Put more concisely, the entire fairness doctrine does not apply within that sphere*”.

³⁵⁵ A tutti gli effetti, quindi, il voto favorevole di azionisti *outsider* (i.e., senza interessi nell'operazione) e/o amministratori indipendenti risulta non solo prodromico all'applicazione della BJR ma anche ad escludere l'applicazione dell'unica eccezione alla stessa regola, ossia l'ipotesi di *waste*. Così, in

soluzione alla questione non trovasse inizialmente una risposta unanime, si sia ritenuto che il voto degli azionisti (depurato naturalmente da quello di eventuali soggetti in posizione di conflitto di interessi), abbia funzione di *cleansing* anche qualora sia indipendentemente richiesto dalla legge come condizione necessaria al completamento dell'operazione³⁵⁶.

Alla luce dei principi di diritto ricavabili dalla evoluzione della *common law* del Delaware sugli argomenti in esame, sembra quindi

giurisprudenza, *Singh v. Attenborough*, 137 A.3d 151 (Delaware Supreme Court, 2016), pp. 151, 152 ove si afferma che “*it has been understood that stockholders would be unlikely to approve a transaction that is wasteful*” e precedentemente *Harbour Fin. Partners v. Huijenga*, 751 A.2d 879 (Delaware Supreme Court, 1999), p. 901 dove la Corte nota come sia concettualmente difficile provare una situazione di *waste* o *gift* “in the face of a decision by fully informed, uncoerced, independent stockholders to ratify the transaction”. In dottrina si veda anche la completa analisi di anche I. Anabtawi, *The Twilight of Enhanced Scrutiny in Delaware M&A Jurisprudence*, in 43 Del. J. Corp. L. 161 (2019), p. 193 che ad esito della ricostruzione conclude che in presenza del voto degli azionisti *outsiders*, lo strumento (pur di difficile utilizzo) nelle mani di possibili attori non sia in un'azione di *waste* quando piuttosto nel tentativo di dimostrare che una delle due premesse necessarie alla validità di tale voto (*i.e.*, affermazione pre-assembleare e assenza di coercizione) non si siano verificate.

³⁵⁶ In senso contrario si veda l'opinione di giurisprudenza di massimo grado del Delaware, *Gantler v. Stephens*, 965 A.2d (Delaware Supreme Court 2009), pp. 712-714 nella quale la Corte elabora il concetto di “*shareholder ratification*” e distingue il caso nel quale si tratti di una volontaria ed ulteriore approvazione degli azionisti che non ha effetto sulla validità dell'operazione (*i.e.*, una vera propria ratifica) dal caso, più spurio, nel quale rappresenti una condizione costitutiva di validità dell'operazione e affermando che solo nella prima ipotesi il voto assembleare sia utile al fine di beneficiare della *business judgment rule*. Si noti, peraltro, che nella stessa sede l'organo giudiziale ha affermato che oltre all'operazione, gli azionisti dovevano approvare (in maniera indipendente) il sottostante processo decisionale dei *manager*. Si veda sul punto la rassegna giurisprudenziale di I. Anabtawi, *The Twilight of Enhanced Scrutiny in Delaware M&A Jurisprudence*, in 43 Del. J. Corp. L. 161 (2019), pp. 183 ss. che cita, tra gli esempi delle operazioni che richiedono il voto degli azionisti per essere completate, le fusioni, le modifiche all'atto costitutivo e la vendita di tutti (o quasi tutti) gli *asset* societari (*Id.*, p. 185). Il principio giuridico è stato peraltro espressamente mutato dalla decisione del caso *Corwin v. KKR Fin. Holdings LLC*, 125 A.3d 304 (Delaware Supreme Court, 2015), pp. 306-311 (pur affermandosi nella sentenza che si trattava di un chiarimento della regola enucleata nel precedente *Gantler*) consentendo di beneficiare di un voto assembleare imposto per legge anche ai fini della determinazione dello *standard* del sindacato sull'operazione (*i.e.*, utilizzo dello scudo BJR) a patto naturalmente che venissero rispettate le altre condizioni.

logico applicare il medesimo sindacato giudiziale anche alla specifica fattispecie di emissione di nuove azioni: in particolare, pur trattandosi di precedenti riferiti principalmente a operazioni di fusioni, acquisizioni e *squeeze-outs* (o *freeze-outs*) non manca l'applicazione a casi di operazioni sul capitale e, più in generale, la disciplina della fattispecie del conflitto di interessi di amministratori o azionisti di controllo appare fondata sugli stessi principi.

Si è già detto dell'elevata discrezionalità che caratterizza l'operato dei *manager* nell'ambito dell'operazione in oggetto³⁵⁷: il solo presidio a disposizione degli azionisti è il sindacato giudiziale di *entire fairness* sul prezzo di emissione – con i limiti che tale procedura comporta – a patto di riuscire a dimostrare la presenza di conflitti di interesse in capo all'organo amministrativo o all'azionista di controllo, se presente. In assenza di tali conflitti, si assume pertanto che la determinazione del prezzo di emissione e l'individuazione dei soggetti sottoscrittori avvengano nell'interesse della società, o comunque non siano sindacabili in quanto operazioni di gestione. L'interesse sociale è dato per presunto – a differenza di quanto avviene nel diritto italiano nelle relative ipotesi di esclusione del diritto di opzione – né sono previste regole sul prezzo di emissione volte ad evitare la diluizione economica degli azionisti esistenti. Anche nello scenario di *conflicted transaction*, peraltro, il sindacato sulla congruità dele corrispettivo può essere evitato con le apposite procedure, e si noti come il coinvolgimento degli azionisti sia necessario solo in presenza di emissioni di azioni a favore dell'azionista di controllo, se presente, ben potendosi in caso contrario beneficiare della BJR con la sola approvazione di un comitato di amministratori che non hanno interessi nell'operazione. Alla luce dello sviluppo giurisprudenziale *supra* esposto, inoltre, un voto degli azionisti che rispetti le caratteristiche indicate (tra cui il conseguimento della maggioranza dei voti non collegati all'azionista di controllo, la precedente diffusione di informazioni adeguate e l'assenza di coercizione) sembra consentire di beneficiare della BJR anche nell'ipotesi che con l'emissione si ecceda il numero di azioni autorizzate dallo statuto. Da ultimo, l'utilizzo dell'eccezione di *waste* all'applicazione della BJR sembra, sulla base di quanto enucleato *supra*, dalla giurisprudenza Delaware e dai saggi in dottrina, limitato al più a ipotesi non dissimili da operazioni che in Italia

³⁵⁷ V. *supra*, para I.2.

verrebbero definite di aumento di capitale gratuito, attuato però in modo da attribuire benefici selettivi discriminando tra i diversi azionisti. In conclusione, appare quindi *prima facie* notevolmente maggiore la capacità dei *manager* di influire sulla composizione della compagine sociale rispetto a quanto avviene nell'ordinamento italiano.

In prima battuta non si può fare a meno di aderire alla tesi che ha rimarcato la grande flessibilità dello strumento degli obblighi fiduciari nel limitare la condotta degli amministratori in sede di emissione di nuove azioni³⁵⁸. L'altro lato della medaglia è rappresentato da una notevole sollecitazione dell'apparato giudiziario, sia in sede di accertamento della violazione dei *fiduciary duties* da parte dei *manager* – indispensabile ai fini dell'assoggettamento alla disciplina prevista per le *self-dealing transactions* – sia nella (eventuale) fase di determinazione del congruo corrispettivo³⁵⁹. Sul punto si è altresì obiettato come la *cleansing procedure* che la prassi e le Corti (*i.e.*, la prima sulla spinta delle seconde) hanno individuato negli anni, abbia decongestionato il carico giudiziale, con particolare riguardo alle ipotesi di c.d. *frivolous litigation*³⁶⁰: il rilievo sembra ragionevole, dal momento che un sistema di voto assembleare a valle dell'operazione rende significativamente più prevedibile l'esito del contenzioso riducendo anche i possibili spazi per azioni pretestuose volte solto ad ottenere un corrispettivo economico in forma transattiva al fine di eliminare il rischio giudiziale³⁶¹. Tali considerazioni sono in linea con il precedente rilievo di autorevoli voci secondo cui le Corti del Delaware abbiano fortemente ridimensionato

³⁵⁸ Così, M. Ventrone, *Issuing New Shares and Preemptive Rights: A Comparative Analysis*, 12 *Rich. J. Global L. & Bus.* 517 (2013), p. 527: si noti che l'P.A., unitamente ai pregi, non manca di rilevare alcuni limiti di tale approccio, che saranno indagati *infra*.

³⁵⁹ Si vedano Kraakman R.H. et al., *The Anatomy of Corporate law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2017, p. 183 che pongono l'efficacia del sistema giudiziale come condizione necessaria affinché il *duty of loyalty* garantisca livelli di tutela paragonabili a quelli del diritto di opzione.

³⁶⁰ V. I. Anabtawi, *The Twilight of Enhanced Scrutiny in Delaware M&A Jurisprudence*, in 43 *Del. J. Corp. L.* 161 (2019), p. 165.

³⁶¹ In tal senso M.D. Cain et al., *The Shifting Tides of Merger Litigation*, in 71 *Vanderbilt Law Review* 603 (2018), p. 606, 607 che argomentano come le citate pronunce riducano gli incentivi sia per gli attori sia per gli avvocati dei medesimi (spesso remunerati con una frazione del risarcimento) a ricorrere al contenzioso, avendo ridotto le possibilità di ottenere un risarcimento in seguito a un'operazione così strutturata.

il proprio ruolo – e parimenti quello del diritto societario – ponendo nei fatti il giudizio del mercato come efficiente alternativa³⁶².

Al fine di meglio comprendere la comparazione tra l'ordinamento giuridico americano e quello italiano, che sarà oggetto del successivo paragrafo, sembra utile studiare alcuni recenti casi di emissioni di società americane per illustrare praticamente i fini molteplici che possono essere perseguiti attraverso tale operazione.

4. Emissione di azioni e *corporate governance*

Il presente sottoparagrafo, traendo spunto dall'approccio scientifico americano si propone di illustrare plurime ed eterogenee situazioni nelle quali l'emissione di nuove azioni da parte di società quotate ha avuto significativi impatti sulla struttura proprietaria e sul governo societario dell'emittente. In particolare, si nota come l'operazione – e di conseguenza la disciplina – si collochino, anche su un piano pratico, sia nel contesto di conflitto tra amministratori e soci sia nell'ambito di tensioni tra minoranza e maggioranza, nell'ipotesi che i *manager* siano compiacenti verso il tentativo di quest'ultima di consolidare la propria posizione. Una precisazione sembra necessaria: questa ricostruzione non include l'analisi delle situazioni di lotta per il controllo dell'emittente, il c.d. *takeover context*, e in particolare l'utilizzo di piani a scopo difensivo da un'acquisizione ostile, quali la *poison pill*³⁶³. Pur trattandosi in senso tecnico di emissione di nuove azioni – o di diritti per acquisirne – a prezzo infinitesimale³⁶⁴, il tema a livello di *policy* è stato affrontato ed è tutt'ora identificato non tanto avendo ad oggetto la disciplina giuridica dell'operazione quanto l'esistenza e l'eventuale merito di un di diritto dei *manager* a mantenere la società (e il *management* stesso) indipendente, nel nome di benefici di lungo termine, e privando

³⁶² V. *supra* cap. primo, para 1. L'argomento verrà peraltro ulteriormente preso in considerazione *infra* para II.1, nell'analizzare il differente ruolo del diritto societario e dell'azionista nei due ordinamenti.

³⁶³ In tal senso v. M. Ganor, *The Power to Issue Stock*, 46 *Wake Forest L. Rev.* 701 (2011), p. 803 che nota come l'attribuzione dei poteri e dei diritti nell'ambito dell'emissione di nuove azioni rappresenti una componente fondamentale della *poison pill* pur essendo spesso argomento trascurato nel relativo dibattito.

³⁶⁴ Si tratta di un'emissione selettiva – dalla quale l'unico escluso tra i vecchi azionisti è il soggetto che sta tentando la scalata – ad un prezzo quasi nullo. Si veda *ex multis* la completa ricostruzione di M. Ganor, *The Power to Issue Stock*, 46 *Wake Forest L. Rev.* 701 (2011), p. 803 ss.

gli azionisti della possibilità di portare le proprie azioni in adesione all'offerta pubblica di acquisizione ostile, solitamente ad un prezzo superiore ai corsi di borsa³⁶⁵.

a) L'acquisizione del controllo (*Reith v. Lichtenstein*)

Nel febbraio 2013, il consiglio di amministratore di ModusLink Global Solutions ha sottoscritto un accorto transattivo con Steel Holdings, ad esito del comportamento aggressivo che la seconda aveva tenuto nei confronti del titolo della prima sul mercato a partire dal 2011, arrivando a detenere un numero di azioni sufficiente ad esercitare il 14.9% dei diritti di voto. Ai sensi dell'accordo, la società *target* (i.e., ModusLink) avrebbe emesso nuove azioni e *warrants* a favore di Steel Holdings in un *private placement*, consentendo a quest'ultima di salire fino al 29.9% e, nel dicembre 2016, a poco più del 35.62% dei diritti di voto, anche ad esito dell'esercizio delle precedenti opzioni concesse³⁶⁶. Nel dicembre 2017, al fine di raccogliere il capitale di rischio necessario per un'acquisizione, ModusLink ha approvato una nuova emissione, questa volta avente ad oggetto *convertible preferred stocks*, a favore del medesimo soggetto – a questo punto definibile quantomeno come asserito azionista di controllo di fatto – portando i suoi diritti di voto quasi alla soglia del controllo di diritto, ossia il 46.76%. Nel medesimo contesto l'emissione di *equity grants* – strumenti paragonabili ai piani di compensazione per i dipendenti – a favore di propri *manager* (a vario titolo) o affiliati a Steel Holdings ha portato i diritti di voto

³⁶⁵ La letteratura giuridica in materia di *poison pills* è sconfinata e si posiziona nell'ambito di un più ampio dibattito tra fautori di un'attribuzione di più potere agli azionisti (contrari alla *pill* e favorevoli a misure che incentivino i *takeover*) e sostenitori dell'indipendenza del *management* dagli stessi e dalle istanze volte a massimizzare il valore soltanto nel breve termine. In senso negativo circa la *poison pill* e altri meccanismi di difesa dalle scalate ostili v. in particolare L.A. Bebchuk et al., *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence and Policy*, 54 *Stan. L. Rev.* 887 (2002), p. 904; in senso contrario v. M. Lipton, W. Savitt, *The Many Myths of Lucian Bebchuk*, 93 *Va. L. Rev.* 733 (2007); S. M. Bainbridge, *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, 119 *Harv. L. Rev.* 1735 (2006) entrambi a favore dell'adozione della *pill*. Si veda anche A.K. Koh et al., *Land of the Falling 'Poison' Pill: Understanding Defensive Measures in Japan on Their Own Terms*, 41 *U. Pa. J. Int'l L.* (forthcoming), pp. 7-9 per una ricostruzione della letteratura giuridica sul punto.

³⁶⁶ V. *Reith v. Lichtenstein*, No. 0277-MTZ, 2019 WL 2714065 (Delaware Court of Chancery, 28 giugno 2019), p. 5.

complessivamente esercitabili da quest'ultima e dai soggetti affiliati al 52.3%³⁶⁷, facendone nei fatti un controllante di diritto. In sintesi, in meno di un decennio, SteelHolding ha conseguito lo *status* di azionista di maggioranza assoluta, grazie alla combinazione del *private placement* del 2013 e dell'operazione di raccolta di capitale di rischio attraverso l'emissione di azioni a pagamento nel 2017. Si noti peraltro come, in riferimento all'emissione del 2017, il prezzo di conversione delle *preferred stock* in azioni ordinarie incorporasse un premio del 31.5% rispetto al corso di borsa delle azioni il giorno antecedente alla chiusura dell'operazione. Cionondimeno l'organo giudicante – dopo aver accertato l'ovvia premessa che si trattava di una *conflicted transaction* con l'azionista di controllo – ha applicato lo *standard* di *entire fairness* e affermato che il convenuto (*i.e.*, la società emittente e il suo consiglio di amministrazione) non avessero assolto il proprio onere della prova circa la congruità del corrispettivo ai fini di tale sindacato³⁶⁸. Si tratta di un caso senz'altro di diluizione partecipativa mentre è meno chiaro se, prima dell'intervento della Corte, vi fosse anche una componente di diluizione economica): malgrado il corrispettivo fosse significativamente superiore al corso di borsa (e, data la dimensione del premio rispetto al corso di borsa, ragionevolmente anche non inferiore al prezzo che un investitore avulso da dinamiche di controllo societario e relativi premi sarebbe stato disposto a pagare per le azioni della *target* in quel momento), la sentenza fa propendere per la risposta affermativa. Si noti, peraltro, che il complesso delle regole adottate e applicate, ha presumibilmente evitato un disvalore per gli azionisti ma non ha in nessun modo interferito con la compressione dei diritti partecipativi dei medesimi né con l'acquisizione del controllo di diritto dell'azionista grazie all'emissione di nuove azioni, rendendolo soltanto più oneroso³⁶⁹.

b) L'espropriazione di valore (*Corwin v. BAT*)

Nel giugno 2014 nel contesto dell'acquisizione – avente come corrispettivo azioni e denaro – di un'altra società (Lorillard), Reynolds American ha emesso nuove azioni al suo azionista di maggioranza

³⁶⁷ V. *Reith v. Lichtenstein*, No. 0277-MTZ, 2019 WL 2714065 (Delaware Court of Chancery, 28 giugno 2019), p. 14.

³⁶⁸ V. *Reith v. Lichtenstein*, No. 0277-MTZ, 2019 WL 2714065 (Delaware Court of Chancery, 28 giugno 2019), pp. 51, 52.

³⁶⁹ V. *infra* para II.2 che tratta i limiti dell'*entire fairness*.

relativa, British American Tobacco (BAT), che deteneva una partecipazione pari al 42% delle azioni in circolazione³⁷⁰. Benché ad esito delle operazioni BAT non abbia complessivamente aumentato la misura della propria partecipazione, l'emissione di azioni riservata ha consentito di essere l'unico soggetto nella compagine sociale a non subire una diluizione nell'ambito dell'acquisizione che, in caso contrario, avrebbe comportato una riduzione della partecipazione a circa il 15%³⁷¹. Con questa struttura, invece, soltanto gli azionisti c.d. *outsider* hanno subito una diluizione della propria misura partecipativa³⁷². I vantaggi ottenuti attraverso tale strumento non si sono tuttavia limitati alla sfera del governo societario in senso stretto e ai rapporti di forza all'interno della compagine sociale, ma si sono estesi alla sfera patrimoniale. BAT ha infatti sottoscritto le nuove azioni ad un corrispettivo che incorporava un tasso di sconto pari al 4.8% rispetto al corso di borsa del giorno antecedente il *signing* dell'operazione³⁷³, conseguendo un profitto di quasi 920 milioni di dollari in virtù dell'ulteriore apprezzamento dei titoli nei giorni successivi³⁷⁴, chiaramente non condiviso *pro-rata* con gli altri azionisti. Sembra ragionevole classificare questa operazione come caso paradigmatico di *cheap – stock tunneling*³⁷⁵, emissione sottoprezzata che, diluendo il valore economico (e naturalmente anche la frazione partecipativa) degli azionisti non sottoscrittori, rappresenta un tipico

³⁷⁰ V. *Corwin v. British American Tobacco*, 371 N.C. 605 (North Carolina Supreme Court, 2018), p. 606. Si noti che nella sentenza, la Corte Suprema della North Carolina fa un significativo uso dei precedenti che applicavano il diritto societario del Delaware. Anche per questo, quindi, sembra un caso degno di menzione.

³⁷¹ *Corwin v. British American Tobacco*, 371 N.C. 605 (North Carolina Supreme Court, 2018), pp. 612, 613.

³⁷² *Corwin v. British American Tobacco*, 371 N.C. 605 (North Carolina Supreme Court, 2018), pp. 614, 615.

³⁷³ V. *Corwin v. British American Tobacco*, 371 N.C. 605 (North Carolina Supreme Court, 2018), pp. 624 e p. 640 (dissenting opinion del Giudice Hudson).

³⁷⁴ Così *Corwin v. British American Tobacco*, 251 N.C. App. 45 (North Carolina Court of Appeals, 2016), p. 49.

³⁷⁵ Per una definizione di *cheap-stock tunneling* v. J.M. Fried, *Powering Preemptive Rights with Presubscription Disclosure*, in *Law and Finance of Related Party Transactions* 79 (Luca Enriques & Tobias H. Troger eds., 2019), p. 80; v. anche J.M. Fried, H. Spamann, *Cheap-Stock Tunneling Around Preemptive Rights*, 137 J. Fin. Econ. 353 (2020), p. 355 che assumono come in questo contesto il *management* sia sotto l'influenza del controllante e voglia massimizzarne i benefici a danno degli altri azionisti (c.d. *outsider*).

esempio di espropriazione (o abuso) da parte dell'*insider* (nel caso di specie è improprio utilizzare l'espressione "azionista di controllo" solo da un punto di vista terminologico ma non da uno concettuale) a danno degli *outsider*. A dispetto di quanto esposto, gli attori non sono nemmeno riusciti ad ottenere la classificazione dell'emissione come *self-dealing* che – poiché non era stato posto in essere alcun *cleansing mechanism* – avrebbe imposto il sindacato di *entire fairness* da parte della Corte, con presumibile (o quantomeno possibile) incremento del prezzo di emissione. Nei primi due gradi di giudizio, infatti, la tesi circa il conflitto di interesse è stata respinta³⁷⁶, mentre la Corte Suprema ha addirittura constatato l'assenza dello *status* di azionista controllante in capo a BAT³⁷⁷ nonostante, tra le altre cose, una partecipazione pari al 42% dei diritti di voto, abbinata a significativi diritti di veto sul completamento di numerose operazioni di finanza straordinaria (incluse vendita di *asset*, emissioni o riacquisto di azioni oltre una certa soglia e l'adozione di misure difensive nel contesto di un *takeover*) e abbinato, ancora, alla posizione di principale finanziatore dell'emittente (a titolo di capitale di rischio) nell'operazione³⁷⁸. Tale sentenza sconta in parte l'incertezza giurisprudenziale circa la determinazione dello *status* di controllante³⁷⁹ – che abbina al pregio

³⁷⁶ V. *Corwin v. British American Tobacco*, 251 N.C. App. 45 (North Carolina Court of Appeals, 2016), p. 65 dove si afferma che sia la Business Court sia la Court of Appeals hanno respinto le tesi degli attori rispettivamente nel merito e per "lack of standing".

³⁷⁷ *Corwin v. British American Tobacco*, 371 N.C. 605 (North Carolina Supreme Court, 2018), p. 625, affermandosi che l'azionista di maggioranza relativa "could not and did not exercise actual control over Reynolds board".

³⁷⁸ Si veda sul punto la *dissenting opinion* del Giudice Hudson che aggiunge come BAT abbia mantenuto comportamenti aggressivi e invasivi nei confronti dell'organo amministrativo in nell'ambito della strutturazione dell'operazione; v. *Corwin v. British American Tobacco*, 371 N.C. 605 (North Carolina Supreme Court, 2018), p. 645 (*dissenting opinion* del Giudice Hudson).

³⁷⁹ Sul punto si vedano due recenti contributi dottrinali che si sono espressi in tal senso; v. sul punto Z. Goshen, A. Hamdani, *Majority Control and Minority Protection*, in *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance* (Jeffrey N. Gordon & Wolf-Georg Ringe eds., 2018), p. 449, nt. 1 che notano come "in United States, Delaware Courts have declined to quantify the precise percentage of stock necessary to constitute an 'effective majority' choosing instead to engage in a factual inquiry of the exercise of actual control in each case" e A. Lipton, *After Corwin: Down the Controlling Shareholder Rabbit Hole*, 72 *Vanderbilt Law Review* 1977 (2019), p. 1990 che, ad esito di una completa ricostruzione della giurisprudenza più recente, nota l'assenza di una specifica soglia dei diritti di voto che sia attributiva dello *status* di controllante.

della flessibilità la lacuna rappresentata dall'incertezza del diritto, così che casi apparentemente evidenti di rapporto di controllo non vengono riconosciuti – e il fatto che tale sindacato rappresenti in numerosi casi la premessa necessaria su cui si fonda l'esistenza di strumenti di tutela dal pregiudizio economico per gli azionisti (in ipotesi) *outsider* nelle fattispecie di emissione di nuove azioni.

c) Il consolidamento del controllo (*Klein v. HIG*)

Nel maggio 2017, Surgery Partners – una società quotata avente *concentrated ownership structure* – e il suo azionista di controllo (HIG, che deteneva il 54% delle azioni) completarono una serie di operazioni che, complessivamente considerate consentirono di portare a termine un trasferimento di valore e di diritti di voto a danno degli azionisti *outsider*. In particolare, nel contesto dell'alienazione da parte di HIG della propria partecipazione a (una società affiliata a) Bain Capital, quest'ultima ha potuto beneficiare di un'emissione di *convertible preferred stocks* da parte della società *target* per un controvalore complessivo di 310 milioni di dollari³⁸⁰. I termini contrattuali di questa seconda emissione consentivano al futuro azionista di controllo di conseguire il 66% dei diritti di voto (contando anche le azioni trasferite da parte di HIG) nonché di bloccare alcune operazioni di finanza straordinaria e di governo societario³⁸¹ (in maniera indipendente dal possesso del 66% dei diritti di voto). La Corte ha espressamente rilevato che l'operazione – strutturata secondo l'attore in modo da minimizzare il corrispettivo pagato da Bain nella sottoscrizione delle nuove azioni e massimizzare

Si noti, peraltro, come la nozione di controllo di fatto sia intrinsecamente di natura empirica e fattuale, e in particolare negli Stati Uniti il concetto sia amplificato dal momento che il sindacato avviene sovente con riferimento alla specifica operazione. Sembra peraltro lecito affermare che il risultato pratico sia imperfetto, quantomeno con riferimento ai casi di diluizione in sede di raccolta di nuovo capitale, come testimoniato dal caso di specie. Sulla nozione di controllo nell'ordinamento Delaware, para. I.

³⁸⁰ Si veda *Klein v. H.I.G. Capital*, No. 0862-AGB, 2018 WL 6719717, (Delaware Court of Chancery, 19 dicembre 2018), p. 3.

³⁸¹ Si veda *Klein v. H.I.G. Capital*, No. 0862-AGB, 2018 WL 6719717, (Delaware Court of Chancery, 19 dicembre 2018), p. 3 che riporta il linguaggio contrattuale per esteso: “*As long as Bain retains 50% of the shares of the Preferred Stock issued in the Bain Share Issuance, its affirmative vote is required before the Company can pay dividends other than dividends on the Preferred Stock; enter into a recapitalization, share exchange, or merger; increase its indebtedness; or modify any provision of the Company’s organizational documents that would adversely affect the powers of the Preferred Stock, among other things*”.

quello per l'acquisto della partecipazione di controllo – non era stata approvata né dagli azionisti di minoranza né da un comitato di amministratori indipendenti³⁸². In ragione della presenza di un azionista di controllo e del conflitto di interessi in capo a quest'ultimo la Corte ha ritenuto di applicare il sindacato di *entire fairness*³⁸³. In questo contesto, la risposta del sistema giuridico americano sembra essere meno penalizzante per gli azionisti *outsider* dal momento che, in virtù della presenza di un controllante nella compagine sociale già antecedentemente all'operazione, la preclusione al mantenimento della misura dei diritti partecipativi rappresenta un pregiudizio più tenue rispetto a quanto avverrebbe in situazioni meno delineate dal punto di vista del governo societario³⁸⁴. In questa fattispecie, quindi, il solo rimedio economico appare relativamente più efficace, pur restando soggetto a possibili critiche circa il criterio di quantificazione del medesimo da parte degli organi giudicanti³⁸⁵.

d) Il *quasi-controller* (*OTK v. Friedman*)

La nozione di *quasi-controller* è difficilmente traducibile e trasponibile rispettivamente nella lingua e nel sistema giuridico italiano, risultando invero non perfettamente chiarita anche negli Stati Uniti, malgrado un autorevole studio abbia esemplificato il concetto con la fattispecie di un soggetto che detiene il 30% dei voti esercitabili in una

³⁸² *Klein v. H.I.G. Capital*, No. 0862-AGB, 2018 WL 6719717, (Delaware Court of Chancery, 19 dicembre 2018), p. 3.

³⁸³ V. *Klein v. H.I.G. Capital*, No. 0862-AGB, 2018 WL 6719717, (Delaware Court of Chancery, 19 dicembre 2018), p. 38.

³⁸⁴ In questo senso, il pregiudizio subito dagli azionisti di minoranza, non è stato ritenuto provenire dalla diluizione della propria misura partecipativa ma piuttosto da un'emissione di azioni *preferred* ad un prezzo inferiore al loro valore di mercato, anche in ragione delle previsioni contrattuali ivi contenute che avrebbero regolato i rapporti tra sottoscrittori e società, v. *Klein v. H.I.G. Capital*, No. 0862-AGB, 2018 WL 6719717, (Delaware Court of Chancery, 19 dicembre 2018), p. 23.

³⁸⁵ Si noti, tuttavia, che la situazione si presta comunque alle medesime carenze che vengono individuate in generale per il metodo di *entire fairness*, v. *infra* para II.2. Si ricorda, peraltro, il già sviluppato argomento circa l'importanza dei diritti di voto anche in presenza di compagini concentrate, situazioni non del tutto estranee anche a fenomeni di attivismo; sul punto v. *supra*, cap. primo, para 1. In sintesi, ciò che si intende affermare non è l'assenza di problematiche in questa situazione, bensì il possibile ridimensionamento delle stesse.

società, il cui secondo azionista si attesta intorno al 20%³⁸⁶. Si tratta, in generale, di un soggetto la cui partecipazione non è tale da consentirgli un'influenza dominante – attingendo dal linguaggio del codice civile italiano all'art. 2359 – e, di conseguenza, può avere un interesse ad incrementare la propria partecipazione al fine di conseguire il controllo sull'emittente, anche pagando un premio rispetto al valore di mercato delle azioni. Tale scenario si è verificato in un caso giudicato dalle Corti Delaware, *OTK v. Friedman*³⁸⁷, dove la combinazione di debito convertibile, azioni *preferred* e *warrants* detenuti da all'azionista Yucaipa – uniti ai diritti di nomina di un membro dell'organo amministrativo e di veto su numerose operazioni straordinarie – rendevano tale soggetto un *quasi-controller* di Morgans. Quest'ultima ha emesso nuove azioni strutturando l'operazione come *rights offerings*, non dissimile dal modello europeo, con la peculiarità di determinare il prezzo di sottoscrizione ad una cifra pari al corso di borsa maggiorato di un premio del 26%³⁸⁸. Si tratta di un caso di emissione sovrapprezzata in senso assoluto, ma sottoprezzata in senso relativo: la possibilità di conseguire il controllo sull'emittente rendeva, infatti, la disponibilità a pagare di Yucaipa significativamente maggiore di quella degli altri azionisti, tanto che, secondo l'*advisor finanziario* del soggetto stesso, avrebbe incrementato la propria partecipazione fino al 35% ad esito dell'operazione³⁸⁹.

³⁸⁶ J.M. Fried, *Powering Preemptive Rights with Presubscription Disclosure*, in *Law and Finance of Related Party Transactions* 79 (Luca Enriques & Tobias H. Troger eds., 2019), pp. 94-95. Il concetto non sembra dissimile da quello che le Corti Delaware hanno definito “*effective negative control*” nel caso di un azionista che eserciti una significativa (letteralmente “*disproportionate*”) influenza sulle decisioni dell'emittente, pur non disponendo effettivamente di un diritto di veto. Si veda sul punto *Third Point LLC v. Ruprecht*, No. 9469-VCP, 2014 WL 1922029, (Delaware Court of Chancery, 2 maggio 2014), p. 21. Malgrado quest'ultima definizione possa sembrare sinonimo di controllo di fatto, sembra preferibile collocarla a un grado inferiore sia perché l'influenza pur significativa non sembra equiparabile al concetto di dominanza sia perché la stessa giurisprudenza del Delaware aveva distinto, all'interno della fattispecie del controllo, tra *de jure* e *de facto*. V. *supra* nt. 297.

³⁸⁷ V. *OTK Assocs., LLC v. Friedman*, 85 A.3d 696 (Del. Ch. 2014), p. 704. Si veda, sul caso, anche il commento di J.M. Fried, *Powering Preemptive Rights with Presubscription Disclosure*, in *Law and Finance of Related Party Transactions* 79 (Luca Enriques & Tobias H. Troger eds., 2019), p. 95.

³⁸⁸ *OTK Assocs., LLC v. Friedman*, 85 A.3d 696 (Del. Ch. 2014), p. 707.

³⁸⁹ *OTK Assocs., LLC v. Friedman*, 85 A.3d 696 (Del. Ch. 2014), p. 707, 708, dove si sottolinea come, pendente l'operazione, Hyatt avesse offerto di acquistare tutte

e) La diluizione del controllante (*CBS v. NAI*)

Nel maggio del 2018, lo *special committee* costituito in seno al consiglio di amministrazione di CBS – una società del Delaware che adottava una *dual class structure* – deliberò una serie di operazioni il cui completamento avrebbe diluito i diritti di voto dell'azionista di controllo dall'80% al 17%³⁹⁰, attraverso la distribuzione di un dividendo nella forma di azioni con diritto di voto ai possessori di azioni di ogni categoria, ivi incluse quella senza diritto di voto³⁹¹. Il comitato giustificava l'emissione – volutamente diluitiva – asserendo che l'azionista di controllo rappresentava una minaccia per l'emittente, a maggior ragione dopo che si era visto negare dall'organo amministrativo l'approvazione di una operazione di finanza straordinaria (più precisamente una *business combination*) che aveva fortemente caldeggiato³⁹². Reagendo, a sua volta, a tale mossa, l'azionista di controllo (attraverso la propria controllata NAI) tentava di proporre una modifica allo statuto di CBS, che ponesse una maggioranza rafforzata (*i.e.*, 90%) come condizione per approvare la distribuzione dei dividendi, così da garantirsi in concreto un diritto di veto sull'operazione³⁹³. La fattispecie è interessante dal momento che inquadra l'emissione di nuove azioni non solo in un contesto di *agency* tra amministratori e soci, ma soprattutto in un non comune conflitto tra amministratori e azionista di controllo (di diritto), potendosi ben

le azioni dell'emittente ad un prezzo unitario ancor maggiore (*i.e.*, \$7.50 contro \$6.00) e cionondimeno tale proposta sia stata ignorata e non resa pubblica dall'organo amministrativo. V. anche J.M. Fried, *Powering Preemptive Rights with Presubscription Disclosure*, in *Law and Finance of Related Party Transactions* 79 (Luca Enriques & Tobias H. Troger eds., 2019), p. 100 che introduce il concetto di emissione relativamente sottoprezzata (o relativamente sovrapprezzata, a seconda della prospettiva dalla quale si osserva l'operazione).

³⁹⁰ V. *CBS Corp. v. National Amusements, Inc.*, No. 0342-AGB, 2018 WL 2263385 (Delaware Court of Chancery, 17 maggio 2018) p. 1; Ms. Redstone deteneva lo *status* di azionista di controllo potendo esercitare – direttamente o per il tramite di NAI – circa il 79.6% dei diritti di voto, pur avendo un numero di azioni equivalente a circa il 10.3% dei diritti patrimoniali.

³⁹¹ V. *CBS Corp. v. National Amusements, Inc.*, No. 0342-AGB, 2018 WL 2263385 (Delaware Court of Chancery, 17 maggio 2018) p. 2.

³⁹² V. *CBS Corp. v. National Amusements, Inc.*, No. 0342-AGB, 2018 WL 2263385 (Delaware Court of Chancery, 17 maggio 2018) p. 2.

³⁹³ V. *CBS Corp. v. National Amusements, Inc.*, No. 0342-AGB, 2018 WL 2263385 (Delaware Court of Chancery, 17 maggio 2018) p. 2.

argomentare che si trattasse di un raro caso di un soggetto che controllava la maggioranza assoluta dei diritti di voto ma, evidentemente, non il *board* (quantomeno con riferimento all'operazione in questione)³⁹⁴. Ampliando la portata del discorso, il tema si pone all'interno del risalente dibattito in merito ai poteri dei *manager* di utilizzare l'emissione di nuove azioni con lo specifico ed espresso obiettivo di modificare la compagine sociale e, in particolare, ridimensionare l'influenza di un azionista considerato nocivo per l'emittente³⁹⁵. Nel caso di specie la Corte si è espressa in senso

³⁹⁴ Si tratta, di conseguenza, dello scenario opposto rispetto a quello preso in considerazione precedentemente di *cheap-stock tunneling* e, in generale, alle fattispecie (largamente prevalenti) nelle quali il *board* è espressione dell'azionista di minoranza e agisce al fine di massimizzarne gli interessi prese in considerazione da J.M. Fried, H. Spamann, *Cheap-Stock Tunneling Around Preemptive Rights*, 137 *J. Fin. Econ.* 353 (2020), p. 355, di cui *supra* alla nt. 375.

³⁹⁵ Nella stessa sentenza si riconosce come la questione non avesse trovato una risposta unanime in giurisprudenza. V. *CBS Corp. v. National Amusements, Inc.*, No. 0342-AGB, 2018 WL 2263385 (Delaware Court of Chancery, 17 maggio 2018) p. 5, dove si fa riferimento alla “*apparent tension in our [i.e., Delaware] law between a controlling stockholder’s right to protect its control position and the right of the independent directors ... to respond to a threat posed by a controller, including possible dilution of the controller*”. A sostegno dell’orientamento della massima autonomia dell’organo amministrativo si vedano in particolare i precedenti *Mendel v. Carroll* 651 A.2d 297 (Delaware Court of Chancery, 1994), p. 306 che ha riconosciuto il potere degli amministratori di diluire un azionista di controllo al fine di proteggere l'emittente, in ottemperanza ai propri *fiduciary duties*, e *Ford v. VMware, Inc.*, No. 11714-VCL, 2017 WL 1684089 (Delaware Court of Chancery, 2 maggio 2017), p. 11. In senso contrario, e quindi a favore dell’attribuzione all’azionista di controllo, di poteri di reazione alle misure dilutive possibilmente adottate dai *manager* v., tra gli altri, *Adlerstein v. Wertheimer*, No. CIV. A. 19101, 2002 WL 205684, (Delaware Court of Chancery, 25 gennaio 2002), p. 9 che afferma la legittimità della rimozione da parte dell’azionista Adlerstein degli amministratori al fine di prevenire la propria diluizione e, precedentemente, *Frantz Mfg. Co. v. EAC Industries*, 501 A.2d 401 (Delaware Supreme Court, 1985), p. 407. Il tema della diluizione volontaria di un azionista si è posto anche in altri casi, in particolare in presenza di un *activist hedge fund* che era ritenuto possibilmente pericoloso per l’avvenire dell’emittente: sul punto si vedano, in particolare, *Yucaipa American Airlines Fund II, L.P. v Riggio*, 1 A.3d 310 (Delaware Court of Chancery, 2010) e *Third Point LLC v. Ruppel*, No. 9469-VCP, 2014 WL 1922029 (Delaware Court of Chancery, 2 maggio 2014), casi nei quali i *manager* avevano utilizzato lo strumento delle *poison pills* che, differentemente dal solito, venivano attivate non (solo) in presenza di tentativi di scalata ostile ma (anche) qualora un azionista raggiungesse inferiori soglie di partecipazione individuate dallo statuto (*i.e.*, 10% o 20%) senza il preventivo consenso dell’organo amministrativo. In tali casi le corti hanno valutato la bontà

favorevole all'azionista di controllo³⁹⁶, tuttavia il fatto che si trattasse di un provvedimento cautelare, a cui è seguito un accordo transattivo, ha impedito il formarsi di una statuizione definitiva nel merito, lasciando così insoluto il quesito della reale portata del principio giuridico³⁹⁷. In aggiunta, e anche assumendo che la giurisprudenza del Delaware avrebbe confermato il proprio favore per la posizione del controllante, il caso fa emergere la questione dell'assenza di strumenti giuridici che attribuiscono una tutela diretta a quegli azionisti che, pur in presenza di un forte interesse a non subire la diluizione della propria misura partecipativa, non essendo controllanti sono privi di alcun potere – ad eccezione della menzionata reintegrazione patrimoniale – nei confronti del consiglio di amministrazione, qualora non sia riconosciuta l'autonomia di modificare lo statuto o rimuovere gli amministratori con la rapidità e l'efficacia riscontratesi nel caso di specie. Si noti, da ultimo, che malgrado la questione si sia posta in una società che adottava una *dual-class structure*, il tema è trasponibile a maggior ragione anche ai casi di *concentrated ownership*, dove il controllo è meno “bloccato” ed è sufficiente che il controllante non sottoscriva un'emissione di azioni – senza che il *board* decida attivamente di emettere azioni a voto multiplo appartenenti alla categoria di quelle detenute da tale soggetto – per ridimensionarne l'influenza³⁹⁸.

I casi e le sentenze riportati sono chiaramente eterogenei, uniti tuttavia dalla finalità di dimostrare come l'emissione di nuove azioni possa essere strumento prezioso per espropriare valore o diritti di voto agli azionisti e come la risposta dell'ordinamento americano sia sovente differente da quella che potrebbe aspettarsi il giurista europeo

della misura difensiva come risultato del bilanciamento tra la significatività della minaccia rappresentata dall'azionista e la proporzionalità e l'adeguatezza della reazione. Sul punto si veda anche il commento di M. Kahan, E.B. Rock, *Anti-Activist Poison Pills*, 99 *B.U. L. Rev.* 915 (2019), p. 935.

³⁹⁶ *CBS Corp. v. National Amusements, Inc.*, No. 0342-AGB, 2018 WL 2263385 (Delaware Court of Chancery, 17 maggio 2018) p. 6.

³⁹⁷ V. *supra*.

³⁹⁸ Si veda sul punto la comparazione tra le due strutture di Z. Goshen, A. Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125 *Yale L.J.* 560 (2016), p. 592 che rilevano come le strutture concentrate, a differenza di quelle *dual-class*, “*bundles cash flow-rights and control rights*”. In caso contrario, infatti, se l'emissione avesse ad oggetto solo le azioni della categoria con diritto di voto ridotto o addirittura prive di esso, il *controller* non subirebbe alcun pregiudizio anche senza sottoscrivere.

attraverso l'applicazione delle regole e dei principi del sistema giuridico che gli appartiene. In particolare, fungono da prologo al paragrafo successivo, dove si approfondirà il confronto tra i due sistemi.

II. Il confronto tra i due ordinamenti

1. Le ragioni di un diverso approccio

Gli studi comparati, nei decenni, hanno indagato le cause sottostanti alle differenze che caratterizzano non solo le regole di diritto bensì anche, l'approccio generale all'emissione di nuove azioni di Europa³⁹⁹ e Stati Uniti⁴⁰⁰. Questo paragrafo si propone il medesimo esercizio, limitandosi per semplicità al confronto con l'ordinamento italiano⁴⁰¹. Lo scopo ultimo è quello di comprendere se vi siano fattori alla base di tale divergenza che rappresentino limiti alla possibilità di utilizzare la comparazione come mezzo al servizio del fine di suggerire proposte di *policy* per ciascuno dei due Paesi.

Una risposta, consolidata in dottrina, risiede nelle diverse strutture dei mercati e, soprattutto, nella diversa struttura proprietaria che mediamente si riscontra nelle società quotate. In particolare, storicamente si ritiene l'Italia un paese con strutture proprietarie concentrate⁴⁰², al contrario degli Stati Uniti dove il modello della *public corporation* ha un azionariato estremamente diffuso e gli azionisti,

³⁹⁹ Si noti, infatti, che il diritto di opzione e in generale le regole giuridiche fondamentali che governano l'aumento di capitale sono codificati a livello europeo, v. Direttiva (UE) 2017/1132 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 relativa ad alcuni aspetti di diritto societario, Artt. 68 (Decisione dell'assemblea sull'aumento di capitale) e 72 (Aumento di capitale mediante conferimento in denaro).

⁴⁰⁰ V. tra gli altri A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 20 ss.

⁴⁰¹ Si intende limitare lo studio alla comparazione tra il diritto americano e il diritto italiano in quanto allo scopo, ma si faranno riferimenti ai sistemi giuridici di altri paesi europei, in quanto compatibili.

⁴⁰² Si vedano sul punto le recenti rilevazioni empiriche sulle strutture proprietarie delle società quotate in Italia, riportate nel capitolo primo, para I. Tale caratteristica, peraltro, non distingue l'Italia del resto dell'Europa, il cui mercato per il controllo societario è tradizionalmente considerato quasi inesistente, anche circoscrivendo la riflessione ai soli emittenti quotati; v. sul punto E. Ferran, *Legal capital rules and modern securities markets – the case for reform, as illustrated by the U.K. Equity markets in Capital Markets and company law* (a cura di K.J. Hopt e E. Wymeersch), 2003, p. 104.

detentori prevalentemente di partecipazioni infinitesimali, hanno scarso o nullo interesse nei confronti del governo societario dell'emittente. Tale modello è nella prassi conosciuto come *Berle-Means corporation*⁴⁰³ – dal nome degli autori che, per primi, ne hanno teorizzato l'esistenza e individuato le caratteristiche – e, sintetizzando in maniera approssimativa (ma auspicabilmente utile), amplifica notevolmente i caratteri che, come esposto nel capitolo iniziale del presente elaborato, autorevoli studiosi italiani attribuiscono agli emittenti quotati nel raffronto con le società chiuse⁴⁰⁴. Si fa riferimento, in particolare, al minore interesse da parte degli azionisti di minoranza al mantenimento della misura dei diritti partecipativi che scaturisce, tra l'altro, dalla scarsa partecipazione al governo societario e rende quindi non necessario il diritto di opzione, preferendosi altri strumenti di tutela, fortemente o esclusivamente orientati alla prospettiva patrimoniale dell'investimento⁴⁰⁵. Ampliando la portata della considerazione, gli studi economici sull'argomento hanno sostenuto una correlazione tra l'utilizzo di offerte in opzione e il grado (elevato) di concentrazione delle compagini sociali⁴⁰⁶, come si riscontra in Europa. In senso

⁴⁰³ Si vedano sul punto M.J. Roe, *A Political Theory of American Corporate Finance*, 91 *Colum. L. Rev.* 10 (1991), p. 11 che identifica con tale definizione le organizzazioni societarie nelle quali “[t]his combination of a huge enterprise, concentrated management, and dispersed, diversified stockholders shifts corporate control from shareholders to managers” e più recentemente B. Cheffins, *The Rise and Fall (?) of the Berle-Means Corporation*, 42 *Seattle U. L. Rev.* 445 (2019), pp. 464-470 che ricostruisce dettagliatamente le ragioni che avevano portato allo sviluppo della *Berle-Means corporation* e l'evoluzione che ha nel tempo caratterizzato tale fattispecie. V. anche l'originale studio monografico di A. Berle, G. Means, *The modern corporation and private property*, New York, 1932.

⁴⁰⁴ Si veda, *supra*, capitolo primo, para I.

⁴⁰⁵ Si veda *supra* capitolo primo, para I e III. Si noti, peraltro, che benché l'argomento, affrontato *supra*, possa essere almeno in parte condivisibile per il confronto tra società aperte e società chiuse nel diritto italiano – dal momento che nel secondo caso è più difficile individuare una tutela alternativa come il mercato e in ogni caso si ammette una maggiore incidenza della componente patrimoniale del diritto – sembra meno calzante con riferimento al paragone Italia vs Stati Uniti, o comunque condizionato a determinate premesse. Come di seguito affermato, infatti, giustificare la non attribuzione del diritto di opzione esclusivamente o principalmente con la presenza di una diversa concentrazione proprietaria, richiede di individuare a monte una funzione principale del diritto di natura amministrativa e di governo societario.

⁴⁰⁶ Si veda anche A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 21 che nota come negli ordinamenti giuridici dei paesi i cui mercati ha

conforme, l'opzione è stata individuata come strumento che consente agli azionisti di maggioranza di mantenere il proprio *status* all'interno della compagine azionaria – facendo leva anche sulla differenziazione della disciplina o della prassi applicativa dell'istituto all'interno di ciascun sistema giuridico⁴⁰⁷ – da cui il forte nesso del diritto di opzione con i mercati nei quali un ipotetico azionista di controllo possa ricavare benefici privati (*i.e.*, ulteriori a quelli conseguibili all'interno della compagine sociale) dal proprio *status*⁴⁰⁸. Tale considerazione non risulta

mediamente un inferiore grado di concentrazione nelle compagini azionarie si riscontra una deregolamentazione del diritto di opzione, la cui previsione è condizionata alla scelta delle parti di includerlo in statuto.

⁴⁰⁷ Così A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 22 che nota come gli ordinamenti giuridici che adottano il diritto di opzione come norma obbligatoria (o per meglio dire come soluzione di *default* in assenza di eccezioni applicabili) prevedono soluzioni più flessibili per le società quotate e allo stesso modo nei paesi nei quali si tratta di una clausola statutaria la cui introduzione è rimessa all'autonomia delle parti si assiste a un più frequente ricorso nel caso di società chiuse. L'A. nondimeno considera anche ulteriori spiegazioni circa la presenza del diritto nei paesi con elevato grado di concentrazione proprietaria; v. infatti Bigelli, *Gli aumenti di capitale delle società quotate. Un'analisi economico finanziaria*, Torino, 1996, p. 109. In senso conforme anche Macchiati, S. Providenti, G. Siciliano, *Verso una riforma delle regole della finanza d'impresa in Mercato Concorrenza Regole*, 1999, p. 305 che affermano come, differentemente dagli azionisti che detengono partecipazioni infinitesimali, gli azionisti di maggioranza o comunque titolari di partecipazioni qualificate abbiano un forte incentivo a non subire la diluizione economica.

⁴⁰⁸ V. in particolare M. Meoli et al., *Use and abuse of rights issues. Do they really protect minorities?*, *Department of Economics and Technology Management Working Paper*, 2008, p. 19, 20 che collegano il diritto di opzione a tale benefici (che derivano dalla possibilità di avere un potere decisionale significativo sull'impiego delle risorse della società) che talvolta possono essere tali da indurre il controllante anche a effettuare un investimento (inteso come sottoscrizione di azioni) avente, di per se, un *net present value* negativo. L'interesse degli azionisti di controllo a mantenere invariata la propria misura dei diritti partecipativi emerge anche nell'analisi di P. Gualtieri et al., *L'attualità del diritto di opzione negli aumenti di capitale di società quotate*, in *AGE*, 2017, p. 224, che lo riconduce al concetto patrimoniale di premio di maggioranza; si noti, peraltro, che ne in questa sede ne nelle pagine che seguono si intende sminuire tale interesse – che al contrario appare del tutto logico – bensì argomentare che il diritto di opzione non ne costituisca condizione necessaria al soddisfacimento. Si veda tuttavia anche Z. Goshen, A. Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125 *Yale L.J.* 560 (2016), pp. 571 ss. che espongono le molteplici teorie che giustificano l'interesse ad acquisire o mantenere il controllo societario, tra cui talune che prescindono dall'ottenimento di benefici privati e,

invero decisiva, quantomeno con riferimento a quegli ordinamenti giuridici che richiedono anche l'approvazione assembleare⁴⁰⁹: sembra quest'ultimo, infatti, l'efficace meccanismo a tutela degli azionisti di controllo che, forti di tale strumento, anche in assenza del diritto di opzione obbligatorio potrebbero ottenerne l'attribuzione nella dialettica che, non di rado, precede la proposta di emissione⁴¹⁰. Appare, al contrario, preferibile intendere il diritto di opzione come regola a tutela delle minoranze – che sottostanno alla decisione di emettere nuove azioni – in particolare del profilo patrimoniale del loro investimento⁴¹¹. Malgrado si condivida l'ulteriore (ma non principale) utilità dell'istituto nella conservazione della misura partecipativa, si ritiene infatti che tale funzione sia beneficiata per lo più da azionisti la cui partecipazione è sufficientemente significativa da attribuire un interesse alla partecipazione del governo societario dell'emittente, ma al di sotto della soglia di controllo di diritto⁴¹².

in generale, dall'assunzione che i controllanti pongano in atto comportamenti opportunistici (v. in particolare *id*, p. 576).

⁴⁰⁹ Al contrario, in tali ordinamenti, la presenza di benefici connessi al mantenimento del controllo societario contribuisce a spiegare la rarità dei casi nei quali viene effettivamente approvata l'esclusione dell'opzione e, soprattutto, la circostanza che si tratti prevalentemente di situazioni nelle quali l'obiettivo dell'operazione è ulteriore al mero raccoglimento di risorse a titolo di capitale di rischio; v. in particolare G. Balp, M. Ventoruzzo, *Esclusione del diritto d'opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, in *Riv. Soc.* 2004, p. 801 che, nel riaffermare il nesso tra concentrazione dei mercati e benefici privati nel controllo societario, ipotizzano tra le motivazioni sottostanti alla deliberazione di aumenti capitale con esclusione dell'opzione, il fatto che l'operazione sia contestualizzata nell'ambito di piani di incentivazione dei dipendenti, prestiti obbligazionari convertibili o che preveda conferimenti in natura. Si noti, peraltro, come la prassi abbia dimostrato che anche in mercati dove le compagini sociali sono mediamente meno concentrate vi siano situazioni di azionisti determinati a ottenere benefici privati dal controllo, al punto da corrispondere un prezzo superiore al valore di mercato delle azioni. V. in particolare *supra*, I.4, *OTK v. Friedman*.

⁴¹⁰ In merito alle attività di dialogo di diverso tipo tra amministratori e soci negli emittenti quotati, nonché agli interventi del legislatore volti a favorirli, si rinvia alle considerazioni espresse nel capitolo primo, para. I.

⁴¹¹ V. *supra* le riflessioni riportate in sede di ricostruzione e studio della funzione dell'istituto nel capitolo primo, para II.1 e III.

⁴¹² Si condivide, infatti, il rilievo circa lo scarso interesse di azionisti con partecipazioni infinitesimale a mantenere inalterata la misura dei diritti partecipativi – pur mantenendosi un interesse a tale conservazione qualora sia un mezzo attraverso il quale perseguire il fine della tutela patrimoniale – ma si

Similmente si è suggerito come in mercati meno concentrati e più liquidi – quali quello americano – si possa far ricorso a tecniche di protezione alternativa della posizione dell'azionista, tra cui in particolare l'acquisto diretto delle azioni sul mercato⁴¹³. Tale rilievo ha senz'altro il pregio di sottolineare come quest'ultimo rimedio – il ricorso al mercato per reintegrare la propria misura dei diritti – sia, rispetto al diritto di opzione, più flessibile, consentendo di distinguere tra chi effettivamente non vuole vedere diluita la propria frazione e chi non manifesti (o non possa soddisfare) tale interesse. Ogni considerazione che collega la presenza del diritto di opzione alla concentrazione delle compagini sociali e dei mercati, tuttavia, postula necessariamente che la funzione principale dell'istituto sia quella amministrativa o, alternativamente, che negli ordinamenti dove l'attribuzione del diritto non è obbligatoria, la posizione patrimoniale sia tutelata attraverso presidi alternativi rispetto al solo accesso al mercato⁴¹⁴. Quest'ultimo, infatti, rappresenta uno strumento efficace per gli azionisti solo in presenza di ulteriori meccanismi volti a garantire la congruità del prezzo di emissione. In aggiunta, qualora si individuasse effettivamente una correlazione (diretta) tra la concentrazione delle strutture proprietarie e l'attribuzione del diritto di

individua tale interesse in capo a detentori di partecipazioni pur significative ma inferiori alla maggioranza. Pur riconoscendo l'impossibilità di individuare un intervallo esatto sembra far riferimento alla soglia delle partecipazioni rilevanti del 3% come punto di riferimento, aggiungendo che l'interesse presumibilmente cresce in misura proporzionale alla partecipazione fino al raggiungimento della maggioranza assoluta dei diritti di voto dove, come riportato nel testo, l'azionista dispone di altri strumenti. Si noti, peraltro, che in linea teoria già il controllante di fatto dovrebbe poter esercitare un'influenza dominante al punto di poter disporre di tali strumenti.

⁴¹³ Così, in particolare, A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 23 che in senso ampio inquadra il proprio studio monografico sul rapporto binario tra diritto di opzione e acquisto diretto sul mercato come fattispecie alternative di tutela dell'azionista.

⁴¹⁴ Si fa riferimento in particolare alla tesi di A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013 p. 117, che facendo seguito a quanto affermato nella nt. precedente, annovera espressamente l'acquisto diretto sul mercato regolamentato tra le alternative al diritto di opzione “che consente al socio di mantenere inalterato il rapporto di partecipazione nella società”; la riflessione è espressa facendo riferimento all'esperienza tedesca e nel contesto di una norma, quale la clausola di esclusione semplificata dell'opzione, che in effetti prevede presidi volti a garantire la congruità del prezzo di emissione.

opzione – sull’assunto che questo contribuisca a perpetrare il controllo sull’emittente – sarebbe lecito aspettarsi una presenza costante di tale clausola negli statuti delle società quotate americane che rispondano a tali caratteristiche⁴¹⁵; al contrario, l’istituto appare desueto nella prassi americana⁴¹⁶.

In senso critico circa le tesi che collegano le struttura proprietaria delle società all’attribuzione legislativa dell’opzione, si riscontra anche un autorevole parere che ha argomentato come tale riflessioni investirebbero anche le società non quotate americane dove, tuttavia, la separazione tra proprietà e controllo è meno marcata rispetto alle società aperte – e ogni discorso circa la frammentazione dell’azionariato è evidentemente precluso – e dove, pure, il diritto di opzione è semplicemente una clausola statutaria condizionata alla volontà delle parti⁴¹⁷. Tale orientamento è supportato da un altro studio economico che ha rilevato l’assenza di rilevazioni empiriche che confermino una relazione inversa tra l’attribuzione dei diritti di opzione e le dimensioni e la concentrazione proprietaria dell’emittente⁴¹⁸. Alla luce delle considerazioni esposte – e delle riflessioni sviluppate nel primo capitolo circa la natura e la funzione del diritto di opzione – non si ritiene di condividere pienamente una tesi che, elevando più o meno implicitamente la prospettiva amministrativa dell’istituto dalla posizione di subalternità rispetto a quella patrimoniale, individui la concentrazione delle strutture proprietaria come fattore caratterizzante la presenza dell’istituto, pur

⁴¹⁵ Si noti, infatti, che la fattispecie di società controllate (non distinguendo in senso tra *dual-class* e *concentrated ownership structures*) non è trascurabile. In aggiunta ai dati riportati *supra* si veda infatti anche Z. Goshen, A. Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125 *Yale L.J.* 560 (2016), p. 572 (che utilizza l’argomento di “*the significant presence of concentrated ownership in the United States and in other countries with strong investor-protection laws*” per criticare la tesi che l’incentivo sottostante il mantenimento dello *status* di controllo abbia necessariamente a che vedere con comportamenti opportunistici e l’ottenimento di benefici privati).

⁴¹⁶ V. *supra* para I.1.

⁴¹⁷ Così M. Ventrone, *Issuing New Shares and Preemptive Rights: a Comparative Analysis*, 12 *Rich. J. Global L. & Bus.* 517 (2013), p. 542.

⁴¹⁸ V. A. Macchiati, S. Providenti, G. Siciliano, *Verso una riforma delle regole della finanza d’impresa in Mercato Concorrenza Regole*, 1999, p. 305; si noti come tale rilievo contraddica soltanto parzialmente quello *supra* menzionato perché questo studio fare riferimento alle scelte da parte dell’impresa in sede di emissione e non a quelle del legislatore, pur considerandosi in entrambi i casi quelli che sono gli interessi degli azionisti a mantenere la propria partecipazione.

non potendosi evidentemente trascurare le indicazioni ricavabili da tali dati numerici.

Il collegamento, tra la composizione dell'azionariato e le regole che disciplinano l'emissione di nuove azioni è emerso anche in un report commissionato dal governo britannico a inizio millennio che ha, tra l'altro, comparato la propria disciplina in materia a quella americana⁴¹⁹. L'attenzione è traslata in particolare verso le caratteristiche qualitative dell'azionariato e si è rimarcato come, in particolare ai tempi della redazione dell'elaborato, in Inghilterra gli investitori istituzionali avessero maggiore influenza e maggiori responsabilità nel governo societario, ritenendosi di conseguenza il diritto di opzione più adatto a un sistema, come quello inglese, che adotta un modello fortemente incentrato sul dialogo tra *manager* e azionisti⁴²⁰. Nella stessa sede, si è anche enfatizzata la funzione di governo societario dell'istituto, al pari dell'importanza di tale attività di *engagement* (anche preassembleare) nel contesto di emissioni di nuove azioni⁴²¹.

Lo scenario americano, tuttavia è significativamente mutato nel nuovo millennio, con l'avvento degli investitori istituzionali e la loro costantemente crescente presenza nelle strutture proprietarie delle

⁴¹⁹ Si fa riferimento a P. Myners, *Pre-emption Rights: Final Report*, (URN 05/679, February 2005) (<https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20060213221519/http://www.dti.gov.uk/cld/public.htm>).

⁴²⁰ Si veda P. Myners, *Pre-emption Rights: Final Report*, (URN 05/679, February 2005) (<https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20060213221519/http://www.dti.gov.uk/cld/public.htm>), p. 16. In senso conforme si veda anche lo scritto, pressoché contemporaneo, di E. Ferran, *Legal Capital Rules and Modern Securities Market – the Case for Reform, as Illustrated by the U.K. Equity Markets*, in *Capital Markets and Company Law*, 115, (a cura di K.J. Hopt, E. Wymeersch), 2003, p. 124 dove si rileva come negli investitori istituzionali si riscontri in generale un forte interesse ad avere voce in capitolo circa le scelte dell'emittente in materia di struttura del capitale. Si noti peraltro come in tale sede si riporti l'orientamento espresso da Association of British Insurers, che era stata interpellata anche nel menzionato *report*.

⁴²¹ P. Myners, *Pre-emption Rights: Final Report*, (URN 05/679, February 2005) (<https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20060213221519/http://www.dti.gov.uk/cld/public.htm>), p. 42.

società quotate⁴²². Il dato fattuale risulta logicamente in un aumento sia sul piano quantitativo, della concentrazione delle strutture proprietarie, sia sul piano qualitativo, del livello di sofisticatezza medio degli azionisti. Malgrado non vi sia un'unanimità di opinioni circa l'esercizio dei diritti di governo societario da parte di tale tipologia di investitori, si ritiene di aderire alla tesi che ha affermato che la maggiore istituzionalizzazione dell'azionariato porti mediamente a un incremento dei poteri degli azionisti⁴²³. Nello specifico, è stato

⁴²² La dottrina, sull'argomento, è sconfinata. Se segnala in particolare, con criterio del tutto arbitrario, il recente contributo di A. Hamdani, S. Hannes, *The Future of Shareholder Activism*, 99 *B.U. L. Rev.* 971 (2019), p. 973 che affermano come gli investitori istituzionali, al momento della loro ricerca, possedessero complessivamente circa il 70-80% dei mercati finanziari americani, aggiungendo come nelle compagini sociali delle società quotate si riscontrassero in media “between three to five money manager, each holding approximately 5-10% of the corporation stock. Other institutional investors ... hold smaller percentages, comprising together up to an additional 50% of the corporation's shares”; L.A. Bebchuk et al., *The Agency Problems of Institutional Investors*, 31 *J. Econ. Persp.* 89 (2017), p. 92 che corroborano l'argomento dell'aumentata concentrazione con un'analisi empirica avente ad oggetto le venti società quotate di maggiori dimensioni alla data del 20 giugno 2016; E.B. Rock, *Institutional Investors in Corporate Governance*, in *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance* 363, 365-367 (J.N. Gordon & W. Ringe eds., 2018), pp. 365-367 che descrive la trasformazione che ha coinvolto la struttura proprietaria delle società quotate americane nell'ultimo decennio e D.S. Lund, *The Case Against Passive Shareholder Voting*, 43 *J. Corp. L.* 101 (2018), pp. 106-107. Si veda anche la proposta *de jure condendo* di R.J. Gilson, J.N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Reevaluation of Governance Rights*, 113 *Colum. L. Rev.* 863 (2013), p. 864 che affermano come l'impianto normativo americano in tema di governo societario sia fondato sul modello della *public company* ad azionariato diffuso e frammentato e, di conseguenza, è reso obsoleto da tali cambiamenti nei mercati.

⁴²³ Si vedano in particolare gli studi di J.C. Coates IV, *The Future of Corporate Governance Part I: The Problem of Twelve*, *Harvard Pub. Law Working Paper No. 19-07*, (bozza del 20 settembre 2018), p. 1 che ritiene che “[a]gainst that real-world benchmark, indexation represents a significant shift towards more shareholder power, not less” e W.B. Bratton, S.M. Sepe, *Corporate Law and the Myth of Efficient Market Control*, *U. of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 19-21*, (May 6, 2019), p. 3 che affermano come “[t]he rise of hedge funds and other activist investors has brought an unprecedented shift in power from managers to shareholders, who are now empowered to determine business decisions at publicly-traded companies”. In senso contrario si veda invece B. Cheffins, *The Rise and Fall (?) of the Berle-Means Corporation*, 42 *SEATTLE U. L. REV.* 445 (2019), p. 447 che ritiene come nel complesso il modello della società quotata americana non sia stato soggetto a cambiamenti significative per quanto riguarda la passività degli azionisti *outsider*.

sostenuto come il significativo valore economico della partecipazione mediamente detenuta sfoci, anche in capo ad azionisti che solitamente non si caratterizzano per attivismo in sede di governo societario, in un incentivo a partecipare con il proprio voto (spesso determinante) alle più importanti decisioni assembleari⁴²⁴ e a evitare di essere soggetti a fenomeni diluitivi; quest'ultima considerazione, in particolare, trova riscontro, tra l'altro, nelle parole indirizzate dal CEO dell'*investment manager* Blackrock⁴²⁵ attraverso la lettera annuale rivolta alle società nel portafoglio del fondo nel 2019, dove ha manifestato la rilevanza strategica delle decisioni in tema di struttura del capitale⁴²⁶. Tali considerazioni depongono quantomeno l'attualità delle tesi che individuano un nesso tra la concentrazione proprietaria (e la tipologia di azionisti) e il diritto di opzione: in altre parole, malgrado si corra il rischio di sovrapporre il piano circa l'esistenza (e l'originaria *ratio*) del diritto di opzione e il piano circa la sua effettiva necessità (o utilità), sembra affrettato (e improprio) motivare l'assenza del diritto di opzioni nei mercati americani, e in generale nei mercati con minore

⁴²⁴ Così M. Kahan, E. Rock, *Index Funds and Corporate Governance: Let Shareholders Be Shareholders*, NYU Law and Econ. Research Paper No. 18-39 (Bozza di agosto 2019), p. 12 che individuano una correlazione tra la dimensione della partecipazione detenuta e l'incentivo a raccogliere informazioni adeguate e votare) e, in senso sostanzialmente conforme, A. Hamdani, S. Hannes, *The Future of Shareholder Activism*, 99 B.U. L. Rev. 971 (2019), pp. 979-983 e p. 976 (dove si denota la tendenza degli investitori istituzionali a essere sempre più coinvolti anche nelle decisioni di *business* e non solo di governo societario); si veda anche il contributo di D.S. Lund, *The Case Against Passive Shareholder Voting*, 43 J. CORP. L. 101 (2018) che nel ritenere che gli investitori istituzionali che popolano le compagnie sociali delle società americane siano sofisticati e abbiano influenza sulla *governance* degli emittenti, sembra escludere (o comunque limitare) gli investitori passivi dal fenomeno. In senso contrario, circa gli incentivi degli investitori istituzionali ad investire adeguatamente nel governo societario, emerge e in particolare la tesi (espressa a più riprese) del professor Bebchuk; v., per tutti, L.A. Bebchuk et al., *The Agency Problems of Institutional Investors*, 31 J. Econ. Persp. 89 (2017).

⁴²⁵ Blackrock Inc., è una delle principali società (utilizzando un'espressione conservativa) di *asset management* a livello mondiale che, al termine del primo semestre del 2021 aveva in gestione fondi per circa 9500 miliardi di dollari. Cfr. <https://www.reuters.com/business/blackrock-quarterly-profit-jumps-28-2021-07-14/>.

⁴²⁶ V. L. Fink, *Larry Fink's 2019 Letter to CEOs: Purpose & Profit*, BLACKROCK, <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter> [https://perma.cc/JP5U-4JB2].

concentrazione proprietaria, semplicemente con lo scarso interesse degli azionisti a partecipare (per tale intendosi a livello di dialogo e voto assembleare e non la mera eventuale sottoscrizioni delle nuove azioni) a quelle che in Italia si definiscono le operazioni sul capitale⁴²⁷.

Sembra quindi preferibile suggerire una prospettiva sistematica e collocare le riflessioni che riguardano le regole e i principi giuridici che si applicano in sede di emissione di nuove azioni all'interno di un più generale discorso avente ad oggetto la diversa concezione del socio nei due ordinamenti. A livello di *policy* è possibile distinguere due differenti approcci alla materia in oggetto e, in generale, alle operazioni societarie che coinvolgono *insider* e *outsider* e che sono, quindi, connotate da problemi di *agency*: il fattore discriminante consiste nella natura giuridica degli strumenti attribuiti ai soggetti *outsider* (o *principal*⁴²⁸, che dir si voglia). Una protezione di tipo *property* – che ricorda la tutela reale del diritto italiano – attribuisce al soggetto il potere di impedire il completamento dell'operazione e si evita, quindi, che lo stesso possa essere espropriato del proprio bene senza aver prestato il consenso⁴²⁹. Al contrario, le regole di natura *liability* – che

⁴²⁷ In questo senso, mi permetto di rinviare a un mio elaborato nel quale, partendo proprio dagli interessi che gli azionisti hanno per questo tipo di operazioni, ho tentato di argomentare la necessità che, anche negli Stati Uniti, le emissioni di nuove azioni siano sottoposte al voto assembleare. V. N. Calvi, *Towards Shareholder Vote on Equity Issuances*, 10 *American University Business Law Review*, 1 (2021), pp. 8 e ss.

⁴²⁸ Con il concetto di *principal* si fa riferimento al soggetto i cui interessi vengono amministrati dall'*agent* nel tradizionale rapporto di *agency*: esempio ne sono, appunto, gli azionisti-investitori (*i.e.*, che si distinguono dagli azionisti effettivamente coinvolti nella vita societaria) nella società quotata. Per una ricognizione dei possibili costi sopportati dagli azionisti di società quotate in quanto *principal*, si fa riferimento a Z. Goshen, R. Squire, *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*, 117 *Columbia Law Review* 767 (2017).

⁴²⁹ Si vedano sul punto lo studio fondamentale di G. Calabresi, A. Douglas Melamed, *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, 85 *Harr. L. Review* 1089 (1972), p. 1092 che, nel ricostruire interamente il paradigma in contesti di transazioni scovre da implicazioni di diritto societario, spiegano come “[a]n entitlement is protected by a property rule to the extent that someone who wishes to remove the entitlement from its holder must buy it from him in a voluntary transaction in which the value of the entitlement is agreed upon by the seller” e, più recentemente, Z. Goshen, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, 91 *Calif. L. Rev.* 393 (2003), p. 398 che si distingue per applicare il concetto di *property rule* alle regole che disciplinano le organizzazioni societarie. V. infine Z. Goshen, A. Hamdani, *Corporate Control and*

proseguendo nella comparazione con il diritto italiano si sovrappongono alle tutele obbligatorie – muovono da un approccio che favorisce il completamento di un’operazione, consentendo anche un’espropriazione di fatto nei confronti degli azionisti, fino a giungere in certi casi all’estromissione dalla compagine sociale, a patto che questi ricevano un congruo corrispettivo⁴³⁰.

La dicotomia è stata inizialmente teorizzata, per quanto concerne il diritto societario, per la generalità delle operazioni *self-dealing* e, in particolare, per i contesti nei quali si riscontra la presenza di un azionista di controllo⁴³¹. Non sembra fuori luogo, tuttavia, applicare la riflessione, da un punto di vista oggettivo, alle operazioni

Idiosyncratic Vision, 125 *Yale L.J.* 560 (2016), p. 610 che utilizzano il concetto di “*consent-based protection*”, aggiungendo come tale regola si esponga al rischio di interferenza delle minoranze con quello che viene definito “*controller’s management right*”.

⁴³⁰ V., in particolare, ancora Z. Goshen, *Controlling Corporate Self-dealing*, in 91 *Cal. L. Rev.* 393 (2003), p. 408 che afferma come “[*l*]iability rule is a legal rule that allows a transaction to be forced upon a party provided that objectively fair compensation is made”.

⁴³¹ Si fa riferimento, in particolare, allo studio di cui alle note *supra* di Z. Goshen, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, 91 *Calif. L. Rev.* 393 (2003), p. 398 (ma in generale l’intera analisi) che contrappone l’approccio che consente all’azionista di controllo di imporre le operazioni agli azionisti di minoranza senza interessi (individuali e confliggenti a quelli della società) nell’operazione, ai casi in cui questi ultimi hanno il diritto di veto su un’operazione che espropri un *corporate asset*. Lo stesso A., successivamente si è occupato nuovamente del tema in altri saggi coautorati che sovente si citano nel corso di questo elaborato. V. in particolare di Z. Goshen, A. Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125 *Yale L.J.* 560 (2016) dove tra l’altro si mette in luce la necessità di fornire anche all’azionista di controllo strumenti che, in ragione dell’investimento effettuato, gli consentano di implementare la propria *idiosyncratic vision* impedendo ad altri soggetti (tra cui le Corti, gli azionisti di minoranza o i *manager*) di privarlo del proprio *status* (v. in particolare *id.*, pp. 595, 601); Z. Goshen, A. Hamdani, *Majority Control and Minority Protection*, in *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance* (Jeffrey N. Gordon & Wolf-Georg Ringe eds., 2018) che ricostruisce il conflitto nelle società controllate tra le prerogative del controllante e la salvaguardia delle aspettative delle minoranza (v. in particolare *id.*, p. 453) e Z. Goshen, A. Hamdani, *Corporate Control, Dual Class and the Limits of Judicial Review*, 120 *Colum. L. Rev.* 941, 953 (2020) che sintetizzano le diverse problematiche esposte in tema di protezioni dei diversi tipi di azionisti e concludono con un approccio molto mercatistico che suggerisce di lasciare ampia discrezionalità agli statuti.

di emissione di nuove azioni⁴³² e, da un punto di vista soggettivo, alla generalità delle società quotate, contrapponendo non solo maggioranza e minoranza ma in senso più ampio *insider* e *outsider*, dal momento che l'attribuzione dei poteri tra amministratori e azionisti è una discriminante importante tra i due sistemi giuridici per quanto concerne l'argomento preso in considerazione e che, non sempre, gli azionisti hanno il diritto di concorrere a formare la decisione societaria di approvare l'operazione.

Negli Stati Uniti la posizione degli azionisti (facendosi sempre riferimento alle sole società quotate) trova la sua massima espressione nella compravendita delle azioni sul mercato mobiliare⁴³³ e i loro poteri risultano fortemente ridimensionati rispetto ad altri ordinamenti. In particolare, si tende a circoscriverli alla funzione di monitoraggio del consiglio di amministrazione che, a sua volta, si esercita principalmente attraverso la partecipazione all'elezione dello stesso⁴³⁴. Non stupisce, pertanto, che anche in tema di disciplina di emissione di nuove azioni, la direzione intrapresa dall'ordinamento americano volga principalmente all'interesse della società ad accedere al mercato, avendo un assai limitato riguardo delle esigenze degli azionisti di mantenere la propria frazione partecipativa⁴³⁵. In questo senso si spiega

⁴³² E, invero, si veda Z. Goshen, A. Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125 *Yale L.J.* 560 (2016), p. 602 che annovera l'emissione di nuove azioni, in ragione del forte potenziale diluitivo, tra le operazioni societarie che possono essere oggetto della dicotomia tra *property* e *liability rule*. Si noti, peraltro, che nel testo citato si esponeva l'opinione che l'azionista di controllo non debba essere diluito dagli amministratori nemmeno qualora tale azione risulti in un beneficio per gli azionisti di minoranza.

⁴³³ Si veda P. Myners, *Pre-emption Rights: Final Report* (URN 05/679, February 2005) (<https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20060213221519/http://www.dti.gov.uk/cld/public.htm>), p. 17.

⁴³⁴ V. I. Anabtawi, *The Twilight of Enhanced Scrutiny in Delaware Me&A Jurisprudence*, in 43 *Del. J. Corp. L.* 161 (2019), p. 168 che menziona anche il potere di lanciare o minacciare un *takeover*, al fine modificare la composizione del consiglio di amministrazione. Tale prospettiva, invero, non rientra nella fisiologia della vita sociale, attenendo ad un piano straordinario e soprattutto richiedendo un notevole impegno (anche economico) per potere essere concretizzata o anche solo per rappresentare una minaccia credibile. Come limite all'attività degli amministratori si ricordano, da ultimo, anche i già trattati *fiduciary duties*.

⁴³⁵ Cfr., ancora, P. Myners, *Pre-emption Rights: Final Report* (URN 05/679, February 2005)

l'adozione di una tutela di tipo *liability* che mira a salvaguardare soltanto la posizione patrimoniale, rendendo gli azionisti soggetti alla decisione di completare l'operazione – intendendosi non solo l'emissione di nuove azioni ma eventualmente anche l'allargamento o la modifica della compagine sociale o della struttura del capitale⁴³⁶ – potendo avere un impatto, *ex post*, solo sul corrispettivo⁴³⁷.

Al contrario, in Italia la partecipazione azionaria è percepita come un diritto sacro e inviolabile di proprietà⁴³⁸, facendosi riferimento non solo al fenomeno di compravendita di azioni ma anche

(<https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20060213221519/http://www.dti.gov.uk/cld/public.htm>), p. 17

⁴³⁶ Attraverso l'emissione di nuove azioni senza diritto di voto, infatti, è possibile reperire nuovi finanziamenti a titolo di capitale di rischio senza diluire l'influenza dell'azionista di maggioranza; si veda in particolare la ricapitalizzazione di Google del 2012, poi oggetto di *settlement*. Cfr. *Settlement Hearing and Rulings of the Court, In re Google Inc. Class C S'holder Litig.*, No. 7469-CS, 2013 WL 6735045, (Delaware Court of Chancery, 28 ottobre 2013), p. *6 e *IRA Tr. FBO Bobbie Ahmed v. Crane*, No. 12742-CB, 2017 WL 7053964 (Delaware Court of Chancery, 11 dicembre 2017), pp. *6-9 dove si argomenta che la ricapitalizzazione sia stata strutturata *ex ante* al fine di superare il sindacato di *entire fairness*; su entrambi i casi cfr. infatti, il commento di Z. Goshen, A. Hamdani, *Corporate Control, Dual Class and the Limits of Judicial Review*, 120 *Colum. L. Rev.* 941 (2020), pp. 942-945 e p. 962 dove si afferma che a partire dal caso Google si sia diffusa la convinzione che tali *midstream recapitalizations* possano essere soggette al sindacato di *entire fairness*.

⁴³⁷ V. Z. Goshen, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, 91 *Calif. L. Rev.* 393 (2003), p. 408 che identifica il sindacato di *entire fairness* come caso paradigmatico di tutela di tipo *liability*.

⁴³⁸ Sul punto si veda lo studio comparato L. Pinta, *The U.S. and Italy: controlling shareholders' fiduciary duties in freeze out mergers and tender offers*, 7 *N.Y.U. Journal of Law and Business* 931 (2011), p. 936 che mette in risalto le diverse "*founding philosophies*" dei due ordinamenti giuridici con riguardo alla figura dell'azionista, pur sottolineando come l'Italia si sia nei decenni (e in particolare dal 1998) mossa nella direzione americana. Si noti peraltro che la stessa concezione del *freeze-out* è un valido esempio della forbice tra i due sistemi giuridici, dal momento che tale operazione presuppone una prospettiva prevalentemente finanziaria dell'investimento azionario, dal momento che comporta la perdita non consensuale dello *status* di azionista. V. sul punto anche Z. Goshen, A. Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125 *Yale L.J.* 560 (2016), p. 613 dove si sostiene che la protezione degli azionisti di minoranza in sede di *freeze-outs* sia correttamente limitata a regole di tipo *liability*, sull'assunzione che tale operazione rappresenti un elemento utile al perseguimento dell'*idiosyncratic vision* da parte del controllante.

all'aspetto di adesione ad un contratto sociale⁴³⁹. Malgrado tale riflessione possa apparire sfumata nel contesto di emittenti che fanno ricorso al mercato mobiliare⁴⁴⁰, la differenza con gli Stati Uniti rimane marcata potendosi, con una certa approssimazione, individuare il modello della società quotata italiana come intermedio (per caratteristiche) tra la società chiusa italiana e la società quotata americana. In quest'ottica il legislatore europeo tende a proteggere gli azionisti – e i rispettivi diritti di proprietà – attraverso norme imperative, a scapito della flessibilità degli amministratori di modificare la struttura proprietaria e finanziaria dell'impresa.

Nel caso dell'operazione in oggetto i principali rimedi di tipo *property* sembrano a prima vista rinvenibili nel voto assembleare e nel diritto di opzione, pur con alcune precisazioni necessarie. Nel primo caso il consenso è inteso non come espressione individuale ma come pronuncia collegiale dell'assemblea alla quale il singolo azionista contribuisce limitatamente al proprio voto e alla cui determinazione complessiva è soggetto⁴⁴¹. Di conseguenza, nella formulazione adottata dall'ordinamento italiano, è uno strumento di tipo *property* soltanto parziale dal momento che è efficace nell'impedire il completamento di un'operazione nell'ambito di un conflitto tra amministratori e soci, ma non si può affermare lo stesso qualora, in presenza di un azionista di controllo, questi cerchi di espropriare la società a danno delle minoranze⁴⁴². Il secondo strumento, invece, che sembra più aderente

⁴³⁹ Si veda tuttavia la tesi di Z. Goshen, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, 91 *Calif. L. Rev.* 393 (2003), p. 436 che delinea l'ordinamento italiano, nel complesso, come “*nonintervention regime*” caratterizzandolo quindi come sistema nel quale le diverse forze di mercato individuano l'approccio alla singola operazione *self-dealing* su base individuale (soluzione che peraltro secondo l'A. risulta idonea in mercati perfettamente efficienti, quale non sembra essere quello italiano, v. *id.*, p. 405).

⁴⁴⁰ V., infatti, *supra* cap. primo, para. I, circa l'affievolimento del concetto di adesione a un contratto sociale al quale fa da logico contraltare l'emersione del profilo di remunerazione dell'investimento.

⁴⁴¹ V. Z. Goshen, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, 91 *Calif. L. Rev.* 393 (2003), p. 436 che considera il fatto annovera l'approvazione degli azionisti che l'ordinamento italiano richiede per il completamento delle più significative decisioni societarie tra le *property rule protections*.

⁴⁴² Si noti, infatti, che Z. Goshen, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, 91 *Calif. L. Rev.* 393 (2003), p. 408, al pari di altri AA. americani, fa riferimento al *majority of minority voting* (v. *supra*) in rappresentanza

alla categoria, opera a valle dell'approvazione dell'aumento di capitale: si specifica, infatti, che l'istituto impedisce non il completamento dell'operazione di raccolta di capitale (eventualmente rimesso al preventivo voto assembleare), ma l'espropriazione del valore economico attraverso la riduzione percentuale dei diritti amministrativi, offrendo un contemperamento al potere del singolo socio di esprimere il proprio consenso soltanto proporzionalmente ai diritti di voto già detenuti, nel concorrere alla formazione della volontà assembleare⁴⁴³. In altre parole, coerentemente con quanto già rilevato circa la funzione dell'istituto, si persegue il medesimo fine degli strumenti di tipo *liability* nel diritto americano: laddove il secondo opera proponendosi di garantire la congruità del corrispettivo, il primo salvaguarda la posizione economica attraverso il mantenimento (o quantomeno offrendo la possibilità di mantenere) il medesimo diritto di proprietà sulla *res* (per tale intendendosi la stessa percentuale di azioni). Si spiega, in questo senso, l'apparente contraddizione tra i termini utilizzati per descrivere il meccanismo dell'opzione, del quale si era precedentemente enfatizzato il carattere rimediabile (in merito alla determinazione del prezzo di emissione) e che ora viene, al contrario, esaltato come emblema delle tutele di tipo reale.

In conclusione del paragrafo, appare utile elaborare ulteriormente a proposito della tesi circa la correlazione tra concentrazioni proprietarie e presenza del diritto di opzione, corroborata anche da rilievi empirici. Innanzitutto, si riconosce che l'osservazione sistematica qui proposta, in parte, si sovrappone a tale argomento, in particolare laddove considerano le caratteristiche degli azionisti (in parte risultanti dai poteri dei quali dispongono): ha il

della categoria delle protezioni di tipo *property*, dal momento che la necessità di conseguire l'approvazione della maggioranza degli azionisti non correlati al controllante imporrebbe un significativo onere in capo a quest'ultimo, qualora abbia l'obiettivo di completare qualsiasi operazione con la società a danno di quest'ultima.

⁴⁴³ Il diritto di opzione ha una componente rimediabile in merito alla determinazione del prezzo di emissione dal momento che si tratta di un meccanismo volto non a incentivare (o addirittura obbligare) le parti a formare un corrispettivo corretto, bensì a porre soluzione alle situazioni nelle quali un'emissione a sconto danneggerebbe i vecchi azionisti. Al contrario impedisce di diluire il valore economico dell'azionista, in assenza di un consenso espresso e implicito di quest'ultimo nella forma della non sottoscrizione delle azioni offerte.

pregio, tuttavia, di favorire un'analisi che parta dalle norme e dai principi giuridici, invece di giustificare questi elementi muovendo dagli incentivi e dagli interessi dei soggetti coinvolti che, tra l'altro, come si è visto sono in continua evoluzione. In secondo luogo, malgrado in questa sede non si disponga degli strumenti economici necessari per addentrarsi in tale materia, vale la pena di sottolineare come i Paesi che hanno un approccio fondato in generale sulle regole di tipo *liability* hanno mercati sviluppati⁴⁴⁴ e – nonostante non sia del tutto chiaro se questa sia una causa o una conseguenza⁴⁴⁵ – conferiscono al giudizio dei mercati una maggiore deferenza, limitando il ruolo (o l'ingerenza) delle regole di diritto societario⁴⁴⁶. Appare coerente, quindi, che in un ordinamento come quello americano – che rientra in questa categoria e non adotta il diritto di opzione – a una concezione principalmente patrimoniale dell'investimento si abbini un maggior sviluppo dei mercati, con società di maggiori dimensioni e maggiore contendibilità (*i.e.*, minore concentrazione).

2. Osservazioni critiche al sistema americano

L'analisi teorica e casistica dell'ordinamento americano sin qui svolta induce a formulare alcuni rilievi critici in proposito, a maggior

⁴⁴⁴ E, invero, questo aspetto conferisce una maggiore protezione delle minoranze e, quindi, consente un efficace utilizzo di soluzioni di tipo *liability* senza un eccessivo ricorso al sistema giudiziale (che al contrario sarebbe estremamente sollecitato in ipotesi di scarso affidamento nei mercati); v., sul punto, l'analisi di Z. Goshen, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, 91 *Calif. L. Rev.* 393 (2003), pp. 422, 423 dove si precisa che il mercato finanziario non possa naturalmente controllare direttamente gli abusi nei confronti delle minoranze ma possa svolgere (se efficiente) un ruolo informativo, incorporando il problema di governo societario nel prezzo di emissione, sanzionando indirettamente gli *insider* per il loro operato.

⁴⁴⁵ Si veda, infatti, ancora Z. Goshen, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, 91 *Calif. L. Rev.* 393 (2003), p. 437 che proprio parlando del diritto italiano, afferma come a livello generale uno sviluppo del mercato dei capitali necessita di regole adeguate di protezione delle minoranze. Indipendentemente dalla natura di tali regole, pertanto, si inferisce che lo sviluppo dei mercati (e, di conseguenza, la presenza di azionisti *outsider* e l'aumento della contendibilità del controllo societario) segua le regole di diritto e non (o non necessariamente) ne sia la causa.

⁴⁴⁶ La visione estrema di tale sviluppo è espressa da Z. Goshen, S. Squire, *The death of corporate law*, 94 *N.Y.U. Law Review* 263 (2019) che fanno riferimento, come si evince dal titolo al declino del diritto societario a causa dell'eccessiva deferenza nei confronti dell'operato del mercato.

ragione per chi proviene dalla prospettiva del diritto societario italiano ed è avvezzo al ricorso ai diversi strumenti che questo sistema utilizza in situazioni analoghe.

L'ambito più controverso è verosimilmente quello relativo a casi di c.d. emissioni selettive, poiché non sempre è facile provare il conflitto di interessi e, in assenza di questo elemento, gli *outsider* sono sostanzialmente sprovvisti di tutela⁴⁴⁷. Si pensi al caso nel quale gli amministratori emettano azioni *underpriced* a soggetti non correlati ma, anche, a scenari più ibridi e opachi nei quali tuttavia la correlazione non venga dimostrata dagli attori. La sentenza *Corwin v. BAT* di cui sopra⁴⁴⁸, esemplifica in maniera efficace le carenze dell'ordinamento giuridico sul presupposto che nel conflitto maggioranza-minoranza – frequente nelle operazioni di emissione di nuove azioni, come rilevato dagli studi comparati⁴⁴⁹ – condiziona gli il preventivo accertamento dello *status* di controllante, requisito che la giurisprudenza ha mostrato essere tutt'altro che agevole in assenza di un controllante di diritto, condizioni l'esperibilità di ogni azione a tutela della minoranza. A queste considerazioni si collega il rilievo che, malgrado il concetto di azionisti estranei a conflitti di interesse e non correlati all'azionista di controllo (se presente), funzioni molto bene sul piano teorico, emergono difficoltà nel ricondurre il sindacato ad un piano concreto. L'individuazione dei soggetti agenti di concerto con il controllante o gli amministratori, invero, inficia sia a monte l'analisi dell'operazione al

⁴⁴⁷ Il problema della prova del conflitto di interessi, in particolare in presenza di emissioni a favore di soggetti formalmente non correlati agli amministratori è sottolineato da M. Ventoruzzo, *Issuing new shares and preemptive rights: a comparative analysis*, 12 *Rich. J. Global L. & Bus.* 517 (2013), p. 528; in senso analogo si veda G. Min, *Governance by Dividends* (October 11, 2018) (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3237752), p. 19 che studia l'argomento da una prospettiva leggermente differente – ossia le distribuzioni di azioni nella forma di dividendi, che hanno un impatto sulla compagine sociale – nota come nella maggioranza delle fattispecie di amministratori che hanno modificato la compagine sociale in tal modo, non è stato possibile assolvere l'onere probatorio in merito all'esistenza di un espresso conflitto di interesse.

⁴⁴⁸ Vedi *supra*, para I.4.

⁴⁴⁹ Si veda, tra l'altro, il Capitolo Primo, Para. II.1 dove si individua il diritto di opzione come strumento degli azionisti di minoranza. Si noti, tuttavia, che negli Stati Uniti l'assenza del voto assembleare rende meno infrequente l'utilizzo dell'operazione ai danni della maggioranza, ma il caso di emissione di azioni volto ad espropriare gli azionisti di minoranza rimane di significativa importanza.

fine di individuarne la possibile natura *self-dealing* sia, eventualmente, in secondo luogo la valutazione circa il relativo utilizzo ai fini del meccanismo di *majority of minority voting* che viene utilizzato come elemento strutturale della *cleansing procedure*⁴⁵⁰.

Il sindacato di *entire fairness*, evidentemente, costituisce un'ipotesi emblematica di tutela del tipo *liability*; in altre parole, nessuna operazione è preclusa agli *insider* a patto che il corrispettivo sia congruo⁴⁵¹. Il diritto societario del Delaware non impedisce agli amministratori della società di modificare l'equilibrio e la misura dei diritti partecipativi all'interno della compagine sociale (eventualmente ma non necessariamente a favore di un eventuale controllante), arrivando all'ipotesi estrema del trasferimento del controllo⁴⁵². La prospettiva americana, nei fatti, attribuisce un rilievo assai limitato ai diritti di voto sull'assunzione, evidentemente, che agli stessi possa essere attribuito un valore economico e che gli azionisti (in specie gli *outsider*) concepiscano il proprio investimento in chiave eminentemente patrimoniale. Entrambe le affermazioni meritano quantomeno alcune considerazioni.

Malgrado le corti Delaware abbiano negli anni sviluppato una notevole familiarità con contenziosi di questo tipo e, di conseguenza,

⁴⁵⁰ V. A.N. Licht, *Farewell to Fairness: Towards Retiring Delaware's Entire Fairness Review*, in *Delaware J. Corp. Law.*, forthcoming 2020, p. 55 che, utilizza l'argomento nel secondo ambito, ossia come critica all'efficacia del voto della maggioranza degli azionisti di minoranza; ragionevolmente, tuttavia, il problema si pone anche nella precedente fase di identificazione del conflitto di interesse.

⁴⁵¹ V. sul punto l'analisi svolta *supra*, para I.2.

⁴⁵² In questo senso M. Ventrone, *Issuing New Shares and Preemptive Rights: a Comparative Analysis*, 12 *Rich. J. Global L. & Bus.* 517 (2013), p. 528 che rileva come gli amministratori possano mettere in atto vendite selettive a sé stessi o a determinati membri della compagine sociale, prendendo in considerazione la soluzione di richiedere l'esistenza di un interesse gestionale dell'emittente all'operazione; lo stesso A. rileva anche la possibilità di abuso nel consentire formalmente a tutti gli azionisti di partecipare all'emissione nella conoscenza delle contingenze economiche di alcuni di essi. Si noti, peraltro, che tale lacuna è condivisa anche dall'istituto dell'opzione, risolta solo parzialmente attraverso la possibilità di alienare il diritto sul mercato. Si veda anche Z. Goshen, A. Hamdani, *Corporate Control, Dual Class and the Limits of Judicial Review*, 120 *Colum. L. Rev.* 941 (2020), p. 975 che studiano il caso dell'azionista controllante che mette in atto *self-dealing transactions*: ragionevolmente l'argomentazione si applica a tutti i casi nei quali l'organo decisionale dell'impresa è coinvolto in simili operazioni.

un *expertise* nel sottoporre le operazioni a tali sindacati⁴⁵³, è stata rilevata la complessità intrinseca a tale esercizio valutativo, sollevandosi perplessità circa l'identificazione di un metodo universalmente applicabile alle diverse situazioni societarie⁴⁵⁴. A tale questione – inerente all'oggetto della valutazione (*i.e.*, la società nel suo complesso) – si aggiunge, nel caso di specie, la difficoltà riguardante la componente soggettiva, dal momento che in operazioni che alterino le strutture proprietarie, non tutti gli azionisti attribuiscono il medesimo valore ai diritti di voto, anche di uno stesso emittente⁴⁵⁵. Sul punto, autorevoli studi hanno sostenuto l'impossibilità di individuare per operazioni che influiscano sul controllo societario modelli valutativi adeguati, differentemente da quanto avviene per procedimenti di *appraisal* o compravendita di *asset societari*⁴⁵⁶: ragionevolmente, analoga problematica si rileva per operazioni che senza arrivare a trasferire (o far venire meno) il controllo, modificano l'influenza esercitata dagli azionisti alterandone i rispettivi diritti di voto. Coerentemente con quanto osservato si aggiunge che, se sembra condivisibile affermare che nel medio o lungo termine la grande maggioranza degli investitori aspiri ad una remunerazione economica delle proprie risorse, nell'immediatezza dell'emissione di nuove azioni non è infatti scontato che l'incentivo a mantenere la misura dei diritti partecipativi sia necessariamente trascurabile. Il concetto è amplificato sia dalla presenza di diverse tipologie di azionisti – come individuato da un recente studio che distingue in particolare tra azionisti dispersi e, in

⁴⁵³ V., tra gli altri, Z. Goshen, A. Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125 *Yale L.J.* 560 (2016), p. 611 per l'argomento che regole di tipo *liability* (che quindi si fondano anche sul successivo sindacato in sede di contenzioso) necessitano di un sistema giudiziale che abbia grande *expertise* sul tema, quali appunto le Corti del Delaware.

⁴⁵⁴ Y.H. Lin, *Controlling Controlling-Minority Shareholders: Corporate Governance and Leveraged Corporate Control*, 2017 *Colum. Bus. L. Rev.* 453 (2017), p. 496 che propone tale critica nell'ambito degli *appraisal proceedings* (*i.e.*, una fattispecie giuridica comparabile al recesso) e ritiene che non ci sia un metodo oggettivamente perfetto per determinare il c.d. *fair value*.

⁴⁵⁵ Si veda sul punto Z. Goshen, A. Hamdani, *Corporate Control, Dual Class and the Limits of Judicial Review*, 120 *Colum. L. Rev.* 941 (2020), p. 946 che sostengono questa tesi in merito alle operazioni sul capitale sociale che – anche sfruttando la maggiore flessibilità consentita dalle strutture a voto multiplo – arrivano a trasferire il controllo societario.

⁴⁵⁶ Così Z. Goshen, A. Hamdani, *Corporate Control, Dual Class and the Limits of Judicial Review*, 120 *Colum. L. Rev.* 941 (2020), p. 946.

ipotesi, disinteressati al governo societario, e azionisti attivi⁴⁵⁷ – sia dall’esistenza di situazioni nelle quali taluni soggetti sono disposti a pagare un corrispettivo maggiore rispetto al *fair value* dell’azione, come sopra riportato,⁴⁵⁸ che esemplificano la componente soggettiva dell’esercizio valutativo. Tale rilievo sembra coerente con la maggiore istituzionalizzazione dell’azionariato che ha già portato, secondo alcune autorevoli voci, a un aumento dei poteri degli azionisti⁴⁵⁹. Un interessante rapporto commissionato dal governo britannico all’inizio del secolo, inoltre, aveva collegato la presenza del diritto di opzione in Inghilterra – diversamente dagli Stati Uniti – ad una più intensa presenza degli investitori istituzionali nelle compagnie sociali⁴⁶⁰, situazione fattuale che evidentemente non sembra più descrivere efficacemente la realtà. Non si intende, in questa sede, suggerire a livello di *policy* una reintroduzione del diritto di opzione nell’ordinamento societario americano dal momento che tale soluzione, non solo per motivi storici (*vedi para infra*) non sembra necessariamente la più appropriata, ma rimarcare che l’irrelevanza della diluizione partecipativa non va data per scontata. In ottica *de jure condendo* si suggerisce, al più, di valorizzare ulteriormente strumenti che il diritto americano ha già mostrato di conoscere.

È stata infatti sostenuta, commentando l’evoluzione giurisprudenziale sopra esposta, la preferibilità del meccanismo della ratifica degli azionisti in presenza di un conflitto di interesse degli amministratori, in ragione della carenza del meccanismo di *entire fairness*

⁴⁵⁷ V. in particolare D.S. Lund, *Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance*, 71 *Stan. L. Rev.* 687 (2019), p. 695, che utilizza la tesi che diversi azionisti attribuiscono diverso valore ai diritti di voto come premessa per esprimersi a favore di un modello di *governance* che distribuisca in maniera efficiente i diritti di *governance* allocandoli a chi attribuisce loro maggior valore.

⁴⁵⁸ V. in particolare le fattispecie dei *quasi-controller*, *supra* para I.4.

⁴⁵⁹ V. sul punto, in particolare, J.C. Coates IV, *The future of Corporate Governance Part I: The Problem of Twelve* 1 (Harv. Pub. L., Working Paper No. 19-07, 2018) e W.B. Bratton, S.M. Sepe, *Corporate Law and the Myth of Efficient Market Control*, 105 *Cornell Law Review* 675, 677 (2020) i quali notano come “[t]he rise of hedge funds and other activist investors has brought an unprecedented shift in power from managers to shareholders, who are now empowered to determine business decisions at publicly traded corporations”.

⁴⁶⁰ V. P. Myners, *Pre-emption Rights: Final Report*, (URN 05/679, February 2005) (<https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20060213221519/http://www.dti.gov.uk/cld/public.htm>), p. 16.

che consente nei fatti un esproprio impunito da parte dei soggetti fiduciari⁴⁶¹. Tale considerazione sembra condivisibile anche con riferimento al circoscritto ambito delle emissioni di nuove azioni, ed estendibile alle fattispecie in cui il conflitto di interesse sorge in capo all'azionista di controllo. In senso conforme si riporta anche il risultato di una ricerca che ha rilevato come il maggiore ricorso al voto assembleare – in particolare dopo il caso *Corwin*⁴⁶² – non abbia diminuito le protezioni a favore degli *outsider*⁴⁶³. In ottica di governo societario, è stato, infine, argomentato come la ratifica degli azionisti aumenti nei fatti la funzione di *monitoring* degli stessi, perseguendo in tal senso un più stretto legame tra amministratori e soci, differentemente dalla situazione opposta nella quale il sindacato della Corte ha l'effetto di “convalidare”, sia pure attraverso la determinazione di una somma di natura risarcitoria, l'inadempimento degli obblighi fiduciari dei primi⁴⁶⁴.

Si ritiene di aderire a tali riflessioni aventi ad oggetto i benefici generati dal meccanismo descritto, di recente introduzione, che prevede un maggiore coinvolgimento dei soggetti esenti da conflitto di interesse nella struttura dell'operazione: le protezioni, infatti, ragionevolmente aumenterebbero se questa risultasse l'unica opzione perseguibile per completare l'operazione. Al momento, infatti,

⁴⁶¹ Si veda, in particolare, sul punto A.N. Licht, *Farewell to Fairness: Towards Retiring Delaware's Entire fairness review* in Delaware J. Corp. Law., forthcoming 2020, pp. 3,4 che afferma che “*review by the court of a tainted fiduciary action in order to verify its substantive fairness, and consequently to validate it, is foreign – indeed, inimical to fiduciary loyalty and accountability as these legal institutions are understood throughout the common law world, Delaware included*” e si esprime in senso critico circa il perpetuarsi dell'utilizzo di tale principio giuridico.

⁴⁶² V. *supra* para I.4.

⁴⁶³ M. Gatti, *Did Delaware Really Kill Corporate Law? Shareholder Protection in a post-Corwin World*, 16 NYU Journal of Law & Business 345 (2020), p. 409, che fa riferimento alle operazioni di m&A; tuttavia, trattandosi di operazioni di diritto societario nelle quali si confrontano le tutele delle quali, nei fatti, gli *outsider* beneficiano ai sensi di ciascuno dei due metodi, le considerazioni sembrano estendibili anche all'operazione di emissione di nuove azioni. Si precisa che, naturalmente, quando si parla di “maggiore ricorso al voto assembleare” non ci riferisce alla mera aggiunta di tale approvazione bensì anche alla deferenza da parte dei tribunali nei confronti di tale voto (a patto che i menzionati requisiti siano rispettati) che porta a evitare la sottoposizione al sindacato di *entire fairness*.

⁴⁶⁴ V. I. Anabtawi, *The Twilight of Enhanced Scrutiny in Delaware M&A Jurisprudence*, in 43 Del. J. Corp. L. 161 (2019), p. 206.

l'ordinamento societario del Delaware, adotta un approccio secondo il quale la sottoposizione dell'operazione al voto assembleare è facoltativa, a discrezione dell'organo amministrativo che rimane libero di preferire il sindacato di *entire fairness*⁴⁶⁵. In questo modo, osservando la situazione dalla prospettiva dell'azionista di minoranza (privo di influenza sul centro decisionale dell'impresa), l'evoluzione giurisprudenziale non porta significativi benefici in senso assoluto dal momento che la possibilità che i soggetti gravati da obblighi fiduciari hanno di scegliere tra le due procedure si traduce, nei fatti, in una somma delle carenze di ciascuna⁴⁶⁶. In ipotesi, non si può neppure escludere che gli *insider* decidano di avvalersi in una stessa operazione di una somma dei due meccanismi, decidendo di completare l'operazione anche dopo aver fallito nell'ottenimento dell'approvazione richiesta e assumendosi implicitamente il rischio (che, date le circostanze, sarebbe simile a una certezza) del sindacato di *entire fairness*⁴⁶⁷ così da precludere alla mancata ratifica la funzione di paralizzare l'attuazione dell'operazione.

Al contrario, l'affermazione del principio della inderogabilità di quella che ad oggi è la *cleansing procedure* consentirebbe di sfruttarne i benefici – e non solo di sopportarne le carenze – e rappresenterebbe uno sviluppo coerente con il cambiamento avvenuto in seno alle compagini sociali degli emittenti quotati, mediamente più sofisticate.

Allo stesso modo, capovolgendo la prospettiva ci si può riferire alla (pur paradossale) carenza del sistema nella protezione dell'azionista di maggioranza, riconoscendo che si tratti di affermazione certamente

⁴⁶⁵ Si veda sul punto Z. Goshen, A. Hamdani, *Corporate Control, Dual Class and the Limits of Judicial Review*, 120 *Colum. L. Rev.* 941 (2020), p. 950 dove si nota come l'*insider* possa scegliere se sottoporre l'operazione al sindacato di *entire fairness* o applicare le cautele procedurali che consentano il beneficio della *bjr*. Si noti che il ragionamento è esposto per i casi nei quali è il controllante a porre in essere le operazioni *self-dealing* ma sembra, in quanto compatibile, applicabili anche alle transazioni degli amministratori.

⁴⁶⁶ Mi permetto di rinviare al mio scritto N. Calvi, *Towards Shareholder Vote on Equity Issuances*, 10 *American University Business Law Review*, 1 (2021), pp. 63 ss., dove ho tentato di approfondire e argomentare tale riflessione.

⁴⁶⁷ Cfr. A.F. Tuch, *Reassessing self-dealing: between no conflict and fairness*, in 88 *Fordham L. Rev.* 939 (2019), p. 969 (e nt. 197) che sottolinea come malgrado il ricorso alla ratifica non precluda l'utilizzo dell'*entire fairness* come *extrema ratio*, le corti Delaware abbiano espresso sfavore nei confronti di tale soluzione.

rara nel diritto italiano (e non solo). Il caso *CBS v. NAI*⁴⁶⁸ fornisce una dimostrazione pratica della tesi che, teoricamente, anche il controllante non è al riparo da emissioni dilutive. Sul punto si aderisce all'autorevole tesi secondo la quale i *manager*, in un'ottica *de jure condendo*, non debbano avere il potere di destituire gli azionisti di controllo riducendone in maniera sensibile i diritti partecipativi, nemmeno qualora tale azione sia sulla carta ispirata dall'interesse sociale⁴⁶⁹. Anche in tal senso, quindi, una protezione di tipo *property* appare preferibile.

Le carenze sin qui delineate appaiono, infine, affievolite (pur non potendosi affermare che siano del tutto assenti) in situazioni di consolidamento del controllo come nel caso *Klein v. HIG*⁴⁷⁰, pur non potendosi affermare che siano del tutto assenti. Gli azionisti *outsider* sono stati in grado di provare la situazione di conflitto di interesse e ottenere il (più remunerativo) sindacato di *entire fairness* sull'operazione. Nel contesto di una società già soggetta all'influenza di un controllante di diritto, l'operazione ha rafforzato la posizione controllo aumentandone il peso assembleare, al fine di favorire la contestuale alienazione della partecipazione stessa. Pur non sottovalutando che anche in società controllate di diritto gli azionisti di minoranza possano essere portatori di interessi al mantenimento della misura dei diritti di voto – né si trascurano l'attività di *engagement* i limitati ma esistenti fenomeni di campagne attiviste intrapresi da azionisti di minoranza in tali situazioni – si ritiene relativamente meno dannosa la mancanza del potere di bloccare l'operazione. Di conseguenza anche il concetto di soggettività della valutazione dei diritti di voto risulta sfumato e, malgrado un'approvazione assembleare (dei soli azionisti *outsider*) sia comunque foriera di benefici, il sindacato di congruità sui termini dell'operazione (una volta ottenuto) sembra essere generalmente⁴⁷¹ più

⁴⁶⁸ V. *supra*, para I.4.

⁴⁶⁹ Così Z. Goshen, A. Hamdani, *Corporate Control, Dual Class and the Limits of Judicial Review*, 120 *Colum. L. Rev.* 941 (2020), pp. 601, 602 estendendo la considerazione all'operazione in questione dal momento che “*controllers can lose control not only when they sell their shares, but also when the company takes action – like issuing new shares – that dilutes the controllers’ holdings?*”.

⁴⁷⁰ V. *supra*, para I.4.

⁴⁷¹ Si utilizza il termine “generalmente” sia in tale sede sia in un periodo immediatamente *infra* per intendersi che parlandosi di società quotate con un azionista di controllo di diritto, si ritiene che prevalentemente gli azionisti di minoranza non abbiano forti aspettative di governo societario.

soddisfacente rispetto alle differenti fattispecie precedentemente considerate. Consentendosi una digressione comparata, è opportuno notare che anche il diritto di voto come declinato dall'ordinamento italiano, non prevedendosi la sterilizzazione del voto del controllante, non sarebbe uno strumento particolarmente utile in tale situazione, nella quale la protezione delle minoranze è principalmente affidata all'istituto dell'opzione. Al contrario si notano taluni dei vantaggi dell'approccio del Delaware che emergono in particolare in casi nei quali generalmente sembra effettivamente sussistere un approccio prevalentemente patrimoniale da parte degli azionisti diluiti.

Le regole americane, infatti, consentono una riduzione nei tempi di emissione e maggiore flessibilità nel completamento dell'operazione, che risultano nella possibilità di cogliere più spesso le opportunità offerte dal mercato, come si nota incidentalmente in talune delle operazioni analizzate (per diversi motivi) nelle quali l'emissione di nuove azioni era strumentale al completamento di operazioni di acquisizione⁴⁷². Tali benefici – che in senso più ampio sono in gran parte riconducibili all'assenza dei costi rappresentati dalla procedura in opzione⁴⁷³ – non vanno peraltro trascurati e saranno ulteriormente presi in considerazione nell'ultimo paragrafo dove (dopo aver analizzati i limiti del diritto di opzione), si cercherà di trasportarli nel diritto italiano con proposte *de jure condendo*.

III. Spunti critici sul diritto di opzione nelle società quotate

Il presente paragrafo si propone di trattare i limiti che l'istituto dell'opzione trova nella sua applicazione nell'ambito di società con azioni quotate. A livello metodologico e di contenuti, queste riflessioni si differenziano da quelle del capitolo precedente – che riguardavano i costi, ossia le conseguenze negative e le preclusioni che l'adozione di questo tipo di regola comporta per gli emittenti⁴⁷⁴ – poiché studia le possibili carenze della norma che ne limitino l'efficacia, avendo riguardo agli obiettivi che si propone di raggiungere. Logicamente, premessa necessaria a questo esercizio è la determinazione della funzione dell'istituto, che si ritiene essere principalmente quella

⁴⁷² V. in particolare, para. I.4.

⁴⁷³ V. *supra* cap. primo, para IV.

⁴⁷⁴ V. *supra* cap primo, para IV.

patrimoniale⁴⁷⁵. Di conseguenza, lo studio tiene in considerazione il primario fine di salvaguardare gli azionisti dall'espropriazione economica che possono subire come conseguenza di emissioni di azioni ad un corrispettivo inferiore al loro valore di mercato, facendo riferimento solo di tanto in tanto al mantenimento dei diritti partecipativi⁴⁷⁶. Per quanto concerne l'ambito di applicazione di queste critiche, si precisa come – a meno di specificazioni differenti – siano riferite all'efficacia del diritto di opzione in generale, prescindendo dalle diverse implementazioni nei diversi sistemi giuridici e dai relativi mercati che, evidentemente, caratterizzerebbero l'efficacia in concreto della regola.

Un limite del diritto di opzione, individuato dalla letteratura gius-economica, riguarda la mancanza di diffusione di adeguate informazioni agli azionisti in sede di decisione se sottoscrivere pro-rata la nuova emissione⁴⁷⁷. Come *supra* esposto, infatti, vi sono casi nei quali un soggetto – solitamente un azionista già detentore di una partecipazione qualificata – è disposto a corrispondere un

⁴⁷⁵ V. *supra* cap. primo, para III.3.

⁴⁷⁶ Si rinvia, sulla questione, al capitolo I, para III.3. Si noti che, evidentemente, una diversa concezione dell'istituto – che ne prenda in considerazione principalmente il ruolo amministrativo – condurrebbe a una differente analisi dei relativi limiti.

⁴⁷⁷ Si veda in generale J.M. Fried, H. Spamann, *Cheap-Stock Tunneling Around Preemptive Rights*, in 137 *J. Fin. Econ.* 353 (2020), il cui è saggio volto a dimostrare come le asimmetrie informative frustrino un efficace utilizzo del diritto di opzione (v. in particolare *id.*, p. 364) e J.M. Fried, *Powering Preemptive Rights with Presubscription Disclosure*, in *Law and Finance of Related Party Transactions* 79 (Luca Enriques & Tobias H. Troger eds., 2019), p. 86. Il concetto risulta amplificato dalle risorse del singolo azionista che, talvolta non è in grado di assumere le informazioni adeguate, soprattutto qualora rientri nella categoria del c.d. piccolo risparmiatore; v. A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 5. Si veda sul punto anche la definizione di "markets with hidden information" fornita da B. Eckbo, *Equity Issues and the Disappearing Rights Offer Phenomenon*, 20 *J. Applied Corp. Fin.* 72 (2008), p. 72 come situazione nella quale i venditori hanno la possibilità (*i.e.*, non è necessario che ne usufruiscano) di disporre di maggiori o migliori informazioni rispetto al compratore in merito all'oggetto della transazione. Sul punto sembra ragionevole classificare gli *insider* come i venditori e gli *outsider* come compratori, indipendentemente dal fatto che questi ultimi siano nuovi investitori o, come nel caso di specie, vecchi azionisti. La mera appartenenza alla compagine sociale, in assenza di influenza su o legami con il centro decisionale della società non appare infatti condizione sufficiente (né ovviamente necessaria) per essere considerati venditori nel caso di specie.

sovrapprezzo rispetto al prezzo corretto dell'azione di nuova emissione, al fine di aumentare il valore complessivo della propria partecipazione raggiungendo o consolidando lo *status* di controllante⁴⁷⁸. Il concetto di relatività del prezzo di emissione abbinato alla situazione di asimmetria informativa tra *insider* e *outsider* circa la determinazione del medesimo impedisce agli azionisti di sapere se esso incorpori un tasso di sconto rispetto al prezzo corretto dell'azione o se si collochi addirittura al di sopra di tale valore. In particolare, un recente studio empirico basato su dati raccolti sul mercato di Hong Kong ha rilevato che i citati temi di *agency* e di mancanza di informazioni adeguate possano dissuadere gli *outsider* dall'esercizio del proprio diritto, consentendo quindi, in ipotesi di emissioni a sconto, agli azionisti di controllo – che talvolta fungono anche da *underwriter* o garanti dell'operazione – non solo di rafforzare la propria posizione, ma anche di ricavarne un profitto, diluendo economicamente gli azionisti non sottoscrittori⁴⁷⁹. Il problema sarebbe risolvibile se ciascun azionista, al momento di prendere la decisione, fosse in possesso di tutti gli elementi necessari: tale situazione di perfetta informazione appare tuttavia decisamente utopistica, nonostante la disciplina delle società quotate non ignori il problema della diffusione delle informazioni⁴⁸⁰.

⁴⁷⁸ V. in particolare il caso *OTK v. Friedman*, discusso *supra* para I.4 che concerneva proprio un'emissione in opzione. In senso teorico si fa riferimento alla possibilità che un controllante di fatto voglia conseguire la maggioranza assoluta dei diritti di voto o che un controllante di diritto voglia consolidare ulteriormente la propria partecipazione al di sopra di eventuali soglie previste dall'ordinamento come maggioranze rafforzate o individuate dai patti parasociali come critiche.

⁴⁷⁹ Si veda lo studio di W. Fong, K. Lam, *Rights offering and expropriation by controlling shareholders*, in 41 *J. Bus. Finance Account* 773 (2014), p. 787 che notano come nelle offerte in opzione gli azionisti di minoranza tendano a non esercitare integralmente il proprio diritto mentre gli azionisti di controllo alternino la situazione descritta nel testo alla riduzione della propria partecipazione, rafforzandosi quindi il convincimento che questo secondo fenomeno avvenga in corrispondenza di un'emissione sovrapprezzata rispetto al (ritenuto) valore reale delle azioni.

⁴⁸⁰ Si veda J.M. Fried, H. Spamann, *Cheap-Stock Tunneling Around Preemptive Rights*, in 137 *J. Fin. Econ.* 353 (2020), p. 363 che si pongono in senso dubitativo verso il possibile rimedio all'asimmetria informativa rappresentata dalla quotazione della società, affermando anzi che “[o]ur bottom line is that listing may alleviate the asymmetric-information problems we have been discussing but will certainly not fix them (and might even exacerbate them)”. Gli stessi Aa. hanno contestualmente sostenuto come vi sia una correlazione tra una maggiore diffusione delle informazioni da parte dell'emittente e i minori

Al contrario non sembra costituire un rimedio sufficiente la possibilità per gli azionisti non sottoscrittori di alienare il proprio diritto di opzione sul mercato dei diritti, dal momento che la situazione di asimmetria informativa non solo si ripeterebbe ma, addirittura, a quella riguardante il rapporto emittente-azionista si aggiungerebbe quella tra azionista venditore del diritto e i possibili compratori sul mercato. Appare suggestiva – e certamente degna di considerazione – la recente proposta che, nel conteso di emissioni in opzione, gli *outsider* possano condizionare l'esercizio del proprio diritto al fatto che la medesima decisione è (nel contesto della medesima operazione) presa dagli *insider*: si argomenta, infatti, che per i primi sia utile tale elemento, dal momento che i secondi dispongono della totalità delle informazioni⁴⁸¹. Malgrado tale possibilità porrebbe rimedio alla fattispecie nella quale gli *insider* cerchino di espropriare gli *outsider* inducendoli a sottoscrivere a un prezzo oggettivamente eccessivo, lo stesso non si può evidentemente affermare per il caso di un corrispettivo soggettivamente eccessivo per gli azionisti di minoranza ma non per un azionista con forti incentivi ad aumentare il proprio peso assembleare. Cionondimeno tale problematica informativa non sembra essere avvertita in maniera significativa nel panorama italiano, dove prevalgono diverse considerazioni circa il prezzo di emissione.

La tradizionale lacuna dell'istituto origina dalla *supra* menzionata natura impura del diritto stesso⁴⁸², sulla quale si innestano riflessioni circa la quantificazione del corrispettivo per le nuove azioni. Numerose analisi empiriche, infatti, hanno dimostrato la correlazione tra utilizzo di offerte in opzione – sia nei casi nei quali l'attribuzione sia “volontaria” sia qualora sia in adempimento a obblighi di legge – e maggiore tasso di sconto sul prezzo di emissione⁴⁸³. Il processo

pregiudizi economici subito dalle minoranze come risultato di “cheap-stock tunneling and the purchase of overpriced shares”.

⁴⁸¹ Si veda, sul punto, M. Ganor, *The Case for Non-Binary, Contingent, Shareholder Action*, at 3 (February 2, 2020) (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3530596), p. 3.

⁴⁸² V. cap. primo, para II.1.

⁴⁸³ Si vedano, *ex multis*, B. Eckbo, *Equity Issues and the Disappearing Rights Offer Phenomenon*, 20 *J. Applied Corp. Fin.* 72 (2008), p. 75 che in uno studio avente ad oggetto principalmente i c.d. *rights offerings* americani afferma come il tasso di sconto oscilla mediamente nell'intervallo tra il 10 e il 15% del corso di borsa; A. Macchiati, S. Providenti, G. Siciliano, *Verso una riforma delle regole della finanza d'impresa in Mercato Concorrenza Regole*, 1999, p. 306 che fanno riferimento a un

decisionale sottostante è logico: la possibilità offerta ai vecchi azionisti di compensare il tasso di sconto con l'attribuzione del diritto consente di individuare un prezzo di emissione sufficientemente basso da garantire la copertura e il successo dell'operazione di raccolta di capitale senza arrecare danno ai membri della compagine sociale⁴⁸⁴. Si mette, evidentemente, in luce la concezione rimediale dell'istituto che lo pone in rapporto antitetico sia in generale a meccanismi volti a garantire la congruità del prezzo di emissione⁴⁸⁵, sia in particolare all'approccio americano che si propone di raggiungere quest'ultimo obiettivo attraverso un miglioramento del processo decisionale, sostituendo una domanda sostanziale con una di natura procedurale⁴⁸⁶.

significativo sconto rispetto ai prezzi di mercato, quantificato in misura superiore al 30%, differentemente dallo sconto pari al 5-10% al quale si assiste mediamente nelle offerte rivolte al mercato; G. Balp, M. Ventoruzzo, *Esclusione del diritto d'opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, in *Riv. Soc.* 2004, p. 799 che corroborano l'affermazione circa la determinazione di elevati tassi di sconto per compensare il rischio della volatilità dell'offerta con un dato empirico riferito all'anno 1998 e aggiungono come questo causi un'inefficienza del metodo di raccolta del capitale e P. Gualtieri et al., *L'attualità del diritto di opzione negli aumenti di capitale di società quotate*, in *AGE*, 2017, p. 238 che sintetizzano la loro analisi empirica (effettuata su un campione di emissioni distribuito su undici paesi tra i quali anche Italia e Stati Uniti) affermando che “gli aumenti con diritto sono caratterizzati da ammontari più elevati, prezzi di emissione più bassi rispetto al Terp e effetti di diluizione più consistenti”. V. anche P. Mazzola, *Il prezzo di emissione in caso di spettanza, limitazione, esclusione del diritto di opzione: aspetti valutativi*, in *AGE*, 2017, pp. 127-131 che tratta gli ulteriori fattori determinanti il tasso di sconto nell'ambito delle sole offerte in opzione: in particolare si riscontra un collegamento con la concentrazione della compagine sociale dell'emittente, pur rilevando anche altri variabili quali la dimensione dell'emissione (correlata positivamente al tasso di sconto).

⁴⁸⁴ V., tra gli altri, B. Eckbo, *Equity Issues and the Disappearing Rights Offer Phenomenon*, 20 *J. Applied Corp. Fin.* 72 (2008), p. 75. La tesi trova un riscontro pratico visto il mediamente basso livello di inoptato che caratterizza le offerte in opzione; v. A. Macchiati, S. Providenti, G. Siciliano, *Verso una riforma delle regole della finanza d'impresa in Mercato Concorrenza Regole*, 1999, p. 307 che notano come “sia sufficiente fissare uno sconto di emissione sufficientemente ampio per garantirsi che l'operazione abbia successo, evitando il ricorso all'*underwriter*”.

⁴⁸⁵ V. *supra*, cap. primo, para II.1.

⁴⁸⁶ L'argomento non è del tutto irrilevante o inapplicato nel nostro sistema giuridico. Si veda infatti M.S. Spolidoro, *Nuove e diverse soluzioni di aumento del capitale e diritto di opzione in situazioni di emergenza*, in *Riv. Soc.*, 2020, p. 412 che, con riferimento all'ordinamento italiano, afferma che nelle fattispecie nelle quali non viene escluso il diritto di opzione, “non importa che il prezzo di emissione sia

Queste riflessioni fanno emergere spontaneamente l'aspetto coercitivo della complessa struttura dell'opzione nei confronti degli azionisti *outsider*⁴⁸⁷, i quali non hanno influito sulla decisione di emettere nuove azioni e, al fine di non subire un pregiudizio economico sul valore della propria partecipazione risultano forzati a conferire ulteriori risorse a titolo di capitale di rischio nella società⁴⁸⁸. In particolare, tale prospettata diluizione economica è tanto maggiore al crescere dello sconto sul prezzo di emissione, pur essendosi sottolineato anche l'opposto angolo di osservazione di questo effetto, che è rappresentato naturalmente dalla facilità di completamento dell'operazione⁴⁸⁹. Un

giusto, congruo, eccessivo, troppo basso". Si noti che tale affermazione, non sembra sottendere la medesima *ratio* che ispira la disciplina americana: mentre nel secondo caso, infatti, si assume che il rispetto della procedura sfoci in una determinazione congrua, nel primo è la procedura stessa ad essere strutturata in modo da far fronte a possibili incongruità nel prezzo di emissione e si delineano meccanismi volti ad assicurare la congruità del corrispettivo solo nelle ipotesi di esclusione dell'offerta in opzione. Di contro, il sindacato americano di *entire fairness* che similmente interviene qualora la *cleansing procedure* sia considerata non corretta (*i.e.*, viziata da conflitti di interesse) e come tale inattendibile, si propone da un punto di vista teorico di individuare il medesimo corrispettivo che sarebbe scaturito da un puntuale rispetto dei requisiti (proseguendo nel medesimo alveo che equipara dal punto di vista degli effetti giuridici la determinazione risultante da una procedura corretta a quella risultante da negoziazioni di mercato).

⁴⁸⁷ Così E. Ferran, *Legal Capital Rules and Modern Securities Market – the Case for Reform, as Illustrated by the U.K. Equity Markets*, in *Capital Markets and Company Law*, (a cura di K.J. Hopt, E. Wymeersch), 2003, p. 129 che afferma addirittura come tale protezione sia, talvolta, "illusory"; v. anche M. Meoli et al., *Use and abuse of rights issues. Do they really protect minorities?*, *Department of Economics and Technology Management Working Paper*, 2008, p. 3 che descrivono il fenomeno come "enforced subscription", facendo chiaramente trasparire un'opinione sfavorevole nei confronti di quello che è descritto come un abuso da parte dell'emittente.

⁴⁸⁸ V. *infra* in sede di collegamento del tema con le lacune del mercato dei diritti. La problematica, pur non riguardando esclusivamente gli azionisti di minoranza c.d. "retail", è ulteriormente percepita da tali soggetti che – avendo risorse più limitate rispetto agli istituzionali – raggiungono una diversificazione non ottimale del proprio portafoglio a causa dell'ulteriore investimento in un unico titolo; v. sul punto A. Macchiati, S. Providenti, G. Siciliano, *Verso una riforma delle regole della finanza d'impresa in Mercato Concorrenza Regole*, 1999, pp. 306, 307 che fanno anche esplicito riferimento alla situazione dell'azionista che sottoscrive nuove azioni al solo fine di evitare di subire un trasferimento di ricchezza a causa delle condizioni di emissione.

⁴⁸⁹ V. A. Macchiati, S. Providenti, G. Siciliano, *Verso una riforma delle regole della finanza d'impresa in Mercato Concorrenza Regole*, 1999, p. 308 che qualora l'azionista di minoranza non sia minacciato dal rischio di incorrere in un pregiudizio

simile tema, ancorché di intensità maggiore dal momento che è più difficilmente risolvibile, si pone qualora uno o più azionisti di minoranza non abbiano la capacità (in senso atecnico) di sottoscrivere, anche nell'ipotesi di assenza delle risorse necessarie⁴⁹⁰. Si noti, infatti, che il diritto di opzione, in ipotesi di emissione a sconto, svolge perfettamente la sua funzione di salvaguardia della posizione patrimoniale degli azionisti solo qualora vi sia un'integrale sottoscrizione dei diritti⁴⁹¹. L'obiezione spontanea a questa considerazione consiste nella possibilità per gli azionisti che non intendano sottoscrivere di alienare il diritto sul mercato dei capitali, conseguendo un ristoro economico per la diluizione subita⁴⁹². Tale

economico in caso di inerzia, il rischio che la società non raccolga l'intero ammontare che si era prefissata sia concreto, salvo l'intervento di consorzi di garanzia e P. Gualtieri et al., *L'attualità del diritto di opzione negli aumenti di capitale di società quotate*, in *AGE*, 2017, p. 225 che, in senso più ampio, affermano come l'offerta pubblica (*i.e.*, senza attribuzione del diritto) sia preferibile ai fini della copertura dell'emissione, anche in ragione dei segnali negativi che il mercato potrebbe inferire in ipotesi di mancato esercizio del diritto da parte dei vecchi azionisti. Si veda anche M.S. Spolidoro, *Nuove e diverse soluzioni di aumento del capitale e diritto di opzione in situazioni di emergenza*, in *Riv. Soc.*, 2020, p. 414 che rileva come le norme dettate in tema di esclusione del diritto di opzione, che prevedono un'emissione ad un congruo prezzo di emissione al fine di azzerare il valore teorico del diritto escluso, di fatto impediscono implicitamente all'emittente di avvalersi di uno dei più efficaci strumenti per incentivare la partecipazione all'offerta.

⁴⁹⁰ V. F. Gevurtz, *Corporation Law*, (West Academic Publishing., 2 ed. 2010), p. 136 che nota le carenze del diritto di opzione nella salvaguardia della posizione patrimoniale di chi manchi dei fondi o della volontà necessarie a cogliere l'opportunità di essere preferito in sede di sottoscrizione di nuove azioni.

⁴⁹¹ In caso contrario, infatti, si assisterebbe ad un trasferimento di ricchezza dai vecchi azionisti ai nuovi sottoscrittori, v. C.G. Holderness, J. Pontiff, *Shareholder Nonparticipation in Valuable Rights Offerings: New Findings for an Old Puzzle*, 120 *J. Fin. Econ.* (2016), p. 267.

⁴⁹² V., tra gli altri, B. Eckbo, *Equity Issues and the Disappearing Rights Offer Phenomenon*, 20 *J. Applied Corp. Fin.* 72 (2008), p. 75 che afferma come il tasso di sconto non rappresenti un costo per i vecchi azionisti potendo questi ultimi scegliere se esercitare o alienare il diritto. V. anche C.G. Holderness, J. Pontiff, *Shareholder Nonparticipation in Valuable Rights Offerings: New Findings for an Old Puzzle*, 120 *J. Fin. Econ.* 252 (2016), p. 261, che aggiungono come in ipotesi di diritto non alienabile (invero sconosciute quantomeno nell'ordinamento italiano), la soluzione suggerita sia quella di esercitare integralmente i diritti e poi alienare le nuove azioni. Cfr. tuttavia M. Massa et al., *Rights Offerings, Trading, and Regulation: a Global Perspective*, 3 (Insead Working Paper No. 2013/120/FIN) (October 2013), p. 2 che notano l'ulteriore problema dell'azionista che non

argomento si presta tuttavia a due ordini di considerazioni, di diversa natura.

Sul lato pratico, infatti, l'affidabilità del mercato dei diritti è messa in discussione, a maggior ragione tenendosi in considerazione che, affinché si possa parlare di completa “non-diluizione” da parte del socio non sottoscrittore/alienante (a seconda della prospettiva da cui si osservi il fenomeno), quest'ultimo in sede di trasferimento del diritto dovrebbe conseguire l'intero valore teorico dello stesso, così come descritto nel capitolo primo⁴⁹³. Molteplici testi finanziari si sono posti in toni quantomeno dubitativi circa la concreta realizzabilità di tale scenario⁴⁹⁴ e, circoscrivendo la riflessione all'Italia, anche sul versante giuridico sembra decisamente prevalente l'opinione secondo la quale la società emittente non abbia alcun obbligo di garantire la liquidità del mercato dei diritti (e, quindi, l'effettività dell'alienazione al valore teorico) agli azionisti, essendo sufficiente che a questi ultimi sia

comunichi la propria preferenza circa la decisione di esercitare o alienare il diritto. In questo senso si veda anche A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013 p. 4 che fa riferimento alle problematiche in tema di diritto di opzione collegate generate dalla presenza di “l'azionista egoista, l'azionista distratto e l'azionista incapace”. Si rinvia, altresì, alle riflessioni precedentemente proposte circa il valore teorico del diritto di opzione, cfr. cap. primo, para II.2.

⁴⁹³ In merito ad alcune considerazioni circa il valore economico del diritto di opzione, si richiama quanto espresso *supra*, cap. primo, para. II.2. Si noti, peraltro, come la rivendita del diritto di opzione sia soggetta costi di transazione dal momento che avviene presso “organized exchanges, entailing dealer spreads and brokerage fees”, come sottolineato da B. Eckbo, *Equity Issues and the Disappearing Rights Offer Phenomenon*, 20 *J. Applied Corp. Fin.* 72 (2008), p. 77.

⁴⁹⁴ Si vedano in particolare A. Macchiati, S. Providenti, G. Siciliano, *Verso una riforma delle regole della finanza d'impresa* in *Mercato Concorrenza Regole*, 1999, p. 307 che affermano come mediamente si riscontri un tasso di sconto pari al 15% del valore teorico dei diritti di opzione (che nondimeno, a seconda dei periodi dell'offerta può toccare il 50%). E. Restelli, *Finanziamento dell'impresa e coazione a sottoscrivere. Gli aumenti di capitale iperdiluitivi*, Tesi di Dottorato discussa presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore, 2016-2017, p. 7 che imputa tale comportamento ai c.d. “limiti cognitivi” degli azionisti *retail*; v. anche E. Rantapuska, S. Knuemper, *Which investors leave money on the table? Evidence from rights issues*, in 12 *Review of finance* 701 (2008), p. 701 che riporta come frequentemente soprattutto gli azionisti meno sofisticati ottengano un corrispettivo significativamente inferiore al valore teorico del diritto o, talvolta, lascino scadere l'opzione senza ricavarne alcun beneficio.

garantita la teorica alienabilità dei diritti⁴⁹⁵. Il rilievo, nei fatti amplifica notevolmente il menzionato effetto coercitivo⁴⁹⁶, o quantomeno impedisce di porvi rimedio adeguato. Il diritto di opzione individua un

⁴⁹⁵ In presenza della teorica possibilità di scambiare e alienare il diritto di opzione, infatti, non si ritiene presente un diritto al risarcimento del danno per l'azionista qualora in concreto non sia per questi possibile conseguire il pieno valore teorico a causa del funzionamento (*i.e.*, presumibilmente, della scarsa liquidità) del mercato né, tantomeno, si individua in capo alla società emittente un dovere di assicurare la riuscita di tale operazione; così in particolare G. Mucciarelli, *Il sopraprezzo delle azioni*, Milano, 1997, p. 134 che afferma come l'emittente non debba garantire né la concreta vendibilità del diritto di opzione né tantomeno che la stessa avvenga in cambio di un determinato corrispettivo (v. anche *id.*, p. 145); v. sul punto la ricostruzione di E. Restelli, *Finanziamento dell'impresa e coazione a sottoscrivere. Gli aumenti di capitale iperdiluitivi*, Tesi di Dottorato discussa presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore, 2016-2017, p. 91 che, tuttavia, suggerisce di guardare “al fenomeno della circolazione degli strumenti finanziari in un'ottica eminentemente sostanziale”; del medesimo avviso anche M.S. Spolidoro, *Nuove e diverse soluzioni di aumento del capitale e diritto di opzione in situazioni di emergenza*, in *Riv. Soc.*, 2020, p. 409 che aggiunge a tali considerazioni il fatto che con il rispetto della “procedura di opzione” si esauriscono i doveri della società emittente nell'ambito di un'offerta in opzione. In senso analogo, si veda anche alla clausola di esclusione semplificata dell'opzione di cui all'art. 2241, quarto comma, secondo periodo nella quale alla teorica possibilità per l'azionista di acquistare le azioni sul mercato (in sostituzione del diritto di opzione) non fa da contraltare un obbligo per l'emittente di garantire in concreto tale rimedio; v. sul punto G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e sul suo utilizzo*, in *AGE* 2017, p. 272.

⁴⁹⁶ Si vedano, tra gli altri, M.S. Spolidoro, *Nuove e diverse soluzioni di aumento del capitale e diritto di opzione in situazioni di emergenza*, in *Riv. Soc.*, 2020, p. 414 che nota come in presenza di emissioni a sconto (come da prassi nelle offerte in opzione) solo chi aderisce all'offerta conseguono una piena protezione differentemente dai non sottoscrittori, la salvaguardia della cui posizione patrimoniale è rimessa a un eventuale “indennizzo” (espressione che sembra enfatizzare la non completezza del ristoro economico) conseguibile sul mercato dei capitali, se esistente e liquido; E. Restelli, *Finanziamento dell'impresa e coazione a sottoscrivere. Gli aumenti di capitale iperdiluitivi*, Tesi di Dottorato discussa presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore, 2016-2017, p. 14 che sottolinea il collegamento tra un imperfetto funzionamento dei mercati dei capitali e l'effetto coercitivo risultante in capo all'azionista in sede decisionale circa la sottoscrizione dell'aumento di capitale; si noti che l'A., muovendo da questa considerazione, si spinge ad affermare come nel contesto di aumenti di capitale iperdiluitivi si assiste a uno “svuotamento ... della funzione e del contenuto” del diritto di opzione (*id.*, p. 11), dal momento che l'azionista è impossibilitato a conseguire l'elevato (date le condizioni dell'operazione) economico a causa dei meccanismi che governano il (non perfetto) funzionamento dei mercati dei capitali e si vede dunque preclusa una delle modalità di esercizio del diritto. Cfr. *id.*, p. 98.

meccanismo di autotutela per il socio, al quale è richiesto alternativamente di esercitare o vendere il diritto (a patto che le condizioni lo consentano) al quale fa da contraltare la soggezione alla possibile diluizione economica: in questo senso, autorevole dottrina italiana ha rilevato l'opportunità di individuare procedure di emissione che abbiano maggior riguardo della tutela patrimoniale e della parità di trattamento tra gli azionisti (senza che si discimini in base alla diversa capacità di utilizzare i mezzi di tutela)⁴⁹⁷.

La seconda considerazione, di stampo teorico, attiene alla natura dell'istituto che si caratterizza come strumento di diritto societario, in opposizione alle soluzioni utilizzate dagli ordinamenti a vocazione mercatistica. Ebbene, alla luce delle riflessioni esposte, tale affermazione può quantomeno essere messa in discussione, dal momento che si tratta di un rimedio teoricamente afferente alla sfera del diritto societario ma praticamente mercatistico, poiché non solo necessita ma addirittura postula un perfetto funzionamento dei mercati al fine ottemperare completamente alla propria funzione⁴⁹⁸. In questo senso non solo si coglie la commistione tra i due tipi di norme – menzionata all'inizio dell'elaborato – ma addirittura si giunge alla fattispecie estrema. La deferenza nei confronti del giudizio del mercato è, infatti, massima dal momento che, assumendo che un azionista non possa o non voglia sottoscrivere le nuove azioni e il mercato dei diritti non sia liquido, si ritroverebbe privo di alcun tipo di strumenti, tanto di natura giuridica quanto di natura economica. Ancora, il rilievo merita di essere collegato al precedente argomento avente ad oggetto la concentrazione delle compagnie sociali: in tal senso, infatti, sarà a maggior ragione raro poter disporre di efficaci mercati dei diritti in presenza di mercati azionari concentrati e poco liquidi, come prevalentemente avviene nel contesto dell'Europa continentale (e in Italia in particolar modo).

⁴⁹⁷ Così, M.S. Spolidoro, *Nuove e diverse soluzioni di aumento del capitale e diritto di opzione in situazioni di emergenza*, in *Riv. Soc.*, 2020, p. 416.

⁴⁹⁸ Si veda E. Restelli, *Finanziamento dell'impresa e coazione a sottoscrivere. Gli aumenti di capitale iperdiluitivi*, Tesi di Dottorato discussa presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore, 2016-2017, p. 76 che afferma come tale rapporto biunivoco non sia raro nel contesto di norme che regolano le società con azioni quotate, facendo in particolare riferimento all'esempio della norma in merito alle comunicazioni al pubblico di cui all'art. 114 del TUF.

L'imperfezione (in senso complessivo) del diritto di opzione è confermata ulteriormente da un recente studio empirico americano che ha analizzato l'impatto dell'annuncio dell'operazione sui corsi di borsa degli emittenti, con particolare attenzione alle diverse caratteristiche dell'emissione: ne è emerso come l'impatto sia complessivamente negativo – poco sorprendentemente – ma soprattutto come il fatto di strutturare l'operazione come *rights offerings* non sia sufficiente ad evitare tale conseguenza, al contrario di quanto avviene, ad esempio, nel caso della sottoposizione al voto assembleare⁴⁹⁹. Ci si chiede, dunque, se a parità di affidamento dei mercati non si possa pervenire a soluzioni che consentano maggiori probabilità di successo nella funzione di salvaguardia della posizione patrimoniale dei vecchi azionisti⁵⁰⁰. Tale interrogativo è approfondito nel paragrafo successivo che si propone di applicare all'ordinamento italiano gli strumenti acquisiti tramite lo studio comparato.

IV. Divagazioni de jure condendo

Il presente paragrafo si propone, poggiandosi sulle riflessioni comparate esposte nel capitolo, di valutare alcuni spunti di riforma per l'ordinamento giuridico italiano, che abbiano come esclusivo oggetto che le regole che si applicano alle società con azioni quotate, nel solco di quelle considerazioni che hanno invocato una sempre più netta separazione, in tema di aumenti di capitale, per tali organizzazioni⁵⁰¹. Nel farlo si procederà attraverso due differenti flussi di lavoro: (a)

⁴⁹⁹ Si veda C.G. Holderness, *Equity Issuances and Agency Costs: The Telling Story of Shareholder Approval Around the World*, 129 *J. Fin. Econ.* 415 (2018), p. 427.

⁵⁰⁰ Si noti, peraltro, che in tema di trasferimento di ricchezza, il problema non è intrinseco al diritto di opzione quanto dovuto al forte sconto che accompagna tali tipi di offerta. V. A. Macchiati, S. Providenti, G. Siciliano, *Verso una riforma delle regole della finanza d'impresa* in *Mercato Concorrenza Regole*, 1999, p. 308. È pur vero, tuttavia, che eliminando tale componente economica (e quindi ipotizzando un'emissione a valore di mercato) l'attribuzione di tale diritto non sarebbe più necessaria, quantomeno in una prospettiva di sola salvaguardia del valore economico dell'investimento.

⁵⁰¹ Si veda da ultimo M.S. Spolidoro, *Nuove e diverse soluzioni di aumento del capitale e diritto di opzione in situazioni di emergenza*, in *Riv. Soc.*, 2020, p. 407 che, tra l'altro, invoca un ruolo più centrale alle diverse autorità che, al momento, supervisionano e vigilano l'operazione limitatamente alle proprie aree di competenza.

inizialmente si prenderanno in considerazione le norme che attualmente sono applicabili a tutte le società per azioni e, in tale alveo, si faranno alcune proposte di norme applicabili alle sole società quotate; (b) in secondo luogo ci si concentrerà sulla regola applicabile alle sole società con azioni quotate dettata dal secondo periodo del quarto comma dell'articolo 2441 c.c. La distinzione non è basata esclusivamente sull'ambito di applicazione delle norme – che, invero, è solo iniziale dal momento che le proposte formulate in entrambi i flussi convergono verso i soli emittenti quotati – ma anche su quelli che saranno i risultati e le proposte di questo studio. Se, infatti, nel primo caso (le norme attualmente applicabili a tutte le società per azioni) si perverrà al suggerimento di aggiungere ipotesi di non attribuzione del diritto di opzione con riferimento ai soli emittenti quotati, nel secondo caso l'esperienza comparata porta a ritenere che nel complesso la norma contenuta nell'articolo sulla c.d. esclusione semplificata sia ben strutturata e, al più, si può considerare di riprendere le modifiche temporanee introdotte dalle norme dettate nel 2020 nell'ambito della pandemia Covid-19 al fine di ampliare ulteriormente la flessibilità dello strumento.

Lo studio si qui svolto, si può – in maniera sommaria ma auspicabilmente utile al lettore – riassumere come segue: (i) il principale presidio a tutela delle minoranza che l'ordinamento giuridico italiano individua è rappresentato dal diritto di opzione, (ii) tale strumento comporta inevitabili costi e inefficienze per le società emittenti, (iii) aderendo alla tesi che l'obiettivo principale dell'istituto risieda nella salvaguardia della posizione patrimoniale degli azionisti, tale funzione è adempiuta in modo né più indipendente (dal mercato dei diritti) né più efficace rispetto a possibili meccanismi alternativi, e (iv) l'esperienza comparata mostra si possa fare maggiore affidamento sui mercati dei capitali e sui rispettivi “cittadini” per giungere a una determinazione del prezzo di emissione che tuteli la posizione dell'azionista evitando gli oneri (per entrambe le parti) che impone l'attribuzione dell'opzione. In altre parole, efficienza e efficacia dell'istituto sono messe in discussione.

Di conseguenza, le modifiche proposte hanno come denominatore comune la volontà di attribuire un maggiore riconoscimento alla presenza del mercato, sia traendo vantaggio delle opportunità offerte per limitare o escludere il diritto di opzione senza

pregiudicare significativamente la posizione complessiva dei vecchi azionisti, sia assecondandone le esigenze, con un particolare occhio di riguardo nei confronti della necessità degli emittenti di aumentare l'efficienza nelle operazioni di raccolta del capitale. Riprendendo il paragone geometrico formulato nel precedente capitolo⁵⁰², si tratta dunque di contemperare l'allontanamento dal vertice rappresentato dal diritto di opzione con un rafforzamento, a seconda delle diverse ipotesi, di uno o entrambi gli altri presidi, rappresentati da strumenti volti a regolare rispettivamente la determinazione (*i.e.*, congruità) del prezzo di emissione e l'allocazione dei poteri circa la decisione di aumentare il capitale sociale⁵⁰³.

(a) Un primo possibile suggerimento consiste nell'individuare un'autonoma ipotesi di esclusione dell'attribuzione del diritto di opzione per le sole società quotate, in presenza di specifici meccanismi di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni che ne assicurino la corrispondenza al valore di mercato. In altre parole, rispetto all'attuale dettato normativo, il requisito della sussistenza dell'interesse sociale verrebbe eliminato⁵⁰⁴ e, implicitamente, si assumerebbe soddisfatto dal momento che la procedura semplificherebbe l'esercizio di raccolta di capitale della società quotata, attraverso metodi più efficienti rispetto alle emissioni in opzione⁵⁰⁵. L'ulteriore presidio individuato dal quinto e dal sesto comma

⁵⁰² V. *supra*, cap. primo, para. II.1.

⁵⁰³ Si noti peraltro come tale approccio sia coerente con i principi ispiratori della riforma del diritto societario del 2003. Si veda, infatti, M. Notari, *Appunti sul diritto di opzione nella riforma delle società*, in *Riv. Not.*, 2002, I, p. 842 che nella propria relazione risalente a un momento intermedio tra l'adozione della legge delega e la riforma, aveva sostenuto che una corretta attuazione della prima avrebbe depotenziato il diritto di opzione, sia tramite la previsione di fattispecie di esclusione del diritto sia aumentato la flessibilità degli statuti societario sul punto, attribuendo un ruolo maggiore alla tutela fornita dalle regole in tema di determinazione del prezzo delle nuove azioni.

⁵⁰⁴ Parimenti verrebbero meno anche gli obblighi informativi e giustificativi degli amministratori – ridotti quelli normalmente previsti in occasione delle delibere assembleari – imposti per la speciale fattispecie di esclusione del diritto di opzione quando l'interesse sociale lo esige, di cui ai commi 5 e 6, dell'art. 2441 del Codice civile.

⁵⁰⁵ Si specifica nuovamente che, in questa sede, si sta ragionando in una prospettiva esclusivamente *de jure condendo* e l'esercizio è soltanto di collocare la modifica proposta all'interno dei parametri del dettato normativo attuale. Sul punto v. anche *supra* cap. primo, para. II.1.

dell'articolo 2441 del codice civile – che si propone di salvaguardare la posizione patrimoniale dei vecchi azionisti – risulterebbe invece rafforzato dalla modifica introdotta, che non si limita a individuare il risultato finale ma, valorizzando ulteriormente il concetto di “procedura di offerta in opzione”⁵⁰⁶ declina anche un metodo con il quale conseguirlo. In particolare, si suggerisce di utilizzare il meccanismo del c.d. *bookbuilding*, che consiste nel raccogliere un *book* di ordini da parte dei possibili investitori aventi ad oggetto le azioni di nuova emissione e individuare un prezzo finale incrociando domanda e offerta⁵⁰⁷. Tale proposta fa pieno affidamento sull’operato dei mercati e, ragionevolmente, ne postula il funzionamento, in modo peraltro non dissimile rispetto al diritto di opzione, come si è visto e, ragionevolmente, trae vantaggio dalla maggiore partecipazione degli investitori istituzionali riscontratasi negli ultimi decenni. Il vantaggio della modifica proposta risiede innanzitutto nella possibilità per l'emittente di raccogliere capitale in modo più celere, eliminando non solo i tempi e gli oneri dell’offerta in opzione, ma anche quelli connessi agli ulteriori obblighi informativi che gli amministratori devono assolvere nel contesto di proposte di delibere di esclusione o limitazione del diritto di opzione quando l’interesse sociale lo esige, parzialmente evitati solo nei casi di esclusione semplificata⁵⁰⁸. Allo stesso modo sembra che si consenta di limitare fortemente il problema rappresentato dalla volatilità dei mercati (e dei corsi di borsa) in pendenza di un’offerta in opzione, che solitamente porta gli emittenti ad aumentare il tasso di sconto in via cautelativa⁵⁰⁹. La congruità del prezzo di emissione – requisito che, diversamente dall’approccio americano, si ritiene soddisfatto non solo ad esito del soddisfacimento di una procedura negoziale ma anche in virtù di un predeterminato

⁵⁰⁶ Tale, già richiamata, felice espressione si deve al citato scritto di M.S. Spolidoro, *Nuove e diverse soluzioni di aumento del capitale e diritto di opzione in situazioni di emergenza*, in *Riv. Soc.*, 2020, p. 408. V. *supra* para I.

⁵⁰⁷ Così, C. Mosca, *Collocamento e offerta al pubblico. Riflessioni su una relazione non prettamente necessaria*, in *Riv. Soc.* 2016, p. 655. Ci si permette di rinviare al anche al capitolo successivo per una più dettagliata ricostruzione del funzionamento economico del meccanismo ivi descritto, la cui compatibilità con l’attuale disciplina sarà presa in considerazione in un’ottica *de jure condito*. V. *infra*, capitolo terzo, para I.

⁵⁰⁸ In merito ai costi dell’offerta in opzione si richiama l’analisi svolta nel capitolo primo, para IV.

⁵⁰⁹ V., ancora, capitolo primo, para IV.

meccanismo economico – consente di pervenire a una salvaguardia della posizione patrimoniale degli azionisti auspicabilmente superiore a quella offerta dall'istituto dell'opzione, eliminando altresì la necessità di un sacrificio economico ulteriore e il conseguente effetto coercitivo. Si noti che l'aspetto trascurato da tale approccio è rappresentato dalla tutela dei diritti partecipativi: malgrado, infatti, si ritenga una prospettiva secondaria nell'ambito di emittenti quotati, non è del tutto ininfluenza anche in ragione dell'impatto che le operazioni di aumento di capitale possono avere sul controllo e sul governo societario dell'emittente, ulteriormente mostrati dall'esperienza americana, e che non appaiono completamente risolti dal solo diritto di voto degli azionisti⁵¹⁰. Per questi motivi, può essere preferibile limitare l'applicazione di questa soluzione alle emissioni rivolte al mercato (*i.e.*, non agli attuali azionisti o comunque non in misura superiore alla partecipazione già detenuta) oppure combinarla con un ulteriore meccanismo che incida sull'attribuzione dei poteri⁵¹¹. In particolare, la prima (e preferibile) ipotesi individuerrebbe una fattispecie di aumento di capitale davvero aderente alla fattispecie di finanziamento dell'impresa con mezzi propri, trattandosi di un'operazione di

⁵¹⁰ In merito alla rilevanza della diluizione amministrativa in compagini azionarie fortemente istituzionalizzate si rinvia a quanto affermato *supra* nel capitolo primo, para. III.1; si richiamano, per tutti, le tesi di G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e sul suo utilizzo*, in *AGE* 2017, p. 255 ss, p. 270, 271 che sostiene, tra l'altro, come l'apposizione di un limite quantitativo, pari al 10% del capitale già emesso, all'utilizzo della clausola di esclusione semplificata dell'opzione, risponda a tale prerogativa.

⁵¹¹ Alternativamente si potrebbe prevedere un limite quantitativo all'aumento di capitale – calcolato come frazione del capitale già emesso – sul modello delle regole contenute nei regolamenti borsistici americani con la differenza che il superamento della soglia invece di far scattare l'obbligo di voto assembleare (che l'ordinamento italiano, condivisibilmente, prevede indipendentemente dalla dimensione dell'emissione e che in questa sede non si intende indebolire). In questo senso, tuttavia, il risultato non sarebbe dissimile dalla procedura di aumento di capitale con esclusione semplificata del diritto di opzione di cui al secondo periodo del quarto dell'articolo 2441 c.c. con la duplice specificazione che (i) si eliminerebbe il requisito della preventiva predisposizione in statuto della clausola c.d. autorizzativa e (ii) si circoscriverebbe il requisito circa la corrispondenza al valore di mercato con l'utilizzo del *bookbuilding*, eliminando il di contro l'onere di accompagnare la determinazione con una relazione di un revisore legale o di una società di revisione. Entrambe le riflessioni verranno approfondite *infra* nel lavoro.

emissione di nuove azioni rapida, efficiente e a valori (si assume) di mercato scevra da implicazioni sulla *corporate governance* e sugli equilibri societari dell'emittente. Tale strumento, peraltro, sarebbe nella pratica circoscritto ad aumenti di capitale deliberati in situazioni societarie molto lineari, ricorrendosi invece a soluzioni (e presidi) più strutturati per contesti più complessi⁵¹².

In tema di attribuzione di poteri, invece, sembra utile declinare il procedimento assembleare in modo da renderlo non esclusiva prerogativa dell'azionista di riferimento, se presente⁵¹³, e evitare che quest'ultimo possa dominarne l'esito⁵¹⁴. La *ratio* – che muove dalla tesi che la funzione principale dell'opzione sia la salvaguardia della posizione patrimoniale degli azionisti e soprattutto degli azionisti di minoranza – è quella di traslare tale compito nel voto assembleare depurato, richiedendosi in tale sede anche il conseguimento del consenso delle minoranze o, più precisamente, della maggioranza della

⁵¹² La fattispecie non sarebbe nella pratica dissimile dai casi di aumento di capitale con esclusione c.d. semplificata dell'opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441, semplicemente utilizzando il *bookbuilding* quale meccanismo volto a realizzare il requisito che “che il prezzo di emissione corrisponda al valore di mercato delle azioni”. Si noti, tuttavia, che l'esclusione suggerita in prospettiva *de jure condendo* sarebbe ulteriormente semplificata da un punto di vista procedurale non richiedendo la preventiva inclusione della fattispecie in statuto né essendo necessariamente soggetta al limite del 10% delle azioni già emesse (pur ipotizzandosi la necessità di un limite quantitativo per emissioni rivolte al mercato che non richiedano la preventiva autorizzazione assembleare). Non sarebbe, inoltre, necessaria la relazione di un revisore legale dei conti o di una società di revisione sul prezzo di emissione, generandosi quindi una sorta di inversione dell'onere della prova a sfavore del soggetto che voglia dimostrare la non corrispondenza al valore di mercato. Nell'ipotesi in considerazione, infine, si prevede di eliminare il requisito della preventiva autorizzazione assembleare (la cui necessità, invero, è al momento sostenuta dalla maggioranza ma non dall'unanimità degli autori, come discusso *infra* nel paragrafo) a patto che vi siano, come sopra indicato, limiti sulla dimensione e la direzione (*i.e.*, al mercato) dell'emissione, al fine di evitare usi strumentali dell'emissione con impatti significativi sugli assetti proprietari.

⁵¹³ Tale scenario, peraltro, risulta prevalente nel mercato italiano. Si veda *supra*, cap. primo, para I.

⁵¹⁴ Si precisa che le considerazioni proposte in tema di attribuzioni dei poteri di approvazione dell'operazione non sono vincolate all'applicazione del *bookbuilding* ma emergono in maniera indipendente dall'analisi sin qui svolta.

minoranza, traendo spunto dal sistema americano⁵¹⁵. La soluzione enfatizza la componente dell'aumento di capitale come operazione possibilmente oggetto di conflitto di interessi – e a maggior ragione nelle ipotesi di esclusione o limitazione del diritto di opzione⁵¹⁶ – e valorizza la prospettiva mercatistica, poggiando, tra l'altro, sull'aumentata sofisticatezza delle compagini sociali delle società quotate, dovuta alla massiccia presenza di investitori istituzionali⁵¹⁷. Si ritiene, infatti, che costoro dispongano di maggiori incentivi e strumenti per esprimere un voto informato circa l'emissione, avendone valutate le condizioni⁵¹⁸. In tal senso, quindi, sembra ragionevole supporre che una proposta che abbia il parere favorevole della maggioranza di essi – dando per scontata per ipotesi la non correlazione al centro decisionale dell'impresa da parte dei legittimati a tale voto – sia effettivamente non lesiva degli interessi patrimoniali delle minoranze. Questa soluzione senz'altro massimizza la dialettica pre-assembleare a monte dell'aumento di capitale e il coinvolgimento degli azionisti *outsider* rispetto all'ipotesi standard del diritto di opzione dal momento che, come già sottolineato, quest'ultimo si caratterizza per agire a valle dell'approvazione⁵¹⁹.

⁵¹⁵ V. *supra*, para I.3 per una ricostruzione dell'applicazione del c.d. *majority of minority voting* alle emissioni di nuove azioni.

⁵¹⁶ Il conflitto di interesse, fino ad ora affrontato principalmente nella prospettiva comparata, si inquadra nelle categorie italiane come fattispecie nella quale la decisione assembleare si formi “con il concorso di voti in qualche modo “inquinati” dalla presenza di interessi non in linea con l'interesse sociale”, così M. Notari, *La “sterilizzazione” del voto nelle società per azioni: appunti in tema di “whitewash” e dintorni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, p. 743. I possibili interessi confliggenti nell'operazione sono stati ricostruiti nel corso dell'elaborato e il tema è quantomai amplificato nei casi di esclusione del diritto di opzione, a maggior ragione se la posizione del socio di controllo ne esce rafforzata.

⁵¹⁷ Si veda sul punto la ricostruzione dell'evoluzione della composizione delle compagini azionarie delle società quotate, cap. primo, para. I.

⁵¹⁸ V. in particolare F. Guerrera, *“Interessi” degli azionisti e partecipazione “differenziata” ai processi decisionali (considerazioni sul c.d. whitewash nelle società aperte)*, in *Riv. dir. soc.*, 2015, p. 96 che nota come il procedimento di *majority-of-minority* conferisca un peso e un'influenza non indifferenti alle “minoranze attive e partecipi alle vicende societarie”; l'A., peraltro, definisce tali soggetti “independent shareholders”, utilizzando una felice espressione che denota l'assenza di correlazione con il gruppo di controllo dell'emittente.

⁵¹⁹ Si vedano, *supra*, para II.1 le considerazioni circa la diversa natura *liability* o *property* degli strumenti attribuiti alle minoranze. Logicamente il rischio è quello di attribuire alle minoranze il potere di paralizzare l'attività assembleare (che

La possibile lacuna della proposta risiede nell'individuazione dei soggetti il cui voto non sia escluso dalla c.d. depurazione. Da un punto di vista ideale e teorico, la soluzione più logica è scomputare il voto degli *insider* e quindi far affidamento sul fatto che gli *outsider* – in aggiunta alle menzionate caratteristiche derivanti dall'istituzionalizzazione dell'azionariato – siano estranei a conflitti di interesse con riguardo all'operazione in oggetto⁵²⁰. Su un piano pratico, tuttavia, l'identificazione degli *insider* non sempre è agevole, tralasciando la fattispecie delle società nelle quali un azionista esprime la maggioranza assoluta dei diritti di voto. Certamente la nozione di controllo societario, non solo nelle ipotesi di controllo di diritto ma anche di controllo di fatto, appare un solido elemento per discriminare tra *insider* e *outsider* (con riferimento all'operazione di aumento di capitale oggetto del voto assembleare) – corroborando ulteriormente la valutazione con il registro Consob dei patti parasociali che consente di individuare ulteriori azionisti correlati al controllante – eppure la natura mutevole e empirica di quest'ultimo *status* mal si presta a essere utilizzata in questa sede come unico strumento dirimente. Si imporrebbe, infatti, in capo agli organi societari il gravoso e per nulla semplice esercizio di verificare, al momento della delibera, la potenziale influenza dominante esercitabile da un azionista. Tale situazione di incertezza sfocerebbe inevitabilmente in un eccesso di precauzioni *ex ante* o di contenziosi *ex post*: ciascuna delle conseguenze, peraltro non mutualmente esclusive, sarebbe evidentemente in contrasto con gli obiettivi che questo paragrafo si prefigge⁵²¹.

rischia di sfociare in situazioni di quasi-abuso da parte delle minoranze). Si veda sul punto la puntuale analisi di E.B. Rock, *Majority of Minority Approval in a World of Active Shareholders*, in *The Law and Finance of Related Party Transactions* (a cura di L. Enriques e T.H. Troger, 2019), p. 123. Mi permetto di rinviare anche al mio studio nel quale, pur suggerendo l'attribuzione di maggiori poteri di voto agli azionisti, e in particolare alle minoranze, negli Stati Uniti ne ho tentato di mettere in luce anche i potenziali aspetti negativi, tra cui i costi e la poca flessibilità. V. N. Calvi, *Towards Shareholder Vote on Equity Issuances*, 10 *American University Business Law Review*, 1 (2021), pp. 67-77.

⁵²⁰ In merito all'analisi delle diverse caratteristiche e le diverse aspettative degli azionisti nonché i temi di *agency* tra *insider* e *outsider*, v. *supra* cap. primo, para. I e II (in particolare II.1)

⁵²¹ Il risultato, inoltre, mal si porrebbe in relazione alla funzione “preventiva e correttiva – e quindi *anti-contenziosa* – che l'assemblea degli azionisti è chiamata a svolgere nelle società a capitale diffuso”. Così F. Guerrero, “*Interessi' degli azionisti*

Si suggerisce, pertanto, di valorizzare il concetto di *whitewash* che il nostro ordinamento già conosce e che al momento si utilizza in particolare, per quanto di interesse in questa sede, nella disciplina delle operazioni con parti correlate⁵²². Si tratterebbe, pertanto, di un'ampia fattispecie di esclusione del diritto di opzione che, qualora l'offerta sia destinata integralmente al mercato o a taluni (ma evidentemente non a tutti, o quantomeno non *pro-rata*) membri della compagine sociale e il corrispettivo di emissione sia determinato attraverso il metodo del *bookbuilding*, richiederebbe sia il voto dell'assemblea a maggioranza semplice sia il voto favorevole della maggioranza della minoranza o, per meglio dire, della maggioranza degli azionisti non correlati a soci di riferimento (*i.e.*, titolari prima dell'aumento di capitale di partecipazioni superiori a soglie individuate) che accrescano la misura della propria partecipazione nel contesto dell'operazione⁵²³. In questo senso, la risposta a una possibile obiezione circa un eccessivo coinvolgimento degli azionisti di minoranza in decisioni societarie tanto delicate e capaci di effetti significativi sulla struttura proprietaria e finanziaria dell'emittente, si fonda sull'argomento che, rispetto alla

e partecipazione "differenziata" ai processi decisionali (considerazioni sul c.d. whitewash nelle società aperte), in *Riv. dir. soc.*, 2015, p. 125.

⁵²² Il voto assembleare depurato, in deroga al principio di maggioranza, è applicato anche nella disciplina della (esenzione alla) offerta pubblica di acquisto obbligatoria. Il comun denominatore è la circostanza di decisioni potenzialmente "pericolose" per le minoranze se adottate a maggioranza semplice. V. in particolare i commenti di M. Notari, *La "sterilizzazione" del voto nelle società per azioni: appunti in tema di "whitewash" e dintorni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, pp. 746 ss. e F. Guerrera, *"Interessi" degli azionisti e partecipazione "differenziata" ai processi decisionali (considerazioni sul c.d. whitewash nelle società aperte)*, in *Riv. dir. soc.*, 2015, pp. 95 ss.

⁵²³ Nell'ipotesi presa in considerazione il voto dei soci non correlati sarebbe necessario come condizione necessaria per non attribuire l'opzione, e non solo nelle ipotesi di parere negativo degli amministratori indipendenti, diversamente dalla previsione del Regolamento Parti Correlate, oggetto delle riflessioni di M. Notari, *La "sterilizzazione" del voto nelle società per azioni: appunti in tema di "whitewash" e dintorni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, p. 749. Si veda anche F. Guerrera, *"Interessi" degli azionisti e partecipazione "differenziata" ai processi decisionali (considerazioni sul c.d. whitewash nelle società aperte)*, in *Riv. dir. soc.*, 2015, p. 109 in merito a talune considerazioni circa la differenza terminologica tra "voto favorevole" e "assenza di voto contrario", che solitamente corrisponde a un potere di blocco. In particolare, si ritiene preferibile la prima opzione in virtù del maggiore coinvolgimento richiesto agli azionisti indipendenti – e del maggiore isolamento imposto all'azionista di maggioranza – risultando nei fatti più conforme alla procedura sperimentata, con risultati soddisfacenti, nell'ordinamento americano.

disciplina attuale, non si depotenzierebbe il potere delle maggioranze⁵²⁴ – che avrebbero comunque a disposizione tutti gli strumenti attuali – bensì si condizionerebbe un’ulteriore ipotesi di non integrale attribuzione del diritto ad un maggiore coinvolgimento attivo delle minoranze. In altre parole, proseguendo nel solco individuato dal legislatore italiano e da quello europeo in tema di diritti degli azionisti di società quotate, si valorizzerebbero ulteriormente la funzione informativa dell’assemblea da un lato e la partecipazione dei soci dall’altro⁵²⁵. Nel complesso, dal confronto tra la combinazione dei due presidi e l’attuale dettato normativo, si sostituirebbe al requisito dell’interesse sociale uno strumento, quale il *whitewash*, che consente nei fatti ai soci (anche di minoranza) di esprimersi circa la sussistenza dello stesso, ferma l’assicurazione di un adeguato prezzo di emissione, rafforzata dalla predeterminazione della procedura volta a conseguire tale risultato⁵²⁶.

Una diversa e separata strada consiste nella classificazione del diritto di opzione come diritto di quota che spetti solo ad azionisti titolari di partecipazioni superiori a soglie predeterminate. La modifica dovrebbe certamente essere accompagnata da meccanismi volti ad assicurare la congruità del prezzo di emissione – a beneficio di quanti non beneficino del diritto – individuando solo il risultato o anche il metodo (*e.g.*, si fa riferimento all’ipotesi del *bookbuilding*) in modo da non far venire meno salvaguardia della posizione patrimoniale di tutti gli azionisti. Ragionevolmente, si può far corrispondere la soglia necessaria per vedersi attribuito il diritto di quota a quella già individuata dal legislatore per far scattare l’obbligo di notifica ai sensi

⁵²⁴ L’argomento è posto da F. Guerrera, “*Interessi’ degli azionisti e partecipazione “differenziata” ai processi decisionali (considerazioni sul c.d. whitewash nelle società aperte)*”, in *Riv. dir. soc.*, 2015, p. 113.

⁵²⁵ Si veda F. Guerrera, “*Interessi’ degli azionisti e partecipazione “differenziata” ai processi decisionali (considerazioni sul c.d. whitewash nelle società aperte)*”, in *Riv. dir. soc.*, 2015, pp. 125, 126 che enfatizza sul punto l’importanza del coordinamento tra gli azionisti al fine di avere una partecipazione significativa di azionisti indipendenti.

⁵²⁶ Si noti, peraltro, che volendo rifarsi al modello americano, si potrebbe prevedere un’ipotesi più aggressiva di esclusione del diritto di opzione in presenza di un voto “depurato” favorevole indipendentemente dalla previsione del *bookbuilding* come metodo di determinazione del corrispettivo di emissione. Di conseguenza, il voto con *whitewash* avrebbe ad oggetto la valutazione integrale delle condizioni di emissione, inclusa la congruità del corrispettivo.

della norma sulle partecipazioni rilevanti⁵²⁷. Tale approccio enfatizza da un lato quella che si ritiene essere la funzione principale dell'istituto dell'opzione e dall'altro consente agli azionisti che si assumono essere più interessati al governo societario di mantenere la propria misura dei diritti partecipativi. Al pari di tutti i metodi suggeriti in questa sede, che hanno il cardine nell'apposizione di meccanismi (più o meno specificati) volti ad assicurare la congruità del prezzo di emissione, la soluzione ha il pregio di tutelare il valore di tutti gli azionisti senza richiedere un ulteriore sacrificio patrimoniale, e senza fare affidamento sul mercato dei diritti di opzione. Al tempo stesso – e diversamente dalle fattispecie di esclusione del diritto di opzione – non trascura l'incentivo di alcuni azionisti a mantenere la misura dei propri diritti significativi nell'ottica degli equilibri di governo societario dell'emittente. Di contro, se si optasse per la soluzione più rigida (ossia individuare anche il metodo di determinazione del congruo prezzo di emissione), ci si troverebbe inevitabilmente ad affrontare – pur con riferimento a pochi azionisti – il tema della coesistenza tra l'attribuzione dell'opzione agli azionisti e l'utilizzo del *bookbuilding*⁵²⁸.

(b) Volgendo l'attenzione alla fattispecie applicabili alle sole società quotate, si potrebbe considerare un intervento normativo che incida sulla necessità dell'ulteriore impulso assembleare (*i.e.*, in aggiunta all'inclusione della clausola in statuto) che deliberi l'aumento di capitale con esclusione semplificata del diritto di opzione (con preventiva inclusione della corrispondente clausola nello statuto sociale) di cui al secondo periodo del quarto comma dell'articolo 2441 c.c.

È, infatti, dibattuto in dottrina se l'introduzione in statuto della clausola abilitativa ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'articolo 2441 comporti la necessità di un'ulteriore delibera assembleare che estrinsechi l'attuazione della clausola nel caso concreto o se, al contrario, la norma individui una fattispecie di

⁵²⁷ Ci si riferisce agli obblighi disciplinati dall'art. 120 del TUF in capo ai soggetti titolari di partecipazioni pari o superiori rispettivamente al 3% (o al 5% se si tratta di società PMI ai sensi del TUF) dell'emittente partecipato. Si noti che si tratta solo di un'ipotesi al fine di garantire una coerenza sistematica (ancorché tra due norme non necessariamente collegate) e non collegata a una preferenza per le specifiche soglie ivi individuate.

⁵²⁸ Sul punto si veda, *infra*, capitolo terzo, para. II.

esclusione del diritto di opzione statutaria⁵²⁹. Il quesito interpretativo non è scevro da significative implicazioni pratiche dal momento che, nei fatti, ci si chiede se, nonostante l'apposizione della clausola, si renda sempre necessario il voto favorevole dell'azionista di controllo (se presente, oppure, diversamente, della maggioranza assembleare) a ridosso dell'emissione, avente necessariamente ad oggetto un grado di dettaglio significativamente maggiore rispetto a quello concernente la modifica statutaria che, al contrario, si caratterizza per una discreta vaghezza in merito alle caratteristiche di future, e del tutto eventuali, operazioni di rafforzamento patrimoniale. In particolare, in tale sede, sono (logicamente) ancora ignoti la composizione della struttura proprietaria della società al momento dell'emissione ed i destinatari dell'offerta – che, ancorché limitata al 10% del capitale sociale già emesso, può influire sugli equilibri della compagine sociale – nonché il prezzo di emissione, dal momento che il fatto che sia per legge legato al valore di mercato non pregiudica (ad anzi, logicamente, risulta in) un'incertezza dovuta all'incapacità di prevedere i corsi di borsa dell'emittente. Di contro, l'assenza dell'obbligo di un'ulteriore espressa deliberazione assembleare sull'esclusione, porterebbe benefici sia alla flessibilità dell'emittente nella raccolta del capitale sia all'autonomia del consiglio di amministrazione, qualora le più ampie maglie di cui disporrebbe l'autonomia negoziale consentissero l'inclusione in statuto di clausole attributive di tale potere all'organo di gestione.

Un completo studio monografico sull'argomento si è espresso in senso favorevole a questa seconda interpretazione rinvenendo, nell'ipotesi di esclusione semplificata del diritto di opzione per le società quotate, un caso di non spettanza del diritto⁵³⁰ con il duplice corollario che “l'esclusione sia [è] una mera modalità dell'aumento” e

⁵²⁹ Per una chiara formulazione del quesito v., *ex multis*, G. Giannelli, *L'aumento di capitale a pagamento*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, 2007, p. 280, che si chiede se la clausola statutaria funga da premessa a “la decisione da parte dell'organo deputato a deliberare l'aumento”; si noti che l'espressione – che non fa espresso riferimento all'assemblea degli azionisti – appare intesa a comprendere anche la situazione di aumento delegato nelle quali la decisione sia rimessa all'organo amministrativo nella sua interezza.

⁵³⁰ V. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 110 ss. che argomenta la tesi anche attraverso la distinzione tra diritto astratto e diritto concreto, sostenendo che nel caso di specie il diritto di opzione non venga attribuito nemmeno nella seconda forma.

che sono ammesse clausole statutarie che rimettano alla discrezionalità degli amministratori la decisione sull'esclusione del diritto di opzione nei futuri aumenti di capitale⁵³¹, evidentemente nel rispetto degli ulteriori requisiti posti dalla norma codicistica. In senso non dissimile, era stato precedentemente affermato che il diritto di opzione, in tali situazioni, sia escluso dallo statuto dell'emittente e, di conseguenza, i diritti degli azionisti siano sacrificati in tale sede e non attraverso la successiva decisione concreta di procedere con l'aumento di capitale, egualmente attuabile dall'assemblea o dall'organo amministrativo (con delega) a seconda delle fattispecie⁵³². Logica premessa fattuale di tale approccio risiede nella "pressoché totale surrogabilità" del diritto di opzione – ritenuto di conseguenza non più indispensabile come strumento di tutela di taluni o tutti gli azionisti – con l'accesso al mercato azionario⁵³³. Ribadito che non sembra del tutto condivisibile la tesi dell'assoluta intercambiabilità del diritto di opzione con l'acquisto diretto sul mercato⁵³⁴, è anche l'interpretazione della norma

⁵³¹ In questo senso A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 162. Si noti che l' A. giunge a tali considerazioni dopo aver risolto il quesito – precedente da un punto di vista logico -circa la compatibilità di una deroga "fissa" o "in astratto" al diritto di opzione (quale sarebbe, in ipotesi, quella statutaria) e la II Direttiva comunitaria. Di opinione contraria, S. Cerrato, *Commento all'articolo 2441*, in *Il nuovo diritto societario* (diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti), Bologna, 2004, p. 1528 che argomenta come una interpretazione della norma codicistica ispirata alla conformità con le norme europee, imponga che l'esclusione del diritto di opzione sia di pertinenza assembleare caso per caso; la clausola statutaria fungerebbe quindi solo da "presupposto" giuridico alla delibera successiva.

⁵³² Così, G. Giannelli, *L'aumento di capitale a pagamento*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, 2007, p. 285.

⁵³³ Così, E. Ginevra, *Commento all'articolo 2441*, in *Le Società per azioni. Codice civile e norme complementari* (diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale), Milano, 2016, p. 2637 e precedentemente *Id*, *La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti del capitale sociale a pagamento*, in *Riv. Soc.*, 2008, 498, p. 517. Dello stesso avviso A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 123, che suggerisce un'interpretazione della norma coerente con tale presupposto.

⁵³⁴ V. *supra*, cap. secondo, para III. V., per tutti, anche G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e sul suo utilizzo*, in *AGE*, 2017, pp. 274 che si esprime in senso contrario a tale argomento e G. Balp, M. Ventoruzzo, *Esclusione del diritto d'opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, in *Riv. Soc.*, 2004, p. 809 che fanno espresso riferimento al concetto di "sacrificio della posizione amministrativa" in tale fattispecie. Si noti,

a destare obiezioni, malgrado l'indubbio pregio di massimizzare l'importanza della clausola statutaria nonché la flessibilità che ne deriva per l'emittente.

Sembra preferibile aderire all'interpretazione più garantista della norma che rileva come si tratti di un'ulteriore fattispecie di esclusione del diritto di opzione nella quale, a differenza delle ipotesi disciplinate dal quinto comma dello stesso articolo, si riscontra una preventiva conferma della sussistenza dell'interesse sociale – che quindi non deve essere dimostrato nel caso concreto – da parte dello statuto dell'emittente⁵³⁵. Lo stesso studio ha peraltro sottolineato come, diversamente, la clausola statutaria comporterebbe la non spettanza del diritto di opzione di ciascuna emissione al di sotto del 10% del capitale sociale, cosicché i soci potrebbero vederselo attribuito soltanto per la porzione eventualmente eccedente tale soglia⁵³⁶. Di conseguenza la funzione della clausola statutaria è quella di disciplinare

ancora una volta, che non si intende affermare l'inferiorità dell'acquisto diretto (abbinato a meccanismi di controllo sul prezzo di emissione) rispetto al diritto di opzione, bensì sostenere che i due strumenti hanno caratteristiche (per tali intendendosi sia i vantaggi sia gli svantaggi dal punto di vista dell'azionista *outsider*) differenti. Si veda anche l'autorevole commento di P. Marchetti, *Provvedimenti emergenziali (c.d. decreto "Semplificazioni") ed aumento di capitale*, in *Riv. Soc.*, 2020, p. 1165 che, in sede di commento della normativa provvisoria emanata nel contesto della pandemia Covid-19, rileva come (nella disciplina non emergenziale) la *ratio* della norma in oggetto – e in particolare del limite del 10% - non sia quella di tutelare il ricorso al mercato da parte degli azionisti al fine di reintegrare la propria posizione ante-emissione e, al contrario, fa riferimento “un *trade off* tra interesse sociale alla (ri)capitalizzazione e interesse del socio”)

⁵³⁵ Si veda in particolare il recente scritto di G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e sul suo utilizzo*, in *AGE*, 2017, pp. 264, 265 che individua correttamente la differenza sostanziale rispetto all'indiscussa fattispecie di non spettanza del diritto di opzione, ossia l'aumento di capitale con conferimenti in natura, dove i termini dell'emissione manifestano una “incompatibilità strutturale” con l'attribuzione del diritto di opzione ai soci. V. anche, precedentemente, G. Balp, M. Ventoruzzo, *Esclusione del diritto d'opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, in *Riv. Soc.*, 2004, p. 816 che elaborano come “l'esistenza di un interesse sociale che sorregga l'esclusione dell'opzione è assunta per legge in via astratta e generale, e resa 'attuale' per la società con la clausola statutaria che tale facoltà preveda”.

⁵³⁶ Così G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e sul suo utilizzo*, in *AGE*, 2017, p. 265.

le regole del gioco ma la stessa dovrà essere di volta in volta espressamente attivata attraverso una delibera assembleare⁵³⁷. Parimenti, maggiore discrezionalità all'organo amministrativo potrà essere conferita solo attraverso l'utilizzo combinato della norma in questione e della delega agli amministratori di cui all'art. 2443 c.c., nel rispetto dei requisiti di quest'ultima⁵³⁸ e a condizione che la proposta di esclusione del diritto di opzione degli amministratori risulti attuativa (e conforme) sia della clausola statutaria sia della delega assembleare⁵³⁹.

Ne consegue che una maggiore operatività della previsione statutaria si possa perseguire esclusivamente attraverso un approccio *de jure condendo* (e non mediante un'analisi *de jure condito*) pensando a una valorizzazione della clausola che elimini la necessità di un ulteriore impulso assembleare sul punto a ridosso dell'emissione, possibilmente attribuendo direttamente il potere agli amministratori sul modello americano.

Appare invece degna di maggior considerazione l'opportunità di valorizzare le disposizioni emergenziali introdotte nel contesto della pandemia Covid-19 e che, pur per un periodo limitato di tempo, hanno consentito un più facile accesso al mercato del capitale di rischio da parte delle società quotate, che hanno potuto beneficiare della disposizione di cui al secondo periodo del quarto comma dell'articolo 2441 c.c. (i) anche in assenza di preventiva introduzione della clausola in statuto e (ii) entro il limite del 20% del capitale sociale pre-esistente⁵⁴⁰. Malgrado tale disposizione, che autorevole dottrina ha

⁵³⁷ G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e sul suo utilizzo*, in *AGE*, 2017, p. 264.

⁵³⁸ Logicamente si fa riferimento ai requisiti della delibera di delega agli amministratori e, in particolare, alla necessità lo statuto individui i criteri ai quali gli amministratori si devono attenere in sede di esclusione; al contrario gli amministratori non dovranno, di volta in volta, dimostrare l'esistenza di uno specifico interesse della società né, tantomeno, redigere una relazione, diversamente da quanto avviene nelle ipotesi di esclusione dell'opzione ai sensi del quinto comma dell'art. 2441. Sul punto v. G. Balp, M. Ventoruzzo, *Esclusione del diritto d'opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, in *Riv. Soc.*, 2004, p. 818.

⁵³⁹ Così G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e sul suo utilizzo*, in *AGE*, 2017, pp. 287.

⁵⁴⁰ Si fa riferimento all'articolo 44 della legge di conversione (L. 120/2020) del d.l. 23/2020. Si noti, peraltro, come la medesima modifica legislativa abbia inciso

definito “di potenziale grande portata innovativa”⁵⁴¹ abbia avuto, appunto, carattere straordinario ed emergenziale e la sua *ratio* vada probabilmente ricercata principalmente nella facilitazione della raccolta di capitale di rischio che non nella volontà di dettare nuove regole di diritto (del governo) societario, é indubbio che la direzione (opportunamente) tracciata propenda per un ulteriore alleggerimento dei presidi normativi e degli oneri procedurali a carico degli emittenti, a vantaggio di una maggiore valorizzazione del mercato (e dei suoi “giudizi” in tema di corsi di borsa). In questo senso l’impatto di una fattispecie di esclusione del diritto di opzione “semplificata” con un raddoppiato limite del 20% del capitale sociale già emesso (e senza la preventiva clausola statutaria, non sembra lontana dall’ipotesi *sub* (a) individuata nell’apertura del paragrafo, data la notevole incidenza che tale emissione puo’ avere sugli equilibri di governo societario, nonché sugli azionisti di minoranza, se presenti. In questo senso, dunque, qualora si volesse supportare l’intenzione (in questa sede condivisa) di rendere permanente tale modifica, ci si permette di suggerire di corroborarla con i presidi individuati precedentemente quali il voto assembleare “depurato” e, soprattutto, il meccanismo del *bookbuilding* per soddisfare il requisito della corrispondenza del prezzo di emissione delle nuove azioni al valore di mercato delle azioni precedentemente emesse. L’utilità di tale meccanismo, invero, non sembra limitata a riflessioni *de jure condendo* né alle sole fattispecie di esclusione del diritto di opzione: al contrario, l’applicazione alle ipotesi di aumento di capitale con attribuzione del diritto di opzione e la compatibilità del metodo con l’attuale insieme di regole che governano gli aumenti di capitale costituirà un approfondimento *de jure condito* (non scevro da conseguenze pratiche) nel successivo capitolo.

anche sull’ambito di applicazione soggettivo della norma, estendendolo alle società con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione.

⁵⁴¹ Così, P. Marchetti, *Provvedimenti emergenziali (c.d. decreto “Semplificazioni”) ed aumento di capitale*, in *Riv. Soc.*, 2020, pp. 1168, 1169.

CAPITOLO TERZO: DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE
DELLE NUOVE AZIONI E *BOOKBUILDING*

SOMMARIO: I. Il *bookbuilding* nell'emissione di nuove azioni a pagamento II. *Bookbuilding* e offerta in opzione II.1 Valore e trasferibilità del diritto di opzione II.2 Delibera assembleare con “*open price*” II.3 Posizione dell'azionista oblato III. Utilizzo del *bookbuilding* nelle fattispecie di esclusione o limitazione del diritto di opzione III.1 Esclusione del diritto di opzione III.2 Interesse sociale nella limitazione del diritto di opzione

Lo studio svolto nei capitoli precedenti ha portato a ritenere che, riferendosi agli emittenti quotati, una più congrua determinazione del prezzo di emissione (rispetto alle emissioni c.d. “a sconto”) che tenda all'erosione del concetto di diluizione economica – possibilmente valorizzando, a tal fine, la presenza del mercato – e a limitare la soggezione dell'operazione di aumento di capitale alla volatilità dei corsi di borsa, possa nel complesso risultare favorevole sia alla società sia agli azionisti, anche (ma non necessariamente) qualora ciò renda meno conveniente l'esercizio del diritto di opzione, e ne comporti, perciò, una parziale limitazione. Attribuendo a tale considerazione, pur sommariamente riassunta, il ruolo di stella polare, sembra interessante approfondire il tema anche in una prospettiva *de jure condito*. In particolare, nel presente capitolo si tenterà di indagare la compatibilità del metodo del *bookbuilding* con l'attuale sistema di regole che governa gli aumenti di capitale sociale per le società quotate in Italia. Per farlo, è utile una breve ricognizione dello stesso dal punto di vista economico – anticipata nel precedente capitolo⁵⁴² – che ne metta in luce le caratteristiche ed il funzionamento, nonché i possibili benefici per i soggetti coinvolti nell'operazione. Successivamente, si cercherà di coglierne eventuali problematiche applicative nel contesto sia di offerte con limitazione o esclusione (sia in forma semplificata sia forma “tradizionale”) del diritto di opzione sia di offerte effettuate con il metodo dei diritti.

⁵⁴² V., *supra*, capitolo secondo, para IV.

I. Il *bookbuilding* nell'emissione di nuove azioni a pagamento

L'obiettivo del presente paragrafo è di fornire una prospettiva finanziaria del *bookbuilding* come metodo di determinazione del prezzo delle azioni in generale e nel contesto delle operazioni di emissione di nuove azioni in particolare. La ricognizione non sarà naturalmente scevra da alcune considerazioni metagiuridiche che fanno seguito al contenuto dei capitoli precedenti, dal momento che a tale aspetto questo paragrafo è servile. In particolare, il proposito è comprendere come tale sistema possa fornire risposta ai problemi individuati nell'offerta in opzione, al fine di elaborare anche una giustificazione pratica ai successivi paragrafi che sviscereranno (auspicabilmente) nel dettaglio la compatibilità con le diverse regole che l'attuale dettato normativo prescrive e che in larga misura sono state esposte – e discusse, per quanto possibile, con il medesimo approccio – nei paragrafi precedenti⁵⁴³. Si vedrà come, nei fatti, la risposta all'implicito quesito circa l'utilità dell'analisi giuridica volta a collocare il *book-building* nella disciplina degli aumenti di capitale a pagamento, poggi su argomenti di efficienza economica e di maggiore tutela patrimoniale, con benefici tanto per gli azionisti quanto per l'emittente stesso.

Il procedimento di *book-building* consiste nel pervenire alla determinazione del prezzo di emissione delle azioni attraverso il (concettualmente semplice) meccanismo di incrocio di domanda e offerta dei titoli sui mercati finanziari⁵⁴⁴. Nel dettaglio, si tratta di un'analisi delle manifestazioni di interesse, qualitative e quantitative (*i.e.*, quante azioni e a quale corrispettivo c'è interesse ad acquistare), pervenute in sede di chiusura dell'offerta da parte degli investitori istituzionali sollecitati⁵⁴⁵. La procedura è mutuata dalle operazioni di

⁵⁴³ Si veda l'approccio di M. Notari, *Gli aumenti di capitale nelle società quotate*, in *Le operazioni sul capitale sociale: casi pratici e tecniche di redazione del verbale* notarile, 2008, p. 55 che invita ad “un'analisi del ‘fenomeno giuridico’ ed economico in quanto tale” al duplice fine di comprendere dalla corretta prospettiva le scelte di *policy* del legislatore nonché le opportune interpretazioni delle regole dettate dallo stesso.

⁵⁴⁴ Sul punto v. C. Mosca, *Collocamento e offerta al pubblico. Riflessioni su una relazione non strettamente necessaria*, in *Riv. Soc.*, 2016, p. 655 che, nel dettaglio, descrive il procedimento come “creazione di un *book* di ordini”.

⁵⁴⁵ Si vedano sul punto E. Bazzano, *Determinazione ex post del prezzo di emissione ad opera degli amministratori, derogabilità dell'obbligo di versamento immediato del soprapprezzo*

initial public offering (di seguito individuate con l'acronimo *IPO*), ambito nel quale si tratta di una prassi consolidata: la società quotanda (o, a seconda dei casi l'azionista venditore) si avvale di consulenti finanziari e in particolare di un coordinatore dell'offerta (identificato nella prassi e negli elaborati di ricerca con i termini *lead manager* o *global coordinator*) che ha il compito di coordinare l'intero *pool* di istituzioni finanziarie facenti parte del consorzio di collocamento, al fine di massimizzare il risultato economico dell'operazione⁵⁴⁶. In tale contesto, la presentazione del prospetto informativo della società è accompagnata dall'individuazione di una c.d. forchetta di valori, all'interno del quale il corrispettivo per azione dell'*IPO* è successivamente determinato: per questa ragione si utilizza l'espressione di "prezzo aperto", dal momento che la definizione di quest'ultimo è successiva alla raccolta delle adesioni⁵⁴⁷. In particolare, uno studio risalente allo scorso decennio, che ha preso in considerazione tutti gli *IPO* del mercato italiano tra il gennaio 1999 e l'aprile 2012, ha descritto come la procedura complessivamente costi di due diverse offerte: un'offerta riservata ai soli investitori istituzionali – le cui adesioni non sono vincolanti e vengono utilizzate

e compatibilità con il diritto di opzione, in *Riv. Soc.*, 2003, per una puntuale ricostruzione del meccanismo e C. Mosca, *Collocamento e offerta al pubblico. Riflessioni su una relazione non strettamente necessaria*, in *Riv. Soc.*, 2016, p. 655 che spiega come tale processo di collocamento contribuisca a garantire, tra l'altro, un trattamento identico a tutti i sottoscrittori di nuove azioni, pervenendo ad un "prezzo identico" per tutti. V. anche E. Ginevra, *La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie* (a cura di Mario Notari), Milano, 2008, p. 105 che fa riferimento alla possibilità che gli amministratori in un momento successivo alla chiusura dell'offerta determinino il sovrapprezzo ad esito delle sottoscrizioni pervenute e sulla base di parametri precedentemente enunciati agli azionisti e al mercato. Si noti che si indagherà in seguito sul grado di dettaglio e sul momento di determinazione di tali parametri, in sede di attribuzione di poteri ad eseguire l'operazione, distinguendo le diverse ipotesi di offerta.

⁵⁴⁶ Si veda sul punto la dettagliata ricostruzione di S. Lombardo, *Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni*, Milano, 2011, p. 21 ss.

⁵⁴⁷ Si veda sul punto P. Giudici, S. Lombardo, *La tutela degli investitori nelle IPO con prezzo di vendita aperto*, in *Riv. Soc.*, 2012, p. 908 che rilevano come la determinazione finale sia effettuata dal proponente *PIPO* (i.e., la società o l'azionista venditore a seconda dei casi) con un coinvolgimento del coordinatore dell'offerta che può variare da una mera consultazione a una vera e propria partecipazione nell'individuazione del valore.

principalmente per determinare il valore della società quotanda e, di conseguenza, il prezzo unitario per azione – e un’offerta pubblica alla quale gli investitori al dettaglio aderiscono invece irrevocabilmente⁵⁴⁸. Si noti come tipicamente l’allocazione delle azioni tra offerta istituzionale e offerta pubblica avvenga in rapporto 3:1, dal momento che il primo gruppo necessita di una quantità di azioni sufficiente a formare un campione significativo al fine di prezzare le azioni⁵⁴⁹. Il coordinatore dell’offerta si occupa di organizzare le attività di *marketing* e, eventualmente, *pre-marketing* dei titoli, presentando la società ai vari investitori istituzionali al fine di raccoglierne gli ordini che comporranno il menzionato *book*⁵⁵⁰. Ad esito di questa fase, sulla base delle manifestazioni pervenute, il *lead manager* determina un corrispettivo per azione che consenta di incrociare domanda e offerta, massimizzando la raccolta di capitale e, al tempo stesso, consentendo di coprire interamente l’emissione⁵⁵¹. Sul punto, nell’applicare la medesima procedura di determinazione del prezzo di emissione agli aumenti di capitale, sembra opportuno notare una prima differenza inerente al mero funzionamento (*i.e.*, scavra da riflessioni giuridiche) delle due fattispecie: mentre negli *IPO* il soggetto offerente individua una quantità di azioni offerte⁵⁵², nelle operazioni di aumento di capitale il valore di partenza è quello

⁵⁴⁸ V. P. Giudici, S. Lombardo, *La tutela degli investitori nelle IPO con prezzo di vendita aperto*, in *Riv. Soc.*, 2012, pp. 908 e 913, che rilevano come i coordinatori non siano tipicamente esenti da conflitti di interesse, avendo incentivi economici volti a massimizzare il prezzo di emissione, ma questi siano al contempo bilanciati dall’incentivo a preservare la propria reputazione sul mercato.

⁵⁴⁹ In questo senso v. P. Giudici, S. Lombardo, *La tutela degli investitori nelle IPO con prezzo di vendita aperto*, in *Riv. Soc.*, 2012, p. 913 e nota 19, che rilevano come l’allocazione delle azioni in tale proporzione non sia fissa e sia solitamente determinata dal coordinatore.

⁵⁵⁰ V., ancora, S. Lombardo, *Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni*, Milano, 2011, p. 23.

⁵⁵¹ Così, tra gli altri, P. Marchetti, *Prezzo di emissione e bookbuilding in alcuni recenti casi*, in *Analisi Giuridica dell’Economia*, 2017, pp. 26, 27.

⁵⁵² Si veda, sul punto, S. Lombardo, *Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni*, Milano, 2011, p. 23 che nota come tale indicazione avvenga contestualmente alla presentazione del prospetto informativo e alla forchetta dei valori del prezzo di emissione, e come anche la quantità di azioni oggetto di quotazione non debba necessariamente essere fissa, potendosi rinviare la stessa al momento in cui, ad esito del *bookbuilding*, anche il prezzo di emissione sia determinato.

dell'ammontare che si intende (o che la società necessita di) raccogliere, determinando il numero di nuove azioni solo successivamente al prezzo di emissione, muovendo da tali variabili⁵⁵³.

L'utilizzo del *bookbuilding*, logicamente, impedisce la completa determinazione del prezzo di emissione da parte dell'assemblea (o eventualmente dell'organo delegato, ma in generale da parte di qualunque soggetto) a monte dell'offerta, potendo in tal sede essere indicata una forchetta di valori all'interno di un limite inferiore e uno superiore⁵⁵⁴ (oltre, naturalmente, a poter fornire dettagliate informazioni circa i criteri che verranno utilizzati): in questo senso, malgrado negli studi sull'argomento si sia soliti distinguere tra le procedure di *bookbuilding* e quelle c.d. di aste competitive – e addirittura l'analisi delle differenze costituisce talvolta parte dello studio⁵⁵⁵ – ai fini di questo elaborato le due procedure potranno essere talvolta assimilate in virtù di alcuni caratteri condivisi: entrambe, infatti, sono accomunate (i) dal ricorso al mercato (o a meccanismi che si assume ne replichino il funzionamento) per l'esatta determinazione del prezzo di emissione, che quindi viene sottratta agli organi sociali e (ii) dall'apertura verso l'alto di tale prezzo: pertanto, alcune riflessioni sviluppate per l'una sono applicabili anche all'altra procedura, in quanto compatibili⁵⁵⁶. Sul punto, peraltro, emerge subito una peculiarità dello strumento in oggetto dal momento che si fonda sull'assunzione che gli investitori istituzionali rappresentino il mercato e, pertanto, il risultato che emerge da tale procedura viene considerato come (o, più correttamente, equiparato

⁵⁵³ V., *supra*, cap. primo, para II.2.

⁵⁵⁴ V., sul punto, M. Notari, *Gli aumenti di capitale nelle società quotate*, in *Le operazioni sul capitale sociale: casi pratici e tecniche di redazione del verbale* notarile, 2008, p. 63. Il tema, tuttavia, sarà approfondito in seguito, v., in particolare, *infra* para II.2.

⁵⁵⁵ V., per tutti, S. Lombardo, *Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni*, Milano, 2011, pp. 23, 24 che ricostruisce la dottrina sul punto, senza trascurare anche le differenze con il metodo c.d. a prezzo fisso. Per quanto concerne, invece, un approfondito studio della fattispecie dell'asta competitiva si rinvia invece a G. Mucciarelli, M.S. Spolidoro, *Diffusione delle azioni fra il pubblico, ammissione alla quotazione e determinazione del sopraprezzo*, in *Riv. Soc.*, 1986, pp. 39 ss. che analizzano anche la casistica al tempo disponibile sul punto.

⁵⁵⁶ Si notino tuttavia anche talune differenze che rendono il *bookbuilding* una soluzione più "appetibile" per l'operazione in oggetto: il *bookbuilding* sostanzialmente assicura il successo dell'operazione e non necessita l'esclusione del diritto di opzione.

a) un'espressione del mercato intero, avvalendosi di un'assunzione simile – pur se di intensità significativamente inferiore – a quella che si è visto essere operata dal sistema americano che equipara, da un punto di vista giuridico, una negoziazione effettuata con i dovuti presidi, al risultato del mercato⁵⁵⁷. In questo senso, peraltro, il più disinvolto utilizzo del *bookbuilding* negli IPO non sorprende: in tale sede, infatti, non solo sono minori i presidi procedurali dettati dall'ordinamento giuridico (primo fra tutti, il diritto di opzione) ma anche la tutela dei c.d. *outsider* (anche, eventualmente, attraverso la congruità del prezzo di emissione) appare meno centrale e problematica.

Da un punto di vista pratico, facendo seguito alle criticità individuate nei precedenti capitoli circa le tradizionali offerte in opzione, si colgono⁵⁵⁸ i benefici derivanti dall'utilizzo del *bookbuilding* che sono collegabili a tre ordini di motivi⁵⁵⁹:

- (i) In primo luogo, da un punto di vista sostanziale, il processo di determinazione del prezzo di emissione sfocia nell'individuazione di un corrispettivo corretto e teoricamente pari al valore di mercato del titolo⁵⁶⁰⁵⁶¹,

⁵⁵⁷ V. *supra*, capitolo secondo, para I.3. Si noti che il tema verrà ripreso, in senso contrario al diritto americano, nel corso del paragrafo dal momento che, semplificando, si tratterà qui di analizzare come, e a quali condizioni, si possa considerare da un punto di vista giuridico il risultato del mercato (nella figura degli investitori istituzionali) alla stregua di una determinazione assembleare.

⁵⁵⁸ Si veda, P. Marchetti, *Prezzo di emissione e bookbuilding in alcuni recenti casi*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2017, pp. 26, 27.

⁵⁵⁹ Si noti che tali argomenti saranno ripresi di volta in volta nel prosieguo del capitolo (anche in relazione alle molteplici fattispecie di aumento di capitale disciplinate dall'articolo 2441 del codice civile e ai diversi requisiti in sede di determinazione dei prezzi di emissione) ma appare utile fornire una panoramica unitaria in questo paragrafo introduttivo.

⁵⁶⁰ Sul punto, si veda D. Preite, *Sovrapprezzo, aste competitive e mercato mobiliare*, in *Giur. Comm.*, 1987, p. 884 il quale in un saggio principalmente incentrato sulle aste competitive nell'ambito dei meccanismi di determinazione del prezzo delle nuove azioni mostra una notevole propensione per i meccanismi di mercato.

⁵⁶¹ In questa sede, seguendo un processo logico simile, tra l'altro, a quello operato dalla giurisprudenza americana, si fa riferimento al concetto di prezzo pari al valore di mercato del titolo ritenendosi che tale sia generalmente il prezzo massimo che il mercato è disposto a pagare. Il fondamento di tale convincimento è discusso e motivato nel presente paragrafo sulla base di studi economici sull'argomento: nei paragrafi successivi, dal contenuto prettamente giuridico, si considererà invece tale risultato alla stregua di un'ipotesi (*i.e.*, si assumerà che la

massimizzando il prezzo di emissione per le nuove azioni⁵⁶² e permettendo alla società non tanto di raccogliere il maggiore ammontare di capitale di rischio quanto, rovesciando la prospettiva, di emettere il minor numero di azioni⁵⁶³. Sul punto, infatti, gli studi economici hanno dimostrato che il valore attribuito dagli investitori istituzionali all'emittente sulla base delle informazioni contenute nel prospetto è quanto più prossimo al massimo conseguibile e, rispetto al metodo "a prezzo fisso", consente di ridurre l'effetto di *underpricing*⁵⁶⁴. Di fatto, la procedura consente di limitare (o, addirittura annullare) le inefficienze dovute alla presenza (e proporzionali all'intensità) del tasso di sconto negli aumenti di capitale, descritte da autorevoli studi in materia⁵⁶⁵. In tal senso, si individua un importante beneficio in capo ai vecchi azionisti che non sottoscrivano (o sottoscrivano in percentuale inferiore a quella precedentemente detenuta) le nuove azioni, dal momento che non soffrirebbero alcuna diluizione economica e non si vedrebbero costretti ad operare un intervento attivo quale la vendita dei diritti sul mercato al fine di conseguire un ristoro,

procedura di *bookbuilding* risulti in quello che nel determinato momento è il valore di mercato dell'azione), pur non potendosi escludere di tanto in tanto l'intervento di effetti distorsivi sul mercato capaci di alterare il risultato della singola procedura.

⁵⁶² V. M. Notari, *Gli aumenti di capitale nelle società quotate*, in *Le operazioni sul capitale sociale: casi pratici e tecniche di redazione del verbale* notarile, 2008, p. 63 che sottolinea il beneficio di poter ottenere "il prezzo tendenzialmente più alto che il mercato stesso è disposto ad offrire per le azioni emesse in virtù dell'aumento di capitale".

⁵⁶³ Si veda, infatti, capitolo primo, para II.2: viene determinato innanzitutto il complessivo ammontare che è opportuno raccogliere e, successivamente, si procedere con le altre variabili.

⁵⁶⁴ P. Giudici, S. Lombardo, *La tutela degli investitori nelle IPO con prezzo di vendita aperto*, in *Riv. Soc.*, 2012, p. 912.

⁵⁶⁵ In merito alle inefficienze delle offerte in opzione, v. in particolare G. Balp, M. Ventoruzzo, *Esclusione del diritto d'opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, in *Riv. Soc.*, 2004, p. 799.

quantomeno parziale, a tale pregiudizio⁵⁶⁶. Primo corollario (da un punto di vista oggettivo) di tali considerazioni è il vantaggio rappresentato dal mancato o ridotto⁵⁶⁷ impatto negativo sul valore di borsa delle azioni dell'emittente, logicamente inevitabile in presenza di emissioni a sconto⁵⁶⁸. Secondo corollario, in ottica soggettiva (*i.e.*, impatto sui singoli azionisti) è (logicamente) la riduzione dell'effetto coercitivo sui singoli vecchi azionisti che sottoscriverebbero soltanto qualora volessero incrementare il proprio investimento economico nell'emittente o non volessero subire una diluizione amministrativa ma non sarebbero soggetti al *trade-off* tra il sacrificio economico per sottoscrivere l'aumento di capitale e la perdita di valore del proprio

⁵⁶⁶ Sull'effetto distributivo che si riscontra solitamente negli aumenti di capitale v. anche A. Macchiati, S. Providenti, G. Siciliano, *Verso una riforma delle regole della finanza di impresa*, in *Mercato Concorrenza e Regole*, 1999 p. 307.

⁵⁶⁷ Il riferimento al concetto di "ridotto" (e non nullo) abbassamento dei corsi di borsa è dovuto all'eventualità che malgrado l'aumento di capitale non sia, di per sé, foriero di impatti diluitivi sulle partecipazioni degli azionisti non sottoscrittori, la maggiore disponibilità di azioni sul mercato potrebbe causarne una diminuzione del valore di borsa. V., sul punto, *supra* cap. primo, para. II.

⁵⁶⁸ Si noti tuttavia che il perseguimento di tali obiettivi inerenti all'andamento dei corsi di borsa non è sempre annoverato all'interno dell'interesse sociale. Così, E. Ginevra, *La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie* (a cura di Mario Notari), Milano, 2008, p. 103. Sul punto, tuttavia, cfr. l'autorevole opinione di P.G. Jaeger, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. Comm.*, 2000, p. 804, che enfatizza l'importanza del concetto di "shareholder value" in un sistema giuridico ed economico nel quale i mercati finanziari assurgono sempre più un ruolo centrale. Si veda anche il contributo di D. Preite, *Sovrapprezzo, aste competitive e mercato mobiliare*, in *Giur. Comm.*, 1987, pp. 901, 902 che rileva come non esista un interesse della società a non emettere azioni al prezzo più alto possibile e che per nessuna ragione l'interesse di taluni soci ad emettere azioni ad un corrispettivo inferiore merita di prevalere sull'interesse di segno contrario criticando espressamente l'approccio più rigido (circa il limite superiore) suggerito precedentemente da G. Mucciarelli, M.S. Spolidoro, *Diffusione delle azioni fra il pubblico, ammissione alla quotazione e determinazione del sovrapprezzo*, in *Riv. Soc.*, 1986, pp. 40 ss.

investimento, al quale solitamente si assiste nelle emissioni a sconto⁵⁶⁹.

- (ii) Il secondo beneficio del *bookbuilding* attiene all'aspetto tecnico-procedurale e, segnatamente, concerne la soggezione dell'offerta in opzione all'oscillazione dei corsi di borsa successivamente al momento della determinazione del prezzo di emissione durante il periodo minimo necessario ai vecchi azionisti per decidere di sottoscrivere, che è insito in ciascuna offerta in opzione (o, in senso più ampio, ciascuna offerta con il metodo dei diritti) da parte di emittenti quotati. La volatilità dei mercati durante il periodo di offerta in opzione a prezzo fisso può avere ripercussioni negative sulla copertura dell'aumento di capitale – qualora il corso di borsa arrivi ad essere inferiore al prezzo fisso di emissione – o, alternativamente, sui costi (per l'emittente e/o per gli azionisti) ascrivibili ai tassi di sconto molto elevati (che risultano in prezzi di emissione molto prudenti) o all'intervento di consorzi di garanzia, con i quali si tenta di arginare tale fenomeno⁵⁷⁰. Il meccanismo di

⁵⁶⁹ In merito al problema dell'effetto coercitivo negli aumenti di capitale in opzione, v. in particolare *supra*, capitolo primo, para II.1.

⁵⁷⁰ Si vedano, sul punto M. Notari, *Gli aumenti di capitale nelle società quotate*, in *Le operazioni sul capitale sociale: casi pratici e tecniche di redazione del verbale notarile*, 2008, p. 8 e anche G. Balp, M. Ventoruzzo, *Esclusione del diritto d'opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, in *Riv. Soc.*, 2004, p. 799 che espongono la tesi dell'inefficienza dell'aumento di capitale a sconto, aggiungendo che talvolta il problema della volatilità è mitigato attraverso l'intervento di consorzi di garanzia a monte dell'inizio dell'offerta (contro corrispettivo), con ulteriore aumento dei costi. Gli Autori notavano altresì come il prezzo di emissione individuato dall'assemblea potesse essere oggetto di aggiustamenti da parte degli amministratori solo fino al periodo di inizio dell'offerta, in senso concorde a P. Marchetti, *Commento all'art. 134*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d. lgs. 24 febbraio 1998 n. 58* (a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi), Milano, 1999, p. 1223. Sul problema della volatilità del titolo "ex diritto" durante il periodo d'offerta, v. anche P. Mazzola, *Il prezzo di emissione in caso di spettanza, limitazione, esclusione del diritto di opzione: aspetti valutativi*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1/2017, p. 124. Per una prospettiva storica si veda anche T. Bianchi, *Gli aumenti di capitale delle imprese*, Milano, 1958, p. 10 che affermava come l'oscillazione del mercato richiedesse una

bookbuilding, al contrario, conferisce maggiore flessibilità al prezzo nel corso della procedura in offerta e la determinazione finale incorpora anche le oscillazioni avvenute in tale periodo⁵⁷¹. In altre parole, il prezzo di emissione viene “sterilizzato” una volta fissato e messo al riparo da oscillazioni che risultino in un corrispettivo non appropriato⁵⁷².

- (iii) Il terzo ordine di ragioni a supporto del *bookbuilding*, invero in parte risultante dai due precedentemente considerati, attiene alla potenzialità di successo dell’operazione, dal momento che la procedura consente di conseguire il massimo valore unitario per azione, nell’ambito di valori che non precludano il successo dell’operazione⁵⁷³.

determinazione del prezzo di emissione che facilitasse un agevole completamento dell’operazione.

⁵⁷¹ In merito alla necessità che i criteri di determinazione del prezzo di emissione “tenga[no] conto degli andamenti del mercato, in caso di emissione di azioni quotate, o comunque dell’evoluzione delle trattative in corso, ad esempio nell’ambito di piani di ristrutturazione o di ricapitalizzazione anche di società chiuse” si veda anche l’analisi gius-aziendalista F. Manfrin, M.L. Vitali, *Relazione introduttiva in tema di determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie* (a cura di Mario Notari), Milano, 2008 p. 63, i quali invero prendono in considerazione proprio il *book-building* come esempio dei “criteri di determinazione del prezzo” individuati dalla finanza aziendale per far fronte a tale esigenza.

⁵⁷² In tal senso E. Bazzano, *Determinazione ex post del prezzo di emissione ad opera degli amministratori, derogabilità dell’obbligo di versamento immediato del sovrapprezzo e compatibilità con il diritto di opzione*, in *Riv. Soc.*, 2003, p. 1077.

⁵⁷³ Si veda sul punto S. Lombardo, *Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni*, Milano, 2011, p. 32 che in tema di *bookbuilding* nel contesto di IPO, nota come la determinazione di prezzo e allocazione delle azioni oggetto di quotazione siano ispirate al duplice obiettivo di assicurare il completamento dell’operazione e massimizzare il profitto per la società o gli azionisti venditori a seconda dei casi. La copertura integrale dell’operazione è un beneficio non trascurabile non solo in riferimento alla volatilità dei corsi di borsa ma anche in relazione ad emissioni senza sconto teorico che rischia di disincentivare vecchi e nuovi potenziali sottoscrittori; con un *pricing* aggressivo, infatti, il rischio di (parziale) disinteresse, infatti, aumenta a prescindere dalle successive oscillazioni. Sul maggiore rischio di insuccesso dell’operazione in assenza di diluizione si veda anche lo studio di A. Macchiati, S. Providenti, G. Siciliano, *Verso una riforma delle regole della finanza di impresa*, in *Mercato Concorrenza e Regole*, 1999 p. 308. A livello

L'insieme di queste considerazioni, ed in particolare di quelle di cui al punto (i), consentono di ritenere come la procedura in oggetto consegua, tra l'altro, un pieno raggiungimento del concetto di tutela passiva – intendendosi che non richieda alcun impulso o sacrificio da parte del soggetto tutelato – dell'azionista non sottoscrittore, diversamente da quanto avviene in ipotesi di emissioni a sconto⁵⁷⁴. Per quanto concerne le riflessioni di cui ai punti (ii) e (iii), invece, si aggiunge che il problema non è certamente nuovo a chi si è occupato del tema dal momento che la più autorevole dottrina già quarant'anni fa rilevava la necessità di soluzioni che garantiscano elasticità al prezzo a ridosso dell'emissione, affinché “le mutate condizioni del mercato non rendano troppo gravoso il sopraprezzo, si da rendere impossibile e priva di interesse l'operazione”⁵⁷⁵ e che gli interventi legislativi occorsi hanno costantemente seguito tale solco, accorciando progressivamente la durata del periodo minimo di offerta⁵⁷⁶. In conclusione, ci sente di rispondere in senso affermativo ad un possibile quesito circa l'utilità pratica del *bookbuilding* negli aumenti di capitale di società quotate.

In coda alle riflessioni di cui sopra sulla struttura del meccanismo in generale, sembra utile, pertanto, tentare di ipotizzarne

metodologico, circa l'importanza del successo dell'operazione di aumento di capitale, si vedano le riflessioni di A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 88 nell'ambito dell'interpretazione della norma di cui al secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. nell'ambito di offerte sul mercato.

⁵⁷⁴ Non ci si sente, infatti, di aderire completamente al pensiero di A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 120 che aveva affermato come il diritto di opzione (in contrapposizione all'accesso al mercato) rappresentasse una forma passiva di tutela all'azionista dal momento che, tale protezione è raggiunta solo in presenza di un prezzo di emissione corretto, diversamente richiedendosi all'azionista sia un impulso sia un sacrificio economico. L'argomento è strettamente collegato ai limiti del diritto di opzione, trattati nel capitolo secondo, para. III.

⁵⁷⁵ Così, A. Mignoli, *Determinazione dell'entità del sopraprezzo*, in *Riv. Soc.*, 1982, p. 527 aggiungendo *de jure condito* come si tratti di bilanciare la duplice necessità di favorire sia il successo dell'operazione e il rispetto della norma, senza quindi basarsi esclusivamente sui recenti corsi di borsa. In tal senso il meccanismo preso in considerazione in questa sede appare essere un ottimo compromesso, consentendo ad investitori sofisticati di apprezzare liberamente quanto le recenti oscillazioni siano veritiere circa il valore del titolo.

⁵⁷⁶ V., *supra*, capitolo primo, para IV.

gli adattamenti necessari per applicarlo alle operazioni di aumento di capitale. In particolare, per quanto attiene la meccanica dell'offerta, sembra necessario che le azioni di nuova emissione siano offerte a un congruo numero di investitori istituzionali sufficiente a costituire un campione significativo⁵⁷⁷: l'argomento non si fonda solo sui ragionamenti finanziari sopra esposti, ma anche, come si cercherà di dimostrare nel prosieguo del capitolo, sulla finalità di costruire e corroborare una *procedura di formazione del prezzo di emissione* solida e strutturata, prendendo spunto dalla giurisprudenza del Delaware che assume che da una procedura che ha rispettato determinati requisiti scaturisca un risultato corretto e in linea con il mercato⁵⁷⁸. Si noti, peraltro, che rispetto alle operazioni di *IPO* gli aumenti di capitale presentano maggiori profili di conflitto tra i diversi interessi endosocietari, anche in ragione del più significativo impatto sui rapporti tra i soci a valle dell'operazione e della diversa composizione della compagine sociale a monte, dal momento che nelle operazioni di quotazione solitamente si riscontra un numero ristretto (o, talora, unitario) di azionisti con un allineamento di interesse verso la massimizzazione del prezzo di quotazione. In sintesi, sembra ragionevole ritenere che, anche nell'emissione di nuove azioni, le cautele debbano essere non inferiori e che tali azioni vadano quindi offerte a investitori adeguatamente sofisticati e numericamente sufficienti a contribuire alla formazione del prezzo.

A contemperare tale esigenza vi sono, tuttavia, le regole di diritto. Se, infatti, un'offerta di azioni a investitori istituzionali e investitori *retail*, rispettivamente, nelle proporzioni individuate nelle operazioni di *IPO*⁵⁷⁹ non pare rappresentare un problema in merito alle fattispecie di esclusione del diritto di opzione, il discorso è logicamente differente nelle operazioni che adottino la struttura di *default* che impone l'offerta in opzione a tutti i soci in proporzione analoga a quanto correntemente (*i.e.*, precedentemente l'emissione) detenuto da ciascuno di essi. Logicamente si tratterebbe di una condizione potenzialmente ostativa al raggiungimento del c.d.

⁵⁷⁷ V., *supra* nel paragrafo.

⁵⁷⁸ Si veda *supra* il capitolo econdo e in particolare il para. I.3.

⁵⁷⁹ Si veda, *supra*, come nelle operazioni di *IPO* si riscontra generalmente una l'allocatione delle azioni tra offerta istituzionale e offerta pubblica in rapporto 3:1.

campione significativo di determinazioni del prezzo delle azioni da parte degli investitori istituzionali utile a formare il *book* di ordini, dal momento che la possibilità che i tre quarti delle azioni di nuova emissione siano rivolte a tale mercato è condizionata al fatto che i medesimi investitori siano presenti nella compagine sociale della società ante-emissione in tale proporzione. Malgrado si possa obiettare che il numero di investitori istituzionali presente in ciascuna compagine sociale di società quotate sia elevato⁵⁸⁰, non appare questa la strada più adeguata, dal momento che si tratterebbe di un approccio, evidentemente, superficiale.

La soluzione sembra, invece, rinvenibile in un istituto giuridico utilizzato nella prassi in misura, per così dire, inversamente proporzionale all'interesse e al dibattito che ha suscitato negli studi giuridici di dottrina⁵⁸¹, ossia l'opzione indiretta⁵⁸². Lo strumento trova infatti largo utilizzo negli aumenti di capitale c.d. garantiti, nei quali uno o più soggetti *underwriter* si impegna a sottoscrivere le azioni di nuova emissione e poi trasferirle al medesimo corrispettivo agli azionisti preesistenti, qualora questi esercitino il diritto di opzione⁵⁸³.

⁵⁸⁰ V., *supra*, capitolo primo, para. I, in merito all'evoluzione della composizione qualitativa delle compagini sociali degli emittenti quotati.

⁵⁸¹ Con le dovute eccezioni (di seguito citate nel prosieguo del paragrafo), infatti, si rinviene una preponderanza di riferimenti all'istituto assai limitati e di natura prevalentemente ricognitiva, nell'ambito di più corpose trattazioni sulla disciplina dell'aumento di capitale e dell'opzione

⁵⁸² Il riferimento è il settimo comma dell'articolo 2441 del codice civile.

⁵⁸³ In merito al diffuso utilizzo dell'istituto nella prassi dei mercati dei capitali, si veda E. Ginevra, *Commento all'articolo 2441*, in *Le Società per azioni. Codice civile e norme complementari* (diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale), Milano, 2016, p. 2639. Si noti peraltro come gli intermediari che svolgano tale ruolo – che, come opportunamente ricordato dal medesimo contributo, devono essere “banche, enti o società finanziarie, soggetti al controllo della Consob ovvero altri soggetti autorizzati all'esercizio dell'attività di collocamento di strumenti finanziari” – si accollino il rischio di mancato insuccesso dell'operazione. In merito all'utilizzo in sede di collocamento v. anche G. Giannelli, *L'Opzione indiretta*, Bari, 1993 che rimarca come la sottoscrizione dell'intermediario debba avvenire nell'interesse dei sottoscrittori finali e i brevi cenni di M. Speranzin, *Commento all'articolo 2441* in *Commentario romano al nuovo diritto delle società* (diretto da F. D'Alessandro), Napoli, 2011, p. 870 e F. Guerrera, *Commento all'articolo 2441*, in *Società di capitali. Commentario* (a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres), Napoli, 2004, p. 1180. A scopo ricognitivo si veda anche F. Maccabruni, *Step-up equity line e disciplina dell'aumento di capitale*, in *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 2005, p. 355 che individua una differenza tra l'opzione indiretta e l'operazione di *step-up equity line*

La logica di tale struttura è quella di garantire all'emittente la copertura dell'aumento di capitale, contro il pagamento di una commissione ai soggetti *underwriter* che, logicamente, hanno un incentivo all'individuazione di un prezzo di emissione delle nuove azioni che consenta loro di rivenderle sul mercato qualora i vecchi azionisti non esercitino il diritto⁵⁸⁴. Appare quindi ragionevole ipotizzare che l'utilizzo del *bookbuilding* innanzitutto richieda la struttura di aumenti c.d. garantiti con soggetti *underwriter* e, in secondo luogo, che tali soggetti siano nella posizione adeguata per fungere da “*sparrring partner*” (o, più propriamente, rappresentare il lato della domanda dei titoli offerti) in sede di formazione del prezzo di emissione attraverso la sollecitazione di un numero sufficiente di investitori istituzionali ai quale le azioni rimaste inoptate verranno successivamente trasferite, formando quel campione di soggetti che, in termini di sofisticatezza e incentivi, sembra sufficientemente significativo al fine di costituire il necessario *book* di ordini e determinare il prezzo di emissione. A livello di incentivi, infatti, da un lato si rinviene un adeguato interesse in capo agli *underwriter* a individuare un corrispettivo per azione sufficientemente alto da suscitare l'interesse dell'emittente⁵⁸⁵ ma anche (e soprattutto) sufficientemente prudente: si tratta infatti di soggetti che garantiscono l'inoptato e – qualora gli investitori istituzionali interpellati in sede di formazione del *book* (i cui ordini non sono vincolanti) non vogliano sottoscrivere in concreto – dovranno cercare di rivendere immediatamente le nuove azioni sul mercato, con l'obiettivo di evitare un pregiudizio economico rispetto al prezzo di sottoscrizione⁵⁸⁶. Al tempo stesso si ritiene che gli investitori istituzionali in ipotesi sollecitati dagli *underwriter* (i cui ordini formano

nel fatto che la seconda prevede che la banca si impegni solo alla sottoscrizione dell'inoptato, senza obbligarsi al successivo collocamento.

⁵⁸⁴ Si tratta, infatti, di operazioni di garanzia dietro commissione e non di acquisto di partecipazioni allo scopo di detenerle, come è dimostrato dalla norma che in tale circostanza proibisce l'esercizio del diritto di voto in assemblea.

⁵⁸⁵ Tale incentivo a individuare una soluzione che accontenti la controparte non è peraltro differente da quanto si assiste nelle usuali negoziazioni di mercato.

⁵⁸⁶ Logicamente i soggetti *underwriter* non si limiteranno a una prudenza dovuta alla necessità di rivolgersi al mercato ma cercheranno necessariamente di collocare il prezzo di emissione nell'ambito di valori coerenti con le manifestazioni di interesse (pur non vincolanti) pervenute dagli investitori istituzionali sollecitati, affinché siano questi ultimi a sottoscrivere le nuove azioni.

effettivamente il *book* da cui scaturisce il corrispettivo di emissione) abbiano un interesse a partecipare alla procedura di determinazione del prezzo, anche in considerazione del fatto che nell'ambito di offerte di azioni, per ipotesi, a valore di mercato, sembra logico aspettarsi una percentuale di inoptato significativamente maggiore rispetto alle offerte a sconto⁵⁸⁷ e, di conseguenza, un numero di azioni significativo a disposizione di tali investitori che vogliono diventare nuovi azionisti⁵⁸⁸.

Da ultimo, a livello procedurale, si nota come sia indispensabile, affinché il valore risultante dalla determinazione del prezzo sia affidabile, che l'intera procedura sia declinata in conformità alle dinamiche e ai requisiti che tipicamente si rinvengono in qualsiasi procedura c.d. "di mercato" ossia che tutti i contraenti coinvolti abbiano pieno accesso alle informazioni e che non vi sia un patologico squilibrio di potere negoziale tra domanda e offerta⁵⁸⁹.

II. *Bookbuilding* e offerta in opzione

Il presente paragrafo prende in esame il possibile utilizzo del meccanismo di *bookbuilding* per emissioni di nuove azioni nel contesto di aumenti di capitale che non facciano ricorso ad alcuna ipotesi di limitazione o esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441 del codice civile. A livello sostanziale, un'emissione con tali

⁵⁸⁷ Si notino, infatti, che l'emissione a valori di mercato rende nullo il valore dei diritti d'opzione, facendo venire meno l'effetto coercitivo, da un lato, e il mercato dei diritti, dall'altro. Sul punto si tornerà in seguito, vedi *infra* para. II.

⁵⁸⁸ Si veda tuttavia il diverso approccio suggerito da E. Bazzano, *Determinazione ex post del prezzo di emissione ad opera degli amministratori, derogabilità dell'obbligo di versamento immediato del soprapprezzo e compatibilità con il diritto di opzione*, in *Riv. Soc.*, 2003 che sembra propendere per il coinvolgimento di terzi (*i.e.*, non vecchi azionisti) solo successivamente all'offerta in borsa dei diritti di opzione non esercitati: malgrado si tratti di una soluzione più semplice, non chiarisce del tutto quali siano i soggetti la cui "disponibilità a pagare" (prendendo a prestito un termine di matrice microeconomica) sia rilevante ai fini della raccolta del *book* di ordine – *i.e.*, solo investitori istituzionali o anche vecchi azionisti a prescindere dalle loro caratteristiche – nonché il momento e lo strumento con cui questi vengano interpellati facendo genericamente riferimento alla determinazione del prezzo da parte degli amministratori una volta raccolte le sottoscrizioni.

⁵⁸⁹ In senso conforme v. D. Preite, *Sovrapprezzo, aste competitive e mercato mobiliare*, in *Giur. Comm.*, 1987, p. 884 nel delineare le medesime riflessioni per le aste competitive.

caratteristiche rappresenterebbe una doppia protezione per gli azionisti *outsider* (invero per tutti gli azionisti, ma si assume che gli azionisti *insider* usufruiscano di ulteriori presidi derivanti dall'attribuzione di poteri decisori), beneficiati sia dal diritto di opzione sia dall'emissione ad un prezzo corretto (*i.e.*, senza tasso di sconto). Malgrado tale doppia protezione possa apparire ridondante, in realtà rappresenta una soluzione per colmare le lacune individuate *supra* nel diritto di opzione, sfociando nella necessaria (a mio avviso) scrematura nell'ambito degli azionisti di emittenti quotati, tra coloro che sono interessati al mantenimento della percentuale di diritti amministrativi (in particolare il diritto di voto) detenuta ante-emissione – i quali eserciteranno il diritto di opzione – e i soci puramente investitori i quali, interessati esclusivamente alla tutela patrimoniale del proprio investimento, troveranno sufficiente protezione nell'utilizzo del *bookbuilding* senza dover sopportare alcun sacrificio economico⁵⁹⁰. Al netto di queste digressioni gius-economiche, dal punto di vista giuridico sembra opportuno sviluppare lo studio isolando le possibili aree problematiche che sono ragionevolmente riassumibili in tre gruppi, ciascuno dei quali in questa sede trattato in un sottoparagrafo indipendente e attengono a (i) contenuto e trasferibilità del diritto di opzione, (ii) prezzo di emissione c.d. aperto in quanto tale e (iii) prezzo di emissione c.d. aperto in relazione all'esercizio del diritto di opzione. Si anticipa fin da ora che, mentre le prime due questioni non appaiono ostative, maggiori perplessità si possono rinvenire in relazione alla terza.

1. Valore e trasferibilità del diritto di opzione

L'utilizzo del *bookbuilding* vanifica in sostanza il mercato dei diritti di opzione per due ordini di ragioni: (i) poiché al momento dell'apertura del periodo di offerta delle nuove azioni il prezzo delle nuove azioni è incerto (*i.e.*, ancora soggetto all'incrocio di domanda e offerta in base ai meccanismi di mercato), non è possibile effettuare un

⁵⁹⁰ Tale riflessione, ovviamente, prescinde dalla possibile intenzione dei soci investitori di “seguire” l'aumento di capitale per aumentare il proprio investimento nella società o per mantenere invariati i propri diritti amministrativi: in questo caso, infatti, tali azionisti sottoscriveranno le nuove azioni ma per motivazioni distinte dalla tutela economica dell'investimento preesistente.

concreto apprezzamento del valore del diritto stesso⁵⁹¹ in linea con i metodi valutativi enunciati *supra* al momento dell'apertura del mercato dei diritti e fino all'istante in cui il prezzo di emissione sia effettivamente determinato e (ii) poiché tale meccanismo sfocia, per ipotesi, nell'individuazione di un valore prossimo (o ritenuto prossimo) al prezzo di emissione, il valore dell'opzione risulta ragionevolmente prossimo allo zero. Tali situazioni potrebbero configurare una fattispecie di limitazione di fatto del diritto di opzione⁵⁹², dal momento che ne risulta ridimensionata la trasferibilità (quantomeno a titolo “sostanzialmente” oneroso). Il presupposto giuridico di tale argomentazione è l'orientamento dottrinale che ritiene l'alienazione del diritto di opzione una forma di esercizio dello stesso⁵⁹³. Malgrado il principio circa la necessaria cedibilità dei diritti di opzione sembri condivisibile, nel caso concreto, vi sono almeno due ordini di ragioni per ritenere tale problematica non decisiva.

⁵⁹¹ Il problema è posto da M. Notari, *Gli aumenti di capitale nelle società quotate*, in *Le operazioni sul capitale sociale: casi pratici e tecniche di redazione del verbale notarile*, 2008, p. 64.

⁵⁹² Si tratterebbe, più propriamente di una limitazione dell'*esercizio* del diritto di opzione. Si veda sul punto lo studio G. Mucciarelli, *Il sopraprezzo delle azioni*, Milano, 1997, pp. 145 che si era posto i medesimi interrogativi in merito alla compatibilità tra opzione e sopraprezzo (si noti che, a livello argomentativo, l'impostazione dell'analisi è in parte coincidente). Logicamente, una limitazione del diritto di opzione non sarebbe di per sé illecita, ma richiederebbe l'utilizzo degli appositi presidi previsti dalla disciplina codicistica.

⁵⁹³ In tal senso si vedano P. Marchetti, *Problemi in tema di aumento di capitale*, in *Aumenti e riduzioni di capitale. Atti*, Milano, 1984, p. 84 che afferma come “in presenza di una limitazione del diritto di opzione ci si troverà pure allorché' sia esclusa o limitata la sua cedibilità che costituisce pur essa una forma di esercizio e quindi fa parte del contenuto di diritto”. In senso concorde, anche U. Belviso, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nella S.p.A.*, in *Tratt. di dir. priv.* (diretto da P. Rescigno, XVII, Torino, 1985, p. 109 e, precedentemente, R. Nobili, *Contributo allo studio del diritto di opzione nelle società per azioni*, Milano, 1958, p. 174. Si rinvia anche alla ricostruzione di E. Bazzano, *Determinazione ex post del prezzo di emissione ad opera degli amministratori, derogabilità dell'obbligo di versamento immediato del sopraprezzo e compatibilità con il diritto di opzione*, in *Riv. Soc.*, 2003, pp. 1095, 1096 (e nt. 37). L'argomento è stato utilizzato anche da A. Gambino, *Tutela delle minoranze*, in *La riforma delle società quotate, Atti del convegno di studio, Santa Margherita Ligure*, 1998, p. 138 per sostenere la tesi (minoritaria) critica circa la ridotta finestra di esercizio del diritto di opzione nelle società quotate introdotta dal TUF nell'art. 134: tale argomento è discusso *supra*, cap. primo, para. IV.

Per motivi di ordine logico, sembra utile invertire i punti di cui sopra e partire dal valore del diritto di opzione. Non si intende in questa sede confutare l'argomento che il *bookbuilding* pressoché azzeri il valore del diritto di opzione che, al contrario, appare pacifico⁵⁹⁴ ed invero è ritenuto uno dei punti di forza della procedura⁵⁹⁵. Si critica, tuttavia, la tesi – pur espressa autorevolmente, ancorché risalente nei decenni – che gli azionisti esistenti abbiano diritto a conseguire un determinato corrispettivo dalla vendita del diritto e che questo imponga un tasso di sconto nell'emissione⁵⁹⁶. L'argomento che nega tale diritto (e il corrispondente obbligo dell'emittente) è stato correttamente e brillantemente esposto in un autorevole lavoro monografico al quale, in questa sede, ci si sente di rinviare⁵⁹⁷, limitandosi ad aggiungere che con riferimento all'utilizzo del *bookbuilding* nelle offerte in opzione, trovano applicazione (talvolta con maggior enfasi) taluni dei medesimi argomenti (*i.e.*, quelli applicabili alla circolazione dei diritti) che hanno portato a ritenere la compatibilità tra sopraprezzo e diritto di opzione⁵⁹⁸.

Tale considerazione, di fatto, ridimensiona fortemente da un punto di vista pratico la portata applicativa dell'argomentazione esposta circa la trasferibilità del diritto. In buona sostanza, infatti, il valore dei diritti di opzione è per ipotesi prossimo allo zero, e da tale considerazione scaturisce la previsione di una scarsa *magnitudo* del mercato dei diritti⁵⁹⁹. Da un punto di vista giuridico sembra

⁵⁹⁴ Sul punto v. G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e sul suo utilizzo*, in *AGE* 2017, p. 260 che afferma che in presenza di un prezzo di sottoscrizione coerente con il valore di mercato delle azioni, “il valore teorico di scambio delle azioni approssima lo zero” e, precedentemente, A. Macchiati, S. Providenti, G. Siciliano, *Verso una riforma delle regole della finanza di impresa*, in *Mercato Concorrenza e Regole*, 1999, p. 307 in senso analogo.

⁵⁹⁵ Si veda, *infra*, nel paragrafo.

⁵⁹⁶ Sulla scarsa appetibilità del mercato dei diritti in tale scenario v., per tutti, G.B. Portale, *Opzione e sopraprezzo nella novella azionaria*, in *Giur. Comm.*, 1975, p. 222.

⁵⁹⁷ V. G. Mucciarelli, *Il sopraprezzo delle azioni*, Milano, 1997, pp. 134 ss., in particolare dove si nega che la società emittente debba “assicurare all'azionista un determinato prezzo di emissione”.

⁵⁹⁸ Sul punto si rinvia a quanto esposto *supra* nel cap. primo, para. II.1.

⁵⁹⁹ In assenza di un concreto interesse patrimoniale, infatti, sembra che il mercato dei diritti sia limitato a ipotesi nelle quali l'acquirente (del diritto) abbia un forte interesse ai diritti amministrativi (o ritenga che il *bookbuilding* pervenga a un'individuazione per difetto del prezzo di emissione).

ragionevole, peraltro, sottolineare come la “determinabilità” del prezzo di emissione delle nuove azioni e del contenuto dei diritti di opzione⁶⁰⁰ – requisito soddisfatto dalla presenza della c.d. forchetta di valori con un minimo e un massimo e dalla presenza dei criteri di determinazione del prezzo⁶⁰¹ – sembra, infatti, sufficiente per consentire la circolazione dell’opzione. Si ritiene, infatti, che i diritti di opzione che circolano sul mercato dei diritti perdano la componente societaria che li caratterizza nel momento in cui i medesimi vengono attribuiti agli azionisti esistenti (e che può avere maggiore efficacia nel giustificare la necessità di conoscere il prezzo di esercizio) e, pertanto, diventino meramente strumenti finanziari che consentono l’acquisto di un sottostante, ad un prezzo che verrà determinato in seguito sulla base di criteri oggettivi e delineati⁶⁰².

In merito alla, oggettiva, complicazione della circolazione dei diritti, inoltre, è opinione largamente prevalente che la società emittente debba consentire la teorica trasferibilità dei diritti di opzione senza garantirne la “concreta vendibilità”⁶⁰³. In altre parole, il fatto che tale trasferimento sia oggettivamente più complesso e meno redditizio, non rappresenta di per sé un elemento decisivo, nel momento in cui sia effettivamente quantomeno possibile: malgrado, il mercato dei

⁶⁰⁰ In merito al significato del concetto di determinabilità nelle operazioni di aumento di capitale, v. G. Mucciarelli, *Il sopraprezzo delle azioni*, Milano, 1997, p. 142: non è necessario che gli elementi e le informazioni diffuse siano tali da consentire a ogni soggetto che ne sia a conoscenza di “giungere a una coincidente determinazione dell’entità del sopraprezzo”. Al contrario è necessario che il terzo possa “valutare con un ragionevole grado di accettabilità l’entità del sopraprezzo, all’interno di una fascia di oscillazioni tra un minimo e un massimo, fra loro non eccessivamente distanti”. Tale tesi trova pieno riscontro nel *bookbuilding* dove tale intervallo all’interno di un minimo e un massimo è addirittura fornito *ex ante* e i criteri forniti consentono di raffinarne e ridurne ulteriormente l’ampiezza. Sulla possibilità che l’assemblea si limiti a fissare un prezzo minimo v. anche P. Marchetti, *Problemi dell’aumento di capitale nella pratica notarile*, in *Aumenti e riduzioni di capitale*, Milano, 1984, p. 86. Sul concetto di determinabilità si faccia riferimento anche all’analisi di M. Notari, *Gli aumenti di capitale nelle società quotate*, in *Le operazioni sul capitale sociale: casi pratici e tecniche di redazione del verbale* notarile, 2008, p. 64, malgrado l’argomento non sia considerato sufficiente per consentire la circolazione di tali diritti di opzione.

⁶⁰¹ Si tornerà in seguito su tali concetti. V in particolare., *infra*, para II.2 e II.3.

⁶⁰² Si noti che l’argomento verrà ripreso *infra* nel paragrafo, nell’argomentare il differente esito dell’analisi circa l’essenzialità del prezzo come elemento del diritto di opzione.

⁶⁰³ Così, G. Mucciarelli, *Il sopraprezzo delle azioni*, Milano, 1997, p. 134 e p. 145.

diritti non abbia, in questa circostanza, (sostanzialmente) alcuna portata (e rilevanza) concreta sotto il profilo patrimoniale, l'esistenza teorica non è messa in discussione. In conclusione, si suggerisce un'interpretazione "pratica" del principio giuridico che afferma la necessaria trasferibilità del diritto di opzione. L'interesse tutelato è quello patrimoniale dell'azionista non sottoscrittore e il fenomeno che si intende prevenire è quello della c.d. sottoscrizione forzosa⁶⁰⁴, ossia indotta dal pregiudizio economico che, diversamente, sia sofferto da ogni azionista che non voglia o non possa esercitare il proprio diritto. Si ritiene che tale situazione di fatto sia del tutto antitetica rispetto a quella realizzata nel contesto dell'operazione in oggetto che, al contrario, pone tali azionisti non sottoscrittori in una posizione di relativo vantaggio, anche in ragione delle inefficienze dei mercati dei diritti di opzione che solitamente precludono il pieno realizzo del valore intrinseco di tali diritti⁶⁰⁵. Quanto al concetto di esclusione di fatto del diritto di opzione, si suggerisce che esso vada reinterpreto e inquadrato in ottica non necessariamente negativa dal punto di vista dell'azionista (e pregiudizievole per il medesimo): lo scenario descritto, infatti, potrebbe dar luogo ad una spontanea rinuncia da parte di numerosi azionisti (quantomeno da parte di coloro che hanno esclusivamente una prospettiva patrimoniale dell'investimento)⁶⁰⁶ delineando una sorta di esclusione volontaria del diritto di opzione, realizzando *de jure condito* uno degli obiettivi della legge delega che aveva ispirato la riforma del diritto delle società del 2003⁶⁰⁷. In altre parole, il diritto di opzione di cui all'art. 2441 ha una struttura di opzione *call* ma, come tradizionalmente inteso – ossia nel contesto di una emissione a valore ridotto da un tasso di sconto – ha anche una funzione di opzione *put* dal momento che attribuisce ai vecchi azionisti il diritto ad alienare

⁶⁰⁴ V., *supra*, cap. secondo, para. III, in merito all'effetto coercitivo del diritto di opzione.

⁶⁰⁵ Si, veda, ancora, cap. secondo, para. III *supra*, stressando nuovamente il concetto che tale fenomeno rappresenta una componente importante dell'effetto coercitivo generato sui vecchi azionisti.

⁶⁰⁶ Il tema è già stato brevemente menzionato in apertura del presente paragrafo II.

⁶⁰⁷ Si veda, infatti, M. Notari, *Appunti sul diritto di opzione nella riforma delle società*, in *Riv. Not.*, 2002, I, p. 842: la legge delega infatti mirava a rendere più flessibile l'istituto dell'opzione, contemperando tale modifica con un maggiore uso di presidi volti a garantire un prezzo di emissione corretto. A tale finalità erano orientate anche le proposte *de jure condendo* formulate nel cap. secondo, para. iv.

una parte del proprio investimento, attraverso il trasferimento dei diritti di opzione attribuiti gratuitamente e proporzionalmente alle azioni già detenute. L'utilizzo del *bookbuilding* fa venire meno questa seconda ed impropria connotazione del diritto di opzione, svuotandone la funzione di rimedio ad un'emissione sottocosto⁶⁰⁸ ma lasciando intatto il diritto di essere preferiti a terzi acquirenti⁶⁰⁹. Tale scenario è fattualmente differente rispetto alla (patologica) esclusione di fatto del diritto di opzione, che si verifica qualora i termini e le condizioni dell'offerta siano tali da precludere la sottoscrizione a vecchi azionisti teoricamente interessati all'esercizio del diritto.

2. Delibera assembleare con “*open price*”⁶¹⁰

Il fatto che un'emissione al prezzo massimo teoricamente conseguibile sul mercato non rappresenti un ostacolo dal punto di vista della misura del corrispettivo, consente di volgere l'attenzione alla seconda questione, che concerne l'attribuzione di poteri endosocietari. Ci si chiede come un'operazione che preveda l'emissione di nuove azioni contro un corrispettivo così determinato venga approvata dagli organi sociali. Le aree problematiche risiedono rispettivamente (i) nel contenuto della delibera assembleare che approva l'aumento di capitale e che necessariamente non potrà includere l'esatto valore del prezzo di emissione dal momento che, logicamente, tale valore sarà disponibile non solo successivamente a tale delibera ma al termine della procedura

⁶⁰⁸ Si veda, *supra*, capitolo secondo, para I e II: prendendo spunto dal modello americano, si sostituisce al rimedio *ex post* una procedura *ex ante* volta a perseguire la congruità del prezzo di emissione. (Invero, da un punto di vista teorico le due tutele sono affiancate, in una prospettiva *de jure condito*).

⁶⁰⁹ Un simile metodo argomentativo, *mutatis mutandis*, era stato proposto da T. Ascarelli, *Diritto d'opzione nell'aumento di capitale e emissione delle nuove azioni con aggio*, in *Saggi di Dir. Comm.*, Milano, 1955, p. 48 laddove, nel sostenere la compatibilità tra diritto di opzione e sovrapprezzo (“aggio”) si sosteneva che l'emissione alla pari (concetto al quale può essere equiparato in questa sede a qualsiasi emissione a sconto, logicamente con impatti proporzionalmente minori) costituisca un danno per il vecchio azionista, il cui compenso è rappresentato dal diritto di opzione.

⁶¹⁰ Si noti che il termine “*open price*” è usato in senso impuro, dal momento che è inteso in questa sede come prezzo finale non determinato in assemblea; nell'applicazione del *bookbuilding* presa in esame il prezzo di emissione è, infatti, non propriamente aperto in virtù dell'indicazione di un intervallo di valori (con un minimo e un massimo) nella delibera assembleare.

di offerta⁶¹¹ e (ii) nella natura del “soggetto”⁶¹² che determina la fissazione definitiva del prezzo di emissione.

Il primo interrogativo è se una delibera con tale contenuto sia ammissibile, *i.e.*, se così facendo non si espunga del tutto la determinazione del prezzo di emissione dai poteri dell’assemblea⁶¹³, e se non costituisca una delega ai sensi dell’art. 2443 c.c., rendendo quindi necessario il rispetto dei presidi ivi previsti⁶¹⁴. Ci si sente di propendere per una risposta in senso affermativo ad entrambe le questioni (: ammissibile⁶¹⁵ e non costituisce fattispecie di aumento di capitale delegato ex art. 2443 c.c.): l’argomentazione si fonda sulla distinzione tra la delega disciplinata dal codice civile (che richiede i presidi ivi previsti) e la più semplice delega meramente attuativa che viene sovente attribuita al consiglio di amministrazione e la cui portata è, secondo la prassi riscontrata, sempre più ampia⁶¹⁶. Malgrado una

⁶¹¹ Si precisa che la prospettiva dell’azionista oblatore che si trovi a decidere se esercitare il diritto di opzione attribuito da tale delibera verrà discussa in seguito. Tale sarà, infatti, la prerogativa del terzo paragrafo.

⁶¹² Il termine “soggetto” è usato in senso volutamente ampio (e forse improprio) dal momento che, come si vedrà in seguito, la determinazione finale è, almeno in parte, affidata al mercato.

⁶¹³ L’interrogativo è posto nei medesimi termini da F. Manfrin, M.L. Vitali, *Relazione introduttiva in tema di determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie* (a cura di Mario Notari), Milano, 2008, p. 63.

⁶¹⁴ V., infatti, G. Sandrelli, *Delega ad aumentare il capitale e aumenti delegati con e senza diritto di opzione: questioni aperte*, in *Age*, 2017, p. 300: che sulle delibere di aumento di capitale sottolinea come “una delibera assembleare che non si conformi a tali requisiti minimi non ricade automaticamente nell’alveo dell’art. 2443 c.c.: è necessario, a tal fine (prescindendo per il momento dal tema di un’eventuale sacrificio dell’opzione), che siano presenti i presupposti che tale norma richiede, in termini di ammontare massimo di capitale autorizzato e limite temporale per l’esercizio; l’assemblea potrà poi apporre delimitazioni più numerose e pregnanti (anche in termini di tempi, ammontare e modalità di realizzazione dell’aumento delegato), salvaguardando comunque, in capo al consiglio delegato, almeno la decisione circa l’attuazione dell’operazione”.

⁶¹⁵ In senso favorevole alla delegabilità agli amministratori della determinazione del sovrapprezzo nell’ambito di un minimo e un massimo v., *ex multis*, F. Fenghi, *Questioni in tema di aumento del capitale* in *Riv. Soc.*, 1983, p. 967 che già rilevava l’utilità pratica della tesi nella possibilità di tenere conto delle oscillazioni del mercato.

⁶¹⁶ In tal senso v. ancora G. Sandrelli, *Delega ad aumentare il capitale e aumenti delegati con e senza diritto di opzione: questioni aperte*, in *Age*, 2017, p. 297, che nota come spesso agli amministratori sia affidata addirittura la completa determinazione del

siffatta prassi possa portare a rendere meno chiari i contorni dell'istituto – e in particolare il perimetro della fattispecie codicistica – sembra ragionevole aderire all'orientamento che pone la discriminante relativa alla necessarietà dei requisiti di cui all'art. 2443 nell'individuazione dell'organo che decide circa l'effettiva attuazione dell'aumento di capitale⁶¹⁷. In tal senso, non solo l'utilizzo del *bookbuilding* non pregiudica, naturalmente, il potere dell'assemblea di determinare l'*an* dell'operazione, ma la delibera ipotizzata ha anche gli elementi che sembrano essere decisivi per rientrare nella fattispecie della mera delega attuativa, quali la chiara enunciazione dei criteri attraverso i quali verrà determinato il prezzo di emissione e la presenza di un *floor*, *i.e.*, un prezzo minimo al di sotto del quale le azioni non verranno emesse – malgrado tale problema sia ovviamente di scarsa applicazione pratica nel caso di specie alla luce del paragrafo precedente – e di un massimo (*cap*), rappresentati dai rebbi della c.d. forchetta di valori indicata in sede di delibera. In tal senso si noti come la presenza di un *floor* tuteli indistintamente tutti gli azionisti – anche, come si vedrà anche per le emissioni di azioni con esclusione del diritto di opzione⁶¹⁸ – dal momento che indica la misura massima della diluizione patrimoniale alla quale possono essere soggetti, mentre il *cap* tutela quanti vogliono esercitare il diritto di opzione, avendo carattere informativo del massimo esborso che verrà richiesto, nell'alveo della distinzione tra azionista e sottoscrittore individuata dalla più autorevole dottrina⁶¹⁹.

prezzo di emissione come avvenuto nell'aumento di capitale deliberato da UniCredit S.p.A. nel gennaio 2017, notando come in tale circostanza agli amministratori fosse demandato anche la decisione circa i tempi dell'operazione e l'ammontare complessivo della stessa. In sintesi, sembra ragionevole ritenere che il soggetto che decide se l'operazione viene eseguita o meno sia decisivo ai fini di tale determinazione (*i.e.*, se si tratti di una delega di cui all'art. 2443).

⁶¹⁷ Così sempre G. Sandrelli, *Delega ad aumentare il capitale e aumenti delegati con e senza diritto di opzione: questioni aperte*, in *Age*, 2017, p. 299 che fa riferimento al concetto di “individuazione dell'organo cui è attribuito il potere di decidere *sulla modifica del capitale sociale*”.

⁶¹⁸ V., *infra*, para III.1.

⁶¹⁹ Sulla necessità di “tener presente la distinzione tra azionista e sottoscrittore, che persiste anche quando il (vecchio) azionista concorra nella sottoscrizione e perciò rivesta anche la qualità di (nuovo sottoscrittore), v. T. Ascarelli, *Diritto di opzione nell'aumento di capitale e emissione delle nuove azioni con aggio*, in *Foro Pad.*, 1954, p. 434.

Si noti, infine, che da un punto di vista dell'attribuzione dei poteri tra organo assembleare e organo amministrativo (*i.e.*, prescindendo ancora una volta dalla posizione dell'oblatore), l'utilizzo di tale meccanismo nelle operazioni di aumento di capitale con esclusione dell'opzione (nelle quali come si vedrà in seguito non sembrano riscontrarsi problematiche sul punto⁶²⁰), non sembra essere differente dalla fattispecie di emissione in opzione, riscontrandosi, al contrario, in quest'ultima ipotesi la presenza del minor numero di requisiti procedurali e presidi.

Risolto in senso positivo il tema del riparto di poteri tra assemblea e amministratori ci si chiede se il fatto che la determinazione del prezzo sia, almeno in parte, successiva (non solo alla delibera assembleare ma anche) all'inizio dell'offerta in opzione⁶²¹ e rimessa al mercato⁶²² abbia aspetti patologici tali da precludere l'utilizzo del *bookbuilding* in base alla normativa vigente.

Anche in questo caso, si tratta di un interrogativo che non sembra precludere la fattibilità dell'operazione. Malgrado un iniziale scetticismo⁶²³, infatti si ritiene oggi ammissibile che la determinazione

⁶²⁰ Vedi, *infra*, para III.1. In particolare, merita di essere segnalata sin da ora la tesi di E. Ginevra, *La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie* (a cura di Mario Notari), Milano, 2008, p. 115 che risulta particolarmente permissiva, sostenendo che non sia nemmeno necessario che agli amministratori siano indicati criteri ai quali attenersi da parte dell'assemblea. Nel sostenere l'attribuzione del potere di determinare il sovrapprezzo agli amministratori l'Autore condivide, tra l'altro, la tesi di A. Mignoli, *Determinazione dell'entità del sovrapprezzo*, *Riv. Soc.*, 1982, p. 527 che, pur riferita alla fattispecie di esclusione dell'opzione non appare limitata a tale scenario bensì a tutti le ipotesi di emissione con sovrapprezzo.

⁶²¹ Si noti che, in questa, sede si prescinde dalla prospettiva dei titolari del diritto di opzione, avendo riguardo solo della procedura endosocietaria.

⁶²² L'espressione "almeno in parte" si deve alla presenza di *cap* e *floor* che fungono da limite all'approccio del tutto liberista nei confronti dell'operazione.

⁶²³ V., sul punto, l'autorevole opinione di P. Marchetti, *Commento all'art. 134*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d. lgs. 24 febbraio 1998 n. 58* (a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi), Milano, 1999, p. 1223 che sostiene l'ammissibilità di una delibera che si limiti ad individuare il prezzo minimo, sino all'inizio del periodo di offerta ma che ritiene non evitabile la soggezione alle oscillazioni durante il periodo di offerta in borsa. Si noti tuttavia che, a livello di mera attribuzione dei poteri societari, chiarita l'ammissibilità che l'assemblea approvi una delibera con i requisiti sin qui esposti ma che non individui in

del prezzo avvenga in momento posteriore alla raccolta delle sottoscrizioni⁶²⁴, sempre a patto che la procedura sia anticipata e accompagnata da un'adeguata informazione dei criteri utilizzati. Si noti, ancora una volta, che è stato rimarcato come tale procedura sia comune nelle offerte sul mercato riservate a investitori istituzionali⁶²⁵: non si vede, dunque, perché le medesime considerazioni non siano applicabili alle offerte in opzione che, certamente, non pongono requisiti più stringenti in termini di allocazione di poteri. Non sembra, infine, preclusivo il fatto che si tratti di un meccanismo a forte impronta mercatistica, dal momento che è fisiologico, trattandosi di società quotate, una maggiore “ingerenza” (o, se preferibile, una maggiore attenzione nei confronti) del mercato⁶²⁶, pur nel rispetto dei menzionati limiti e criteri.

A conclusione del paragrafo, sembra interessante delineare due ordini di considerazioni. Innanzitutto, una delibera assembleare “*open price*” così caratterizzata non presenta caratteri patologici: si tratta, peraltro, di una fattispecie che, limita fortemente la discrezionalità dell'organo gestorio – il cui compito è essenzialmente attuativo – vincolando la determinazione finale all'*input*⁶²⁷ ricevuto del mercato⁶²⁸.

maniera completa e finale il corrispettivo, non appare dirimente il fatto che la determinazione in questione avvenga prima o dopo l'inizio dell'offerta.

⁶²⁴ Si veda sul punto E. Ginevra, *La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie* (a cura di Mario Notari), Milano, 2008, pp. 105, 106.

⁶²⁵ In tale senso v. G. Balp, M. Ventrizzo, *Esclusione del diritto d'opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, in *Riv. Soc.*, 2004, p. 805 che notano come tale prassi consenta di rendere lo sconto un elemento non necessario (dal momento che consente di incorporare le oscillazioni dei mercati durante il periodo di offerta nel corrispettivo finale), riportando casi pratici nei quali si sia riscontrato tale uso.

⁶²⁶ Così, ancora, E. Ginevra, *La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie* (a cura di Mario Notari), Milano, 2008, p. 105 che afferma come tale competenza degli amministratori sia implicita, *i.e.*, non richieda un'espressa delibera assembleare, operando peraltro una opportuna distinzione tra le società aperte e quelle chiuse. La differenza si basa, logicamente, sulla presenza del mercato (nel primo caso) a contemperare la maggiore discrezionalità dell'organo gestorio.

⁶²⁷ Tale *input* equivale, peraltro, l'*output* della procedura di offerta.

⁶²⁸ La caratteristica individua una significativa peculiarità nell'ambito delle delibere assembleare che prevedono una successiva determinazione del prezzo

In secondo luogo (e, invero, rafforzando l'argomento precedente, proseguendo nell'alveo del limite alla discrezionalità degli amministratori) si può tentare di abbozzare il significato degli spesso richiamati "criteri" che devono indicati nella delibera (che limitano ulteriormente le scelte gestorie) delineando le caratteristiche degli investitori istituzionali sollecitati in sede di formazione del *book*, individuando, ad esempio, (i) numero minimo, (ii) dimensione e (iii) area geografica degli stessi oltre ai requisiti minimi del soggetto coordinatore dell'offerta in tema, in particolare, di indipendenza e reputazione.

Superati tali argomenti attinenti alla procedura endosocietaria e all'allocazione dei poteri, è utile soffermarsi nel successivo paragrafo sulla prospettiva dei beneficiari del diritto di opzione: ai fini di impostazione dello studio la separazione dei due punti di vista (endosocietario vs posizione degli oblati) si è resa necessaria dal momento che, a livello argomentativo, parte delle considerazioni sin qui svolte circa l'attribuzione dei poteri sembrano applicabili anche alle offerte con esclusione dell'opzione⁶²⁹ (diversamente, logicamente, dal paragrafo successivo e dalle riflessioni circa la circolazione del diritto di opzione svolte nel paragrafo precedente).

3. Posizione dell'azionista oblato

La prospettiva dei vecchi azionisti oblati sembra costituire l'angolo più critico dell'utilizzo del *bookbuilding* nelle emissioni in opzione. Si anticipa fin da ora che a livello pratico una ipotetica compressione del diritto di opzione, in questo contesto, non sembrerebbe concretamente danneggiare l'azionista dal momento che (i) si ritiene che la funzione principale del diritto di opzione sia la tutela della posizione patrimoniale dell'azionista⁶³⁰, (ii) nelle emissioni in oggetto il diritto di opzione è offerto a tutti gli azionisti esistenti e si

di emissione dal momento che nella maggioranza dei casi tale fissazione viene operata dagli amministratori.

⁶²⁹ Logicamente, la maggioranza delle riflessioni contenute nel paragrafo successivo circa la posizione dell'azionista oblato troveranno applicazione esclusivamente per le emissioni in opzione mentre le considerazioni sulla circolazione del diritto non sono pertinenti per le fattispecie di esclusione ("normale" o semplificata) del diritto di opzione, restando tuttavia valide nel contesto di limitazione del diritto.

⁶³⁰ V., *supra*, capitolo primo, para III.3.

potrebbe, al più, parlare di compressione “di fatto” del diritto stesso e (iii) la posizione “di fatto” dell’azionista non risulta pregiudicata dal momento che il *bookbuilding* consente di massimizzare il prezzo di emissione e, di conseguenza, un’emissione così strutturata sublima la tutela di cui al punto (i) nei confronti della posizione patrimoniale. Eppure, tale approccio, pur coerente con la ricostruzione degli interessi sin qui svolta, potrebbe rappresentare l’estremizzazione di una lettura sostanziale della norma, poiché equivarrebbe ad affermare che, nei fatti, si preserva il medesimo interesse tutelato dal diritto di opzione (il cui esercizio è, in ipotesi, compresso) in un altro modo, sfociando a livello metodologico in un argomento ai limiti dell’ambito *de jure condendo*.

Sembra utile partire dalla disposizione del codice civile: i commi 1 e 2 dell’art. 2441 affermano che le azioni di nuova emissione devono essere offerte in opzione ai soci e impongono una serie di requisiti procedurali, tra cui la durata minima del periodo di offerta. Facendo riferimento a istituti di natura civilistica non sembra avventato utilizzare il termine di opzione “legale” (in antitesi all’opzione negoziale o convenzionale), dal momento che essa non ha alcun fondamento pattizio e non può essere derogata dalle parti (se non, logicamente, nelle forme e nei limiti prescritti dalla legge)⁶³¹. Di conseguenza, a livello interpretativo, la domanda decisiva attiene il contenuto del diritto che deve obbligatoriamente essere salvaguardato e, in particolare, se la misura esatta del prezzo di emissione sia un elemento necessario. La questione mira a comprendere se una determinazione del corrispettivo attraverso la procedura sin qui descritta – della quale per semplicità si riassume il carattere

⁶³¹ In senso analogo si veda già T. Ascarelli, *L’interesse sociale dell’art. 2441 cod. civile. La teoria dei diritti individuali e il sistema dei vizi delle deliberazioni assembleari*, in *Problemi Giuridici II*, Milano, 1959, p. 522 che notava come la sottoscrizione di azioni da parte di terzi fosse limitata alla porzione non sottoscritta dai vecchi azionisti e alle ipotesi di esclusione. L’A. proseguiva individuando il cardine dell’istituto nel fatto che l’azionista “partecipa dell’intero patrimonio sociale e non invece di questo nei soli limiti del capitale”. Malgrado gli studi giuridici sull’argomento che si sono succeduti nei decenni abbiano individuato funzioni e natura via via differenti del diritto di opzione (cfr., capitolo primo, para II e III) si ritiene ancora utile rimarcare la rilevanza di tale istituto nell’ambito della partecipazione dell’azionista alla finanza di impresa. Sulla natura inderogabile del diritto di opzione, v. anche P.G. Jaeger, *L’interesse sociale rivisitato (quarant’anni dopo)*, in *Giur. Comm.*, 2000, p. 806.

fondamentale ai fini di questo specifico problema, che è rappresentato dalla collocazione temporale del momento di fissazione definitiva al termine del periodo di offerta – sia ostativa all’esercizio del diritto di opzione al punto da far ritenere che la piena attribuzione dello stesso sia compromessa. Malgrado, infatti, il corrispettivo sia determinabile *ex ante* (i.e., sin dall’apertura del periodo di offerta) in virtù della forchetta di valori e dell’adeguata informazione circa i criteri di fissazione del prezzo, ciascun azionista si troverebbe nella posizione di dover decidere se esercitare il proprio diritto di sottoscrivere le nuove azioni senza conoscere l’esatta quantificazione del corrispettivo richiesto per ciascun’azione di nuova emissione⁶³². Si è argomentato, con un approccio che definirei permissivo, che tale sottoscrizione in “penombra”⁶³³ (anche) nel contesto di emissioni che non escludono l’opzione sia consentita, muovendo dalla tesi che la mancata determinazione del corrispettivo a monte dell’offerta (e della decisione degli oblati di sottoscrivere) non sia un elemento rivoluzionario nell’operazione al punto da pregiudicarne la fattibilità⁶³⁴.

⁶³² Per un’impostazione del problema, v. E. Bazzano, *Determinazione ex post del prezzo di emissione ad opera degli amministratori, derogabilità dell’obbligo di versamento immediato del sopraprezzo e compatibilità con il diritto di opzione*, in *Riv. Soc.*, 2003, p. 1095.

⁶³³ L’esemplificativa espressione di sottoscrizione in penombra, che si deve a E. Bazzano, *Determinazione ex post del prezzo di emissione ad opera degli amministratori, derogabilità dell’obbligo di versamento immediato del sopraprezzo e compatibilità con il diritto di opzione*, in *Riv. Soc.*, 2003, p. 1080, è riferita alla circostanza che la forchetta di valori sia relativamente poco ampia e viene opposta alla diversa fattispecie della sottoscrizione al buio, che si rinviene in mancanza di *cap* e *floor* (o qualora l’intervallo sia così ampio da vanificarne il valore informativo) o in mancanza di adeguata informazione circa i criteri utilizzati.

⁶³⁴ Così, ancora E. Bazzano, *Determinazione ex post del prezzo di emissione ad opera degli amministratori, derogabilità dell’obbligo di versamento immediato del sopraprezzo e compatibilità con il diritto di opzione*, in *Riv. Soc.*, 2003, pp. 1097, fondando tali considerazioni, logicamente, sull’assunzione che l’intervallo di valori proposto e l’informazione circa i criteri utilizzati, rientrino nell’ambito della ragionevolezza. Si noti, peraltro, che non si condivide la preoccupazione circa l’eccessivo sovrapprezzo che si trovino costretti a versare gli azionisti in un momento successivo all’adesione. Trattandosi di società quotate, infatti, non sembra ipotizzabile che le azioni vengano emesse a un prezzo significativamente superiore al corso di borsa, al punto da rendere tale valore imprevisto e imprevedibile dai vecchi azionisti. Non va dimenticato, infatti, che il vero limite superiore (seppur implicito) è rappresentato dalla necessità di coprire l’aumento di capitale.

Successivamente, autorevoli studi hanno ulteriormente sostenuto espressamente che il fatto che durante il periodo di offerta il titolare del diritto di opzione non sia a conoscenza del corrispettivo richiesto per l'esercizio di tale diritto, non individui un'ipotesi di limitazione (evidentemente qualitativa) né tantomeno di esclusione del diritto di opzione, rappresentando al contrario una fattispecie di determinazione successiva del sovrapprezzo da parte dell'organo amministrativo, nell'ambito di delibere che limitino la discrezionalità di quest'ultimo attraverso l'indicazione di un intervallo di valori e dei criteri utilizzati⁶³⁵.

Non si ritiene di aderire del tutto a tali tesi. A livello metodologico, infatti, si tratta di argomenti afferenti l'aspetto dei rapporti societari interni all'emittente (e, segnatamente, tra gli organi sociali) idonei a dimostrare come la procedura in questione sia fisiologicamente conforme alle regole che governano la vita della società e che i requisiti previsti per la formazione del prezzo di emissione (e, in senso più ampio, per l'approvazione dell'aumento di capitale) siano rispettati. In questo senso, si è già discussa e condivisa la tesi che il *bookbuilding* non pregiudichi il rapporto assemblea-amministratori né i diritti dell'azionista in quanto membro della compagine sociale e in quanto titolare del diritto di partecipare alla (e contribuire a formare la volontà della) assemblea degli azionisti che

⁶³⁵ In questo senso E. Ginevra, *La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie* (a cura di Mario Notari), Milano, 2008, pp. 105,106, che fa espresso riferimento al *bookbuilding* come esempio di procedura che comporti la determinazione finale del corrispettivo da parte degli amministratori successivamente alla raccolta delle adesioni (a patto ovviamente che si sia in presenza di un prezzo minimo). V. anche M. Speranzin, *Commento all'articolo 2439* in *Commentario romano al nuovo diritto delle società* (diretto da F. D'Alessandro), Napoli, 2011, p. 841; si noti che malgrado l'A. affermi espressamente che nella fattispecie di aumento di capitale in opzione, il *bookbuilding* "proponga una legittima determinazione successiva -rispetto alla delibera assembleare, che comunque svolge il ruolo di limitare la discrezionalità dell'organo amministrativo - del sovrapprezzo" non è chiarissimo se intenda affermare la compatibilità del meccanismo con il solo articolo 2439 c.c. o, al contrario, con l'insieme delle regole che disciplinano l'aumento di capitale. Si noti che, al di là della critica a tali tesi in merito alla compatibilità della procedura con l'istituto dell'opzione, non si condivide il riferimento al concetto di determinazione da parte degli amministratori dal momento che, il loro, è un compito essenzialmente attuativo e la reale determinazione è delegata al mercato (per il tramite di un meccanismo che si assume replicarne il funzionamento).

delibera organicamente secondo i *quorum* stabiliti⁶³⁶. Si tratta, tuttavia, di presidi differenti, ancorché naturalmente non scollegati⁶³⁷ e, a livello pratico, si noti come l'opzione sia particolarmente rilevante per gli azionisti che hanno minor impatto sulla procedura di emissione, ancorché applicata in modo rigoroso⁶³⁸. A tal fine, i limiti alla discrezionalità dell'organo amministrativo sono presumibilmente di scarso valore per gli azionisti, per quanto attiene puramente la decisione circa l'esercizio del diritto, trattandosi di un aspetto principalmente informativo. Anche avendo riguardo della più moderna tesi circa l'inquadramento del diritto di opzione nel novero delle regole di governo societario⁶³⁹ l'esito non sembra essere differente: i meccanismi di *corporate governance* possono, al più, consentire la formazione di un prezzo corretto (che qui invero non è messo in discussione) ma non rilevano circa la posizione individuale del soggetto che deve esercitare un diritto la cui piena attribuzione, anche non

⁶³⁶ V., *supra*, para. II.2.

⁶³⁷ In merito ai rapporti tra diritto di opzione e attribuzione di poteri si veda *supra* il capitolo primo, para II.1.

⁶³⁸ Si è precedentemente sostenuta, infatti, la tesi che il diritto di opzione sia, a livello di *ratio*, principalmente uno strumento di tutela delle minoranze, da cui la scarsa attinenza di argomenti che facciano riferimento al riparto di poteri tra assemblea (che delibera a maggioranza) e amministratori, a meno ovviamente di non introdurre meccanismi di voto assembleare che tutelino le minoranze come il *whitewash* discusso nel capitolo secondo, para. IV. In senso analogo si veda anche l'autorevole opinione di T. Ascarelli, *L'interesse sociale dell'art. 2441 cod. civile. La teoria dei diritti individuali e il sistema dei vizi delle deliberazioni assembleari*, in *Problemi Giuridici II*, Milano, 1959, p. 524 che nello studio dell'interesse sociale come requisito dell'esclusione del diritto di opzione rilevava la differenza del medesimo rispetto alla fattispecie di cui all'art. 2373 (che sancisce la prevalenza dell'interesse sociale così come determinato dalla maggioranza rispetto all'interesse del singolo socio) dal momento che l'art. 2441 nasce proprio come eccezione al "principio generale della prevalenza della volontà della maggioranza" non avendo, diversamente, l'istituto dell'opzione alcuna giustificazione di sopravvivere.

⁶³⁹ L'autorevole tesi è stata sostenuta in particolare da E. Ginevra, *Commento all'articolo 2441*, in *Le Società per azioni. Codice civile e norme complementari* (diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale), Milano, 2016, p. 2618 e, precedentemente E. Ginevra, *La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Riv. Soc.*, 2008, p. 501, ove si sottolinea la "centralità delle regole sull'organizzazione, solo indirettamente conducenti alla tutela delle originarie posizioni contrattuali dei soci" e E. Ginevra, *Sottoscrizione e aumento del capitale sociale nelle s.p.a.*, Milano, 2001 p. 157, 158. Si noti che tale tesi è già stata diffusamente discussa nel capitolo primo, para. III.1.

volendo limitarsi ad un'esegesi letterale della legge, non pare poter essere messa in discussione se non in una prospettiva *de jure condendo*.

Il diritto di opzione è un diritto attribuito al possessore di ciascuna azione in maniera indipendente dai rapporti endosocietari⁶⁴⁰: la prospettiva puramente *oggettiva* del diritto, che individua nelle singole azioni l'elemento centrale, consente di meglio cogliere la differenza rispetto agli argomenti di cui sopra⁶⁴¹. Le azioni di nuova emissione hanno un vincolo, al quale corrisponde il diritto dei possessori delle azioni già in circolazione e tale situazione è distinta dal (e conseguente al) processo decisionale dal quale l'aumento di capitale è scaturito. A livello societario, infatti, malgrado il richiamato concetto di determinabilità del prezzo emissione, tale situazione sembra pregiudizievole nei confronti del soggetto oblato che, nei fatti, si troverebbe privato di un elemento essenziale necessario sui cui fondare la decisione circa l'esercizio del diritto. In questa fase, infatti, il prezzo rappresenta una componente necessaria: richiedere agli azionisti una promessa di sottoscrizione mancando l'informazione circa l'esatta determinazione del prezzo di emissione, frustra (rendendo significativamente più complessa) la legittima aspettativa di questi a partecipare *pro-rata* al finanziamento dell'impresa⁶⁴². Né sembra, ovviamente, ragionevole imporre loro di ipotizzare il massimo esborso

⁶⁴⁰ Si veda sul punto Cass., I, 20 febbraio 2013, n. 4184 (richiamata da E. Ginevra, *Commento all'articolo 2441*, in *Le Società per azioni. Codice civile e norme complementari* (diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale), Milano, 2016, p. 2616) che affermato come la controversia circa l'esercizio del diritto di opzione non afferisca ai rapporti tra soci.

⁶⁴¹ Tale prospettiva è utilmente descritta da M. Speranzin, *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio nella s.r.l.*, Torino, 2012, p. 17 che la esprime in contrapposizione alla disciplina del diritto di sottoscrizione nella società limitata. La tesi è ripresa anche da E. Ginevra, *Commento all'articolo 2441*, in *Le Società per azioni. Codice civile e norme complementari* (diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale), Milano, 2016, p. 2616.

⁶⁴² In merito a tale pretesa dei soci si veda E. Ginevra, *La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie* (a cura di Mario Notari), Milano, 2008, p. 103 che invero estende la riflessione anche a un prezzo di emissione che non comporti capitali enormi. Malgrado l'A. opportunamente noti (*Id.*, p. 105) come il rilievo organizzativo sia diluito nell'ipotesi di società quotate, sembra comunque opportuno non estendere la portata della considerazione a situazioni che compromettano la certezza della possibilità di sottoscrivere da parte del socio.

previsto nell'intervallo, anche in considerazione del fatto che, assumendo una prospettiva patrimoniale dell'investimento, un aumento del prezzo di emissione renderebbe l'esercizio del diritto non solo più costoso ma anche proporzionalmente meno interessante, giungendo all'ipotesi estrema di avere un'utilità puramente amministrativa⁶⁴³. Si noti che questo approccio è, tra l'altro, coerente con le più risalenti tesi circa l'effetto coercitivo del diritto di opzione⁶⁴⁴, dal momento che tali (corrette) riflessioni legano in maniera indissolubile la decisione circa l'esercizio del diritto alla misura del corrispettivo richiesto.

Da un punto di vista negoziale, inoltre, in assenza del corrispettivo di emissione, non sembra potersi infatti “perfezionare il negozio di sottoscrizione” attraverso la semplice adesione del socio oblato, dal momento che sarebbe necessario un ulteriore impulso da parte dell'emittente nella forma della determinazione finale del corrispettivo stesso⁶⁴⁵. Tale situazione di fatto appare in contrasto con la natura dell'opzione poiché, sin dai più risalenti studi sul punto, se ne è autorevolmente sostenuto il carattere di offerta irrevocabile – in tal senso equiparando la fattispecie in oggetto all'istituto civilistico dell'opzione di cui all'art. 1331 del codice civile – anche in ragione dell'assenza della previsione di un ulteriore impulso della società emittente⁶⁴⁶. Si noti, invero, come tale tesi circa la natura del diritto di

⁶⁴³ Si vedano sul punto le riflessioni esposte nel paragrafo precedente circa l'eliminazione dell'effetto coercitivo e della funzione rimediabile dell'istituto.

⁶⁴⁴ V. *supra* cap. primo, para. II.1.

⁶⁴⁵ In questo senso M. Notari, *Gli aumenti di capitale nelle società quotate*, in *Le operazioni sul capitale sociale: casi pratici e tecniche di redazione del verbale* notarile, 2008, p. 64 (dal quale è tratto il virgolettato nel testo) che confuta la tesi a supporto della compatibilità tra *bookbuilding* e offerta in opzione pur ammettendo che la fissazione del prezzo avvenga in “un momento di poco antecedente il termine per l'esercizio dell'opzione”. Si noti, tuttavia, qualora si aderisca alla tesi qui sostenuta circa la necessità della determinazione finale del prezzo di emissione affinché si possa parlare di piena attribuzione del diritto di opzione, la fissazione del prezzo in un momento poco antecedente al termine per l'esercizio dell'opzione sembrerebbe violare la durata minima del periodo di offerta prescritto dalla legge.

⁶⁴⁶ Si veda sul punto R. Nobili, *Contributo allo studio del diritto d'opzione nelle società per azioni*, Milano, 1958, p. 67 che sosteneva la tesi della “offerta contrattuale” a discapito dell'invito a offrire, mancando la previsione di un successivo atto della società che sia recettivo di un'eventuale offerta degli azionisti. V. anche *Id.*, p. 77 circa il paragone con la fattispecie *ex* articolo 1331 che si desume dal termine

opzione (societario) non abbia riscontrato unanime adesione in dottrina, essendosi diversamente sostenuta anche l'appartenenza dell'istituto alla famiglia della prelazione⁶⁴⁷: in tali studi il tema aveva significativa rilevanza pratica dal momento che era collegato alla necessarietà della determinazione o determinabilità del corrispettivo di emissione⁶⁴⁸. Tali argomenti, proposti autorevolmente, sono stati utilizzati nel dibattito – risolto pacificamente in senso positivo – circa la compatibilità tra opzione e sopraprezzo e sembra utile interpretarli inquadrandoli nel contesto nel quale sono stati formulati. In altre parole, la tesi che “sembra che all'opzione/prelazione la determinazione/determinabilità del prezzo non acceda come elemento costitutivo necessario”⁶⁴⁹ andrebbe traslata, in senso restrittivo, verso

minimo imposto dalla legge per consentire agli azionisti di aderire. In senso analogo, precedentemente, anche M. Casella, *Sul termine della dichiarazione d'opzione*, in *Riv. dir. comm.*, 1952, II, p. 163 e U. Murano, *Natura giuridica e caratteri del diritto d'opzione degli azionisti*, in *Studi in onore di Alfredo De Gregorio*, II, Roma, 1955, p. 261. Si noti, peraltro, come la distinzione tra offerta e invito a offrire sembra precludere la diversamente suggestiva soluzione di richiedere a ciascun azionista che voglia avvalersi del proprio diritto di opzione di indicare il tetto massimo che è disposto a pagare per azione, logicamente nell'ambito della forchetta di prezzi individuata dall'emittente. In questa ipotesi, successivamente alla determinazione operata ad esito del *bookbuilding*, la sottoscrizione dell'azionista verrebbe automaticamente completata o cancellata (nei fatti sostanzialmente si replicherebbe il funzionamento dell'offerta al dettaglio in sede di IPO estendendola a tutti gli azionisti esistenti). L'idea, che ovierebbe al problema di sottoscrizione al buio o in penombra, si scontra tuttavia con la natura del diritto di opzione come offerta irrevocabile.

⁶⁴⁷ In tal senso si veda M. Rotondi, *E' compatibile col diritto di opzione la emissione di azioni con sopraprezzo?*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1960, p. 83.

⁶⁴⁸ Si veda in particolare la dettagliata ricostruzione di G. Mucciarelli, *Il sopraprezzo delle azioni*, Milano, 1997, p. 139 sull'argomento: è interessante notare come sia l'argomento circa la natura di prelazione del diritto di opzione sia quello della natura di proposta irrevocabile siano stati utilizzati a sostegno della tesi che il sovrapprezzo sia incompatibile con il diritto di opzione in della sua non determinatezza o non determinabilità (così rispettivamente M. Rotondi, *E' compatibile col diritto di opzione la emissione di azioni con sopraprezzo?*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1960, p. 83, 84 per la natura di diritto di prelazione e G. Frè, *Società per azioni in Commentario del Codice Civile* (a cura di A. Scialoja e G. Branca), 1982, p. 792.

⁶⁴⁹ Le parole virgolettate nel testo sono tratte da G. Mucciarelli, *Il sopraprezzo delle azioni*, Milano, 1997, p. 140 che aggiunge che “... perché tale diritto si esaurirebbe nel mettere il beneficiario nella condizione di vantaggio consistente unicamente nell'essere preferito ad altri potenziali acquirenti, ferma restando la libertà del venditore nella fissazione delle condizioni della cessione”. Lo stesso

il concetto di conoscenza o conoscibilità *ex ante* (i.e., prima ancora della delibera di aumento di capitale) del prezzo di futura emissione da parte dell'azionista (non ancora oblato)⁶⁵⁰. Il concetto così individuato di futura determinabilità del prezzo di emissione, prima ancora che sorga il diritto di opzione in concreto, è ben diverso dal tema qui preso in considerazione, dal momento che si discute della conoscenza del prezzo di emissione durante il periodo di offerta. In conclusione, sembra preferibile aderire alla tesi dell'appartenenza dell'opzione alla famiglia delle offerte irrevocabili di cui all'art. 1331 ma anche qualora si propendesse per l'appartenenza alla famiglia della prelazione – che è riassumibile nel diritto di essere preferiti a terzi – non sembra vi siano argomenti per non condividere che è necessario che l'azionista oblato sia in possesso degli elementi necessari per prendere la sua decisione.

Tra gli elementi necessari perché si possa affermare che gli azionisti abbiano beneficiato pienamente del diritto di opzione sembra, infatti, ragionevole annoverare la conoscenza del corrispettivo di emissione. Nella fattispecie in esame, al contrario, nel momento in cui inizia l'offerta in opzione e gli azionisti si vedono attribuito il relativo diritto, il prezzo di emissione è soggetto a futura determinazione (e tale stato non muterà per l'intera durata del periodo di offerta fino alla chiusura dell'offerta) e determinabilità immediata, sulla base dell'intervallo di valori fornito e dei criteri indicati⁶⁵¹. Sembra, dunque, preferibile un approccio più garantista ritenendo di difficile attuazione (o, comunque, molto coraggiosa) nella pratica, un'emissione di azioni con il *bookbuilding* seguendo la procedura delle offerte in opzione.

Sull'argomento, un'ulteriore precisazione conclusiva sembra utile, per chiarire l'apparente distonia rispetto a quanto espresso *supra* circa la circolazione del diritto: un ipotetico terzo acquirente potrebbe

A. fa riferimento nel medesimo contesto al concetto di “criterio per la futura determinabilità” supportando ulteriormente la tesi qui sostenuta e cioè che l'argomento sia volto semplicemente a confutare la pretesa degli azionisti a conoscere l'ipotetico prezzo di emissione di azioni in opzione in ogni momento della vita societaria, pari al valore nominale delle azioni in circolazione a tale data.
⁶⁵⁰ Tale scenario sarebbe, infatti, riscontrato nel contesto di emissioni c.d. alla pari, dal momento che il prezzo di emissione (in opzione) sarebbe sempre pari al valore nominale delle azioni esistenti.

⁶⁵¹ Sul punto si veda il paragrafo precedente II.2 in merito ad una più esaustiva discussione circa i contenuti della delibera volta, tra l'altro, a fornire un'indicazione dell'importo massimo all'azionista e un limite alla discrezionalità degli amministratori.

ben decidere di acquistare il diritto contro corrispettivo senza ancora conoscere il relativo prezzo di esercizio, trattandosi di un'operazione puramente finanziaria avente carattere speculativo. In altre parole, questa posizione non sarebbe diversa da quella di un sottoscrittore di un qualsiasi strumento derivato avente come sottostante le azioni della società⁶⁵² e la determinabilità del prezzo di emissione (assicurata, tra l'altro, dall'indicazione dei criteri e del metodo) si ritiene sufficiente a consentire la circolazione dello strumento finanziario⁶⁵³ (che, infatti, può teoricamente circolare nella fattispecie individuata nel paragrafo successivo di emissione di azioni che abbia la struttura qui considerata ma trattata giuridicamente come limitazione qualitativa del diritto di opzione). Al contrario, come poc'anzi affermato, non si ritiene che tale diritto a sottoscrivere nuove azioni rappresenti una piena attribuzione dell'opzione convenzionale così come presidio istituito dal diritto societario a tutela dei vecchi soci:

In conclusione, al fine di individuare un sentiero che consenta emettere nuove azioni in opzione utilizzando il metodo del *bookbuilding* sembra preferibile lo studio della fattispecie di limitazione (qualitativa) del diritto. In altre parole, atteso l'offerta in opzione ai vecchi soci di azioni il prezzo è determinabile ma non determinato non aderisce pienamente ai caratteri dell'istituto dell'opzione *de jure condito* disciplinato dal diritto societario, si tratta di individuare un percorso che consenta di portare a termine un'offerta così strutturata, nel rispetto delle regole vigenti.

⁶⁵² In questo senso non si ritiene patologico il fatto che sia richiesta un'ulteriore determinazione della volontà da parte della società, dal momento che si tratterebbe semplicemente di un investimento aleatorio avente un corrispettivo determinabile, perdendo qualsiasi connotazione societaria e di tutela dell'investimento. L'aleatorietà e il rischio verrebbero semplicemente incorporata nel corrispettivo versato dal terzo acquirente nei confronti del socio, rimarcandosi ancora una volta come quest'ultimo sia titolare solo dell'aspettativa di trasferire il diritto e non anche di conseguire un determinato corrispettivo.

⁶⁵³ Si anticipa, infatti, che nel paragrafo successivo si prenderà in considerazione un'emissione con la medesima struttura (*i.e.*, azioni offerte con preferenza ai vecchi azionisti e utilizzo del *bookbuilding*) ma con l'utilizzo dei presidi giuridici prescritti per la fattispecie di limitazione del diritto di opzione: in contesto non sembra problematica la circolazione del diritto anche a monte della fissazione definitiva del corrispettivo di sottoscrizione delle azioni di nuova emissione.

III. Utilizzo del *bookbuilding* nelle fattispecie di esclusione o limitazione del diritto di opzione

Il quinto comma dell'articolo 2441 individua un'ipotesi di esclusione o limitazione del diritto di opzione, con la deliberazione di aumento di capitale “quando l'interesse della società lo esige”. La norma prescrive ulteriori requisiti a livello procedurale e, soprattutto, la necessità che le azioni siano emesse contro congruo corrispettivo con il supporto di adeguata enunciazione dei criteri da parte degli amministratori⁶⁵⁴. A livello di impostazione dell'analisi, sembra preferibile partire dalla più consueta fattispecie di esclusione del diritto di opzione – all'estremo opposto rispetto allo scenario di emissioni in opzione considerato nel paragrafo precedente – al fine di tracciare il perimetro dell'indagine e volgere, infine, alla più flessibile fattispecie di limitazione del diritto di opzione e comprendere come l'utilizzo di tale strumento possa essere di ausilio nell'operazione in oggetto.

1. Esclusione del diritto di opzione

Nella ricostruzione dell'istituto ci si è già soffermati sull'evoluzione interpretativa del concetto di sussistenza di interesse sociale, nel segno di un ampliamento di flessibilità e permissività⁶⁵⁵.

In questa sede sembra utile tentare di rispondere alla domanda se il *bookbuilding* sia uno strumento adeguato a rispettare i requisiti⁶⁵⁶

⁶⁵⁴ Si veda l'art. 2441, comma 6. Per un'utile descrizione sintetica dei passaggi richiesti per escludere il diritto di opzione ai sensi di tale regola, v. *ex multis* E. Ginevra, *Commento all'articolo 2441*, in *Le Società per azioni. Codice civile e norme complementari* (diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale), Milano, 2016, p. 2632. V. anche M. Speranzin, *Commento all'articolo 2441* in *Commentario romano al nuovo diritto delle società* (diretto da F. D'Alessandro), Napoli, 2011, pp. 868, 869.

⁶⁵⁵ V. cap. primo, para II.1. L'argomento sarà ripreso in seguito, in questo e nel successivo paragrafo.

⁶⁵⁶ Si riporta, per comodità del lettore, il testo integrale della disposizione di riferimento, il sesto comma dell'art. 2441 del codice civile: “[l]e proposte di aumento di capitale sociale con esclusione o limitazione del diritto di opzione, ai sensi del primo periodo del quarto comma o del quinto comma del presente articolo, devono essere illustrate dagli amministratori con apposita relazione, dalla quale devono risultare le ragioni dell'esclusione o della limitazione, ovvero, qualora l'esclusione derivi da un conferimento in natura, le ragioni di questo e in ogni caso i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione. La relazione deve essere comunicata dagli amministratori al collegio sindacale o al consiglio di sorveglianza e al soggetto incaricato della revisione legale dei conti

che il sistema giuridico pone per il prezzo di emissione a tutela dei vecchi azionisti, in assenza di attribuzione del diritto di opzione. Il sesto comma dell'art. 2441 dedica, infatti, ampio spazio alla determinazione del prezzo di emissione che, come anticipato nel primo capitolo, fa da contrappasso all'eliminazione del diritto di opzione: si assiste, dunque, alla più risalente funzione del sopraprezzo⁶⁵⁷ – invero in questa sede elevato a concetto di prezzo di emissione congruo – così come individuata dai primi studi sull'istituto, di tutela dell'azionista privato del diritto di opzione, nell'ipotesi in cui il valore delle azioni della società sia superiore al valore nominale⁶⁵⁸. La risposta al quesito è affermativa e si fonda su due distinti spunti argomentativi, di matrice procedurale e sostanziale rispettivamente, notandosi fin da ora che in assenza del diritto di opzione anche il diritto italiano, in (parziale) analogia con l'ordinamento Delaware individua un “metodo” di emissione – per quanto lo stesso sia soggetto alle considerazioni di cui *infra* – sull'implicito convincimento che un'adeguata informazione e un

almeno trenta giorni prima di quello fissato per l'assemblea. Entro quindici giorni il collegio sindacale deve esprimere il proprio parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni. Il parere del collegio sindacale e, nell'ipotesi prevista dal quarto comma, la relazione giurata dell'esperto designato dal Tribunale ovvero la documentazione indicata dall'articolo 2343 ter, terzo comma, devono restare depositati nella sede della società durante i quindici giorni che precedono l'assemblea e finché questa non abbia deliberato; i soci possono prenderne visione(2). La deliberazione determina il prezzo di emissione delle azioni in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre”.

⁶⁵⁷ In tal senso v., per tutti, E. Ginevra, *La determinazione del prezzo e del sopraprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Riv. Soc.*, 2008, pp. 501 e 514.

⁶⁵⁸ Sul punto v., *ex multis*, G.B. Portale, *Opzione e sopraprezzo nella novella azionaria*, in *Giur. Comm.*, 1975, p. 224, U. Belviso, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nella S.p.A.*, in *Tratt. di dir. priv.* (diretto da P. Rescigno, XVII, Torino, 1985, p. 109, G. Mucciarelli, *Il sopraprezzo delle azioni*, Milano, 1997, p. 124, R. Rosapepe, *L'esclusione del diritto di opzione degli azionisti*, Milano, 1988, p. 143 e E. Ginevra, *Commento all'articolo 2441*, in *Le Società per azioni. Codice civile e norme complementari* (diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale), Milano, 2016, p. 2633. V. anche E. Ginevra, *La determinazione del prezzo e del sopraprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Riv. Soc.*, 2008, p. 514, che pur condividendo la funzione antidiluitiva del sopraprezzo mette in luce la funzione della norma a vantaggio dell'intera compagine sociale, affinché “il programma comune si muova nella direzione del vantaggio collettivo, in vista della miglior produzione dell'utile”.

processo decisionale interno rispettoso di determinati presidi abbiano considerevoli probabilità di conseguire un valore corretto⁶⁵⁹.

Da un punto di vista di allocazione dei poteri, i criteri di determinazione del prezzo di emissione devono essere inclusi nella relazione degli amministratori e nel parere di congruità dei sindaci i quali, predisposti a monte dell'assemblea sociale che approva l'esclusione dell'opzione, sono presi in considerazione in tale delibera: la *ratio* è, ragionevolmente, di favorire una decisione informata da parte dei soci, anche in ragione della sensibilità dell'argomento in oggetto⁶⁶⁰. Sembra, inoltre, pacifico che la delibera assembleare si possa limitare ad indicare un prezzo minimo ed uno massimo, rinviando l'esatta determinazione ad un momento successivo⁶⁶¹. Sulla base di queste considerazioni non sembrano esserci significative obiezioni all'utilizzo del *bookbuilding* quale metodo di determinazione del prezzo. Per quanto attiene l'angolo procedurale, invero, la discrezionalità attribuita agli amministratori nella procedura in oggetto è significativamente inferiore rispetto a quella teoricamente delegabile secondo i citati commenti alla norma⁶⁶². La fissazione finale del prezzo di emissione è,

⁶⁵⁹ Si vedrà, tuttavia, che il sistema italiano si ingerisce maggiormente anche negli aspetti sostanziali del prezzo di emissione e, almeno sino ad ora, fa minore affidamento sul mercato.

⁶⁶⁰ Così, ancora, E. Ginevra, *Commento all'articolo 2441*, in *Le Società per azioni. Codice civile e norme complementari* (diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale), Milano, 2016, p. 2633.

⁶⁶¹ Sul punto v. E. Ginevra, *Commento all'articolo 2441*, in *Le Società per azioni. Codice civile e norme complementari* (diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale), Milano, 2016, p. 2633 che aderisce alla tesi che gli amministratori possano fissare anche discrezionalmente il prezzo finale e precedentemente, E. Ginevra, *La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Riv. Soc.*, 2008, pp. 516, 517 che afferma come non sia strettamente necessario che l'indicazione dei contorni dell'intervallo sia accompagnata dall'indicazione di criteri che limitino la discrezionalità degli amministratori, essendo sufficiente il generale obbligo degli stessi di perseguire l'interesse sociale. L'A. sottolinea altresì come la misura complessiva dell'aumento di capitale debba rimanere di competenza assembleare (o amministrativa nella fattispecie di delega ex articolo 2443). Sulla possibilità di determinazione successiva del prezzo da parte degli amministratori si vedano anche le autorevoli e più risalenti opinioni conformi di A. Mignoli, *Determinazione dell'entità del sovrapprezzo*, in *Riv. Soc.*, 1982, p. 527 e F. Fenghi, *Questioni in tema di aumento del capitale* in *Riv. Soc.*, 1983, pp. 963 ss. Si rinvia, inoltre, alle considerazioni proposte *supra* nel paragrafo II.2.

⁶⁶² In aggiunta ai commenti già menzionati, si veda G. Giannelli, *L'aumento di capitale a pagamento*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco*

infatti, demandata al mercato⁶⁶³ attraverso l'incrocio di domanda e offerta e ciò, lungi dal costituire un fattore ostativo, priva l'attività dell'organo gestorio di effettivo potere decisionale, risolvendosi, al contrario, in un ruolo essenzialmente attuativo⁶⁶⁴. Sul punto, tra l'altro, sembra possibile attribuire all'organo gestorio anche il potere di fissare il prezzo massimo della forchetta ad esito delle eventuali attività di *pre-marketing*⁶⁶⁵. La tesi, autorevolmente espressa, è condivisibile, tenuto conto che, come precedentemente sostenuto, il limite superiore dell'intervallo di valori indicato sembra espressione dell'esigenza di tutela (informativa) dei soli soci-sottoscrittori (del nuovo aumento di capitale)⁶⁶⁶ che, logicamente viene meno nelle fattispecie di esclusione del diritto di opzione; queste ultime, per quanto concerne il mero collocamento, non sono infatti dissimili dalle operazioni di *IPO* prese in considerazione nel paragrafo introduttivo del capitolo⁶⁶⁷. In sintesi, nell'approvare la delibera di aumento di capitale con esclusione dell'opzione, l'indicazione di un prezzo massimo di emissione non pare un elemento essenziale per i soci.

Muovendo all'angolo sostanziale, la norma in oggetto prescrive che il prezzo di emissione faccia riferimento al patrimonio netto dell'emittente⁶⁶⁸, corretto sulla base dei corsi di borsa dei sei mesi

Campobasso, 2007, p. 278 che nota espressamente come nelle società con azioni quotate vi sia ampia discrezionalità nella fissazione del prezzo (rispetto alle società non quotate dove comunque ci si può discostare in entrambe le direzioni dal patrimonio netto).

⁶⁶³ V. *supra* ancora para. II.2 (la parte finale).

⁶⁶⁴ Sul punto, v. *supra* para. II.2. Si noti, del resto, che a livello di operatività del *bookbuilding* è ben possibile indicare agli intermediari un prezzo minimo di emissione al di sotto del quale non si completi l'operazione (cfr. P. Marchetti, *Prezzo di emissione e 'bookbuilding' in alcuni recenti casi*, in *AGE*, 2017, p. 15): tale valore, che può inficiare l'*an* dell'operazione è tuttavia il prezzo minimo individuato nella delibera assembleare.

⁶⁶⁵ Sul punto si veda ancora P. Marchetti, *Prezzo di emissione e 'bookbuilding' in alcuni recenti casi*, in *AGE*, 2017, p. 15, che nel far riferimento alcuni precedenti nota come talora tale determinazione (i.e., del prezzo massimo) sia stata operata dall'assemblea e talora dall'organo gestorio. Si noti, tuttavia, che anche in questo secondo caso si tratterebbe di un compito ulteriore ma di natura attuativa, dal momento che emergerebbe dalle attività di *pre-marketing* del titolo.

⁶⁶⁶ V., *supra*, para. II.2. Si fa riferimento, logicamente, a tale esigenza nelle emissioni in opzione, prese in considerazione precedentemente nell'elaborato.

⁶⁶⁷ V., *supra*, para. I.

⁶⁶⁸ Si rinvia a F. Manfrin, M.L. Vitali, *Relazione introduttiva in tema di determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Dialoghi tra*

antecedenti l'emissione, nel caso di società quotate⁶⁶⁹. La *ratio* risiede nel bilanciamento tra la posizione patrimoniale degli azionisti che inevitabilmente subiscono una diluizione della frazione di azioni detenuta e l'interesse della società ad ampliare la propria struttura proprietaria con nuovi soci⁶⁷⁰. In tema di misura del prezzo di emissione, un autorevole e recente studio ha proposto un'analisi sistematica che, in sintesi, ha (i) da un lato rilevato come le espressioni utilizzate nell'art. 2441 (*i.e.*, rispettivamente “sulla base” e “tener conto” per valore del patrimonio e corsi di borsa) sono pregne di flessibilità e, (ii) dall'altro, suggerito un interessante paragone con la disciplina del recesso di cui all'articolo 2437-*ter* la cui riforma del 2014 ha rappresentato un significativo indice del poco gradimento del legislatore nei confronti dei corsi di borsa, in particolare se utilizzati in termini assoluti⁶⁷¹. In altre parole, se il meccanismo di determinazione del prezzo di emissione deve senz'altro far fronte al fenomeno di diluizione al quale sarebbero diversamente soggetti gli azionisti, i criteri indicati nella disposizione codicistica non si prestano ad essere oggetto di un'esegesi letterale né tantomeno deve esserci una pretesa che gli stessi abbiano un significato assoluto. Su simile linea argomentativa si era espresso un precedente commento alla norma, che aveva collegato la poca chiarezza circa il contenuto applicativo ad una “precisa *voluntas legis*” al fine di consentire all'interprete di declinare tali principi nei

giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie (a cura di Mario Notari), Milano, 2008, p. 70 per una puntuale ricostruzione dei diversi quesiti interpretativi sorti in dottrina circa la locuzione di patrimonio netto. Sul punto anche E. Geneva, *La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Riv. Soc.*, 2008, pp. 500 e ss (in particolare v. p. 515 ove si esprime opinione critica nei confronti della tesi che il valore patrimoniale da prendere in considerazione sia il dato contabile).

⁶⁶⁹ Si vedano sul punto A. Mignoli, *Determinazione dell'entità del sovrapprezzo*, in *Riv. Soc.*, 1982, p. 527 aggiungendo come l'andamento dei corsi di borsa debba avere solo una funzione correttiva e non debba logicamente diventare il principale criterio utilizzato e E. Geneva, *La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Riv. Soc.*, 2008, p. 515 che individua la *ratio* della norma nel diverso (*i.e.*, più breve) orizzonte temporale considerato dai soci-investitori delle società quotate.

⁶⁷⁰ G. Balp, M. Ventoruzzo, *Esclusione del diritto d'opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, in *Riv. Soc.*, 2004, p. 841.

⁶⁷¹ V. lo studio di P. Marchetti, *Prezzo di emissione e 'bookbuilding' in alcuni recenti casi*, in *AGE*, 2017, p. 21.

singoli casi concreti, talvolta con l’ausilio degli esperti, sulla base delle diverse caratteristiche dell’emissione⁶⁷².

Nell’alveo di regole del gioco così declinate – e alla luce dei descritti elementi che “impongono una profonda revisione di meccaniche applicazioni dei criteri di cui al sesto comma dell’art. 2441” – il *bookbuilding* emerge quasi come candidato naturale a rappresentare lo strumento idoneo a conseguire un’attendibile stima da parte del mercato in merito al valore delle azioni emesse⁶⁷³. In un contesto nel quale le regole e i principi di diritto devono necessariamente essere declinati dall’interprete, il mercato (e, in particolare, l’insieme dei suoi attori, che lo rappresentano) sembra il “soggetto” ideale per assurgere a tale ruolo. Si noti, del resto, che non è sconosciuta in dottrina la tesi secondo cui la determinazione del sovrapprezzo delle azioni debba essere determinata secondo le medesime logiche di domanda e offerta che governano le consuete alienazioni sul mercato da parte dell’impresa⁶⁷⁴.

Sembra ulteriormente utile indagare se (e in che direzione) il patrimonio netto funga da limite insuperabile (in ciascuna direzione) circa la misura del corrispettivo di emissione, nel contesto di società quotate e quali siano gli eventuali riflessi sull’utilizzo del *bookbuilding*. La tesi largamente maggioritaria, sul punto, ritiene ammissibile che il correttivo rappresentato dal riferimento ai corsi di borsa induca anche ad una riduzione del prezzo (rispetto a quanto ricavabile sulla base del solo patrimonio netto)⁶⁷⁵. L’analisi sembra condivisibile e, quantomeno

⁶⁷² In tal senso F. Manfrin, M.L. Vitali, *Relazione introduttiva in tema di determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie* (a cura di Mario Notari), Milano, 2008, p. 73 che notano, tra l’altro, le difficoltà che caratterizzano tipicamente le previsioni di redditività nonché i possibili fattori che interferiscono sulla formazione dei corsi di borsa.

⁶⁷³ P. Marchetti, *Prezzo di emissione e ‘bookbuilding’ in alcuni recenti casi*, in *AGE*, 2017, p. 23

⁶⁷⁴ F. Manfrin, M.L. Vitali, *Relazione introduttiva in tema di determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie* (a cura di Mario Notari), Milano, 2008, p. 74.

⁶⁷⁵ Sul punto v. G.B. Portale, *Opzione e sovrapprezzo nella novella azionaria*, in *Giur. Comm.*, 1975, p. 220, U. Belviso, *Le modificazioni dell’atto costitutivo nella S.p.A.*, in *Tratt. di dir. priv.* (diretto da P. Rescigno, XVII, Torino, 1985, p. 111, E. Ginevra, *Commento all’articolo 2441*, in *Le Società per azioni. Codice civile e norme complementari* (diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale), Milano, 2016, p. 2635. V. anche E.

per quanto concerne il *bookbuilding*, anche dotata di una significativa logica fattuale: assumendo che la procedura sia attuata correttamente e ne consegua il prezzo massimo che effettivamente il mercato è disposto a pagare, qualora questo rappresenti uno scostamento negativo rispetto al valore del patrimonio netto, una diversa interpretazione della norma metterebbe a repentaglio l'operazione nel suo complesso.

La questione circa la possibilità che il prezzo di emissione sia superiore al valore del patrimonio netto, invece, è stata declinata in dottrina in accezione sia sostanziale sia procedurale. Si anticipa che neanche tale rilievo costituisce una preclusione all'utilizzo del *bookbuilding*. Innanzitutto, avuto riguardo alla *ratio* del diritto di opzione e delle norme che ne disciplinano l'esclusione, non si vede perché la società non possa emettere le azioni al prezzo massimo conseguibile sul mercato⁶⁷⁶, atteso peraltro che il meccanismo in questione consente, per definizione, di non precludere la riuscita dell'operazione⁶⁷⁷. In secondo luogo, le tesi (minoritarie) circa l'esistenza di limiti alla quantificazione del sovrapprezzo, fondano l'argomento sulla necessità

Ginevra, *La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Riv. Soc.*, 2008, p. 515, che giustifica tale convincimento con l'argomento di cui al punto precedente, affermando che una valutazione c.d. patrimoniale possa includere anche creazioni di valore che si manifestino solo nel lungo termine e F. Manfrin, M.L. Vitali, *Relazione introduttiva in tema di determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie* (a cura di Mario Notari), Milano, 2008, p. 71, nt. 22 che riportano che “in prospettiva aziendalistica la dottrina è pressoché unanime nel riconoscere la legittimità di un valore ‘leggermente’ inferiore al capitale netto qualora l’interesse della società, il più delle volte analizzato in chiave di strategia aziendale, giustifichi tale scelta. Più cauta l’opinione di G. Giannelli., *L’aumento di capitale a pagamento*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, 2007, p. 279 che utilizza l’espressione “leggermente al di sotto”.

⁶⁷⁶ Sul punto v. G.B. Portale, *Opzione e sovrapprezzo nella novella azionaria*, in *Giur. Comm.*, 1975, pp. 221, 222. In senso analogo anche E. Ginevra, *La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Riv. Soc.*, 2008, p. 515 che parla espressamente di “valori minimi” con riferimento a quelli individuati attraverso i criteri dettati dalla disposizione codicistica. V. anche G. Giannelli., *L’aumento di capitale a pagamento*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, 2007, p. 278.

⁶⁷⁷ Si veda, in particolare, *supra* para. I, sul funzionamento economico del *bookbuilding* e i suoi benefici.

di circoscrivere la discrezionalità della società emittente⁶⁷⁸ che nel caso di specie sarebbe in ogni caso piuttosto ridotta dal momento che la fissazione definitiva del prezzo di emissione proviene principalmente dal risultato del mercato.

Un'ulteriore precisazione di natura “meccanica” sembra, infine, utile: l'esclusione del diritto di opzione consentirebbe di semplificare significativamente la procedura di formazione del *book* di ordini dal momento che la società potrebbe far ricorso direttamente all'offerta pubblica agli investitori istituzionali per una parte (o tutte) le azioni di nuova emissione ricalcando, sostanzialmente, quanto avviene nelle *IPO*⁶⁷⁹.

L'ordinamento giuridico, al fine di escludere (o limitare) il diritto di opzione, richiede anche la sussistenza dell'interesse sociale. Tralasciando le ipotesi nelle quali l'interesse sociale sia escluso a prescindere (*i.e.*, per differenti ragioni) e si decida successivamente di utilizzare il *bookbuilding* come tecnica di emissione⁶⁸⁰, è interessante comprendere se l'esclusione possa essere strumentale al (e giustificata sulla base del) *bookbuilding* stesso. A tal fine, sembra preferibile estendere il piano dell'indagine anche alla fattispecie di limitazione del diritto di opzione⁶⁸¹, nella convinzione che una volta studiata tale ipotesi – logicamente meno aggressiva per la posizione degli azionisti–

⁶⁷⁸ In particolare, cfr. G.C.M. Rivolta, *Profili della nuova disciplina del diritto d'opzione nella società per azioni* (L' 7 giugno 1974, n. 216), in *Riv. dir. civ.*, 1975, p. 538. V., sul punto anche F. Manfrin, M.L. Vitali, *Relazione introduttiva in tema di determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie* (a cura di Mario Notari), Milano, 2008, p. 72 che, pur senza esprimere una preferenza per l'una o l'altra tesi notano come un eccessivo prezzo di emissione potrebbe “celare particolari manovre di politica aziendale ad opera della maggioranza e, non di rado, in danno degli azionisti di minoranza”: tale argomento, anche in considerazione di come successivamente sviluppato dagli Autori nel testo, sembra tuttavia più pertinente per emissioni che contemplino l'attribuzione di diritti di opzione.

⁶⁷⁹ V., *supra*, para I in merito alla descrizione del meccanismo e all'esposizione di analogie e differenze con le *IPO*.

⁶⁸⁰ Le ipotesi prese in considerazione non sarebbero infatti quelle in cui il diritto di opzione è escluso a prescindere e, successivamente (quantomeno da un punto di vista logico-decisionale), si individua il *bookbuilding* come metodo di determinazione del prezzo di emissione. Circostanze simili si sono verificate nei casi menzionati da P. Marchetti, *Prezzo di emissione e bookbuilding in alcuni recenti casi*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2017, pp. 1 e ss.

⁶⁸¹ Si veda sul punto il paragrafo successivo III.2.

sia possibile a ritroso individuare i casi nei quali un ricorso all'esclusione integrale del diritto sia giustificata o preferibile.

2. Interesse sociale nella limitazione del diritto di opzione

L'analisi sin qui svolta nel capitolo ha portato, riassumendo, a formulare le seguenti considerazioni sull'utilizzo del *bookbuilding* come meccanismo di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni: (i) consente di massimizzare la tutela patrimoniale per gli azionisti e di evitare la soggezione del prezzo alle oscillazioni dei corsi di borsa, (ii) non pone significativi problemi in tema di allocazione dei poteri e procedura decisionale endosocietaria, anche in conseguenza del forte limite alla discrezionalità degli amministratori rappresentato sia dall'indicazione di un intervallo di valori nella delibera assembleare sia dal fatto che la determinazione finale è principalmente compiuta dal mercato (*i.e.*, si tratta di un compito principalmente attuativo), (iii) nella fattispecie di offerte in opzione ai sensi del primo comma dell'articolo 2441, risulta tuttavia problematica la posizione degli azionisti oblati poiché per l'intera durata del periodo di offerta il corrispettivo è determinabile ma non determinato e (iv) per quanto concerne le fattispecie di non (integrale) attribuzione dell'opzione, si tratta di una procedura che non solo è compatibile con i criteri disciplinati dal comma sesto dell'articolo 2441 per i casi in cui il diritto di opzione è escluso o limitato ma addirittura ne rappresenta l'implementazione pratica ideale.

La domanda di ricerca di questo paragrafo – invero anticipata in conclusione del paragrafo II – è se si possa individuare una struttura che consenta di determinare il prezzo delle azioni con il *bookbuilding* da un lato e di offrire le nuove azioni ai vecchi azionisti in proporzione alle azioni già detenute dall'altro, consentendo quindi di non sacrificare il loro diritto a partecipare al finanziamento dell'impresa e a mantenere invariata la frazione di azioni (e di diritti amministrativi) detenute, al tempo stesso tentando di affievolire gli oneri procedurali a carico della società emittente. Lo strumento idoneo sembra essere la fattispecie di limitazione del diritto di opzione che si studierà dando per conseguito il risultato dell'indagine del paragrafo precedente, ossia la compatibilità del *bookbuilding* con i criteri di determinazione declinati dal codice civile per la fattispecie

in oggetto (che, si precisa, sono i medesimi qualora il diritto di opzione sia escluso *tout court*⁶⁸²).

Il diritto di opzione si considera limitato in presenza di ogni “deroga al regime legale” che non identifichi una piena esclusione dello stesso⁶⁸³. Sembra ulteriormente possibile individuare all’interno della fattispecie una distinzione tra le ipotesi di (i) limitazione soggettiva o quantitativa, qualora il diritto di opzione sulle nuove azioni sia attribuito integralmente ma soltanto ad alcune delle azioni già in circolazione (*i.e.*, ai loro possessori) o in relazione a talune (e non a tutte le) azioni di nuova emissione e (ii) limitazione oggettiva o qualitativa, qualora si assista ad un aggravamento o a una compressione del diritto di opzione, attribuito sulla totalità delle azioni di nuove emissione proporzionalmente a ciascun possessore di azioni esistenti⁶⁸⁴.

Nel caso di specie si tratterebbe di una limitazione da un punto di vista oggettivo, dal momento che il medesimo diritto sarebbe offerto proporzionalmente a tutti i vecchi azionisti, ma le condizioni di esercizio sarebbero più gravose rispetto a quelle idonee al fine di conseguire una piena attribuzione del diritto di opzione ai sensi delle norme applicabili, così come ricostruite nel paragrafo precedente⁶⁸⁵. Tale compressione è costituita (i) dalla sottoscrizione al buio (o in penombra che dir si voglia) dovuto alla sola disponibilità di una forchetta di valori e dei criteri (che verranno) utilizzati nella fissazione definitiva del prezzo, al momento della decisione

⁶⁸² Per tale studio si veda *supra*, para III.2.

⁶⁸³ V., sul punto, l’autorevole definizione di P. Marchetti, *Problemi in tema di aumento di capitale*, in *Aumenti e riduzioni di capitale. Atti*, Milano, 1984, pp. 83, 84 che aggiunge come si assista ad una limitazione “pure allorché sia esclusa o limitata la sua cedibilità che costituisce per esso una forma di esercizio e quindi fa parte del contenuto del diritto”. Come si è già avuto modo di notare, non sembra che questo scenario (*i.e.*, limitazione della trasferibilità) sia concretizzato nella fattispecie in oggetto, dove al contrario si assiste solo ad una compressione dell’esercizio c.d. diretto del diritto. V., *supra*, para II.1.

⁶⁸⁴ Si veda in tal senso la ricostruzione di F. Guerrera, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, Torino, 1995, pp. 99, 100 che si interrogava se condizioni più gravose di esercizio individuino una fattispecie di limitazione propendendo per una risposta affermativa (anche) al fine di circoscrivere la discrezionalità dell’emittente e ancora P. Marchetti, *Problemi in tema di aumento di capitale*, in *Aumenti e riduzioni di capitale. Atti*, Milano, 1984, pp. 83, 84.

⁶⁸⁵ V., *supra*, para II.3.

sull'esercizio dell'opzione o, alternativamente, (ii) qualora si voglia adottare un approccio, per così dire, intermedio e fissare il prezzo definitivo a ridosso della (e non dopo la) chiusura del periodo di offerta, dalla riduzione della durata del periodo di esercizio del diritto al di sotto dei termini di legge.

Si è detto che la norma richiede la presenza di un interesse sociale al fine di escludere o limitare il diritto di opzione. Si è altresì ricostruito, *supra*, come il percorso interpretativo dell'istituto – di matrice sia dottrinale sia giurisprudenziale – abbia portato ad una maggiore flessibilità nel valutare la sussistenza di tale requisito nonché all'adesione alla tesi circa la mera preferibilità dell'operazione in oggetto rispetto ad ipotesi alternative (che non contemplino l'esclusione dell'opzione)⁶⁸⁶. In questa sede sembra utile aggiungere il rilievo – appartenente a una delle più autorevoli voci in tema di interesse sociale – che la giurisprudenza ha individuato la *ratio* della norma nel limitare usi distorsivi dell'esclusione del diritto di opzione al fine di danneggiare gli azionisti di minoranza, abbandonando quindi la tesi più restrittiva che postulava la necessità che diversa struttura dell'operazione (*i.e.*, rispetto a quella con esclusione o limitazione del diritto) avrebbe violato l'interesse sociale medesimo, a favore della più agevole dimostrazione dell'esistenza di un interesse sociale all'esclusione (o limitazione), nel solco di un'implicita adesione alla tesi della molteplicità di interessi sociali, il perseguimento di ciascuno dei quali è da considerarsi lecito, nei limiti appunto dell'abuso⁶⁸⁷. Si è altresì notato come detto interesse sociale debba essere concreto e non astratto⁶⁸⁸. Ancora, e soprattutto, si

⁶⁸⁶ V., *supra*, cap. primo, para II.1.

⁶⁸⁷ Così, P.G. Jaeger, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. Comm.*, 2000, pp. 808, 809 che aggiunge come la norma rappresenti un ridimensionamento delle tesi istituzionalistiche e, soprattutto, come “rappresent[*i*] un argomento per riconoscere i limiti della tutela degli azionisti ‘attuali’”. In senso ragionevolmente concorde, v. anche G. Giannelli, *Esclusione del diritto di opzione e d.p.r. 10 febbraio 1986, n. 30*, in *Riv. Soc.*, 1988, p. 783 che in sede di commento della modifica del 1986 alla norma, afferma come la severità della stessa sia stata affievolita a svantaggio della tesi più rigorosa che postulava, nelle fattispecie di esclusione del diritto di opzione, la prevalenza dell'interesse del singolo azionista su quello della maggioranza.

⁶⁸⁸ V. anche la ricostruzione di E. Ginevra, *Commento all'articolo 2441*, in *Le Società per azioni. Codice civile e norme complementari* (diretto da P. Abbadesse, G.B. Portale), Milano, 2016, p. 2629.

ritiene che l'interesse sociale debba sussistere in relazione non (solo) all'operazione di finanziamento attraverso l'aumento di mezzi propri nel complesso considerata ma (anche) alla modalità di attuazione dell'operazione ossia con il sacrificio del diritto di opzione degli azionisti nella forma di limitazione o esclusione dello stesso⁶⁸⁹.

Sembra – opportuno declinare tali considerazioni – che non distinguono tra esclusione e limitazione del diritto di opzione e si addicono, invero, principalmente alla prima ipotesi, più comune nella prassi⁶⁹⁰ – e adattarele alla fattispecie concretamente in esame. Ragionevolmente, infatti, la necessità della sussistenza dell'interesse sociale deve essere di intensità adeguata (e proporzionale) al sacrificio del diritto di opzione sopportato dagli azionisti⁶⁹¹. Di conseguenza, l'esercizio sarebbe attenuato in generale per le fattispecie di limitazione del diritto (rispetto a quelle di esclusione), ed in particolare per quelle di limitazione oggettiva. In tale ipotesi (che

⁶⁸⁹ Così, ancora, E. Ginevra, *Commento all'articolo 2441*, in *Le Società per azioni. Codice civile e norme complementari* (diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale), Milano, 2016, p. 2629. Si anticipa fin da ora che tale argomento segna un elemento decisivo a favore dell'utilità di questo paragrafo, dal momento che, nell'operazione in oggetto (e assumendo che non esistano ulteriori ragioni che inducano a ritenere preferibile il sacrificio dell'opzione) sembra significativamente più agevole soddisfare questo requisito in merito ad una (leggera) limitazione del diritto che non nei casi di integrale esclusione dello stesso. Sulla necessità di individuare oltre all'interesse che si intende realizzare anche la strumentalità dell'esclusione a tal fine v. anche Giannelli, *Esclusione del diritto di opzione e d.p.r. 10 febbraio 1986, n. 30*, in *Riv. Soc.*, 1988, p. 786, in sede di commento alla modifica legislativa del 1986 e F.M. Mucciarelli, *Interesse sociale ed esclusione del diritto di opzione: spunti di riflessione sulla logica dell'argomentazione del giudice*, in *Giur. Comm.*, 2002, I, pp. 466 ss. In senso analogo (invero legando questo argomento a quello del periodo precedente, v. anche P. Marchetti, *Artt. 22 e 23*, in *d.P.R. 10 febbraio 1986 n. 30*, in *Nuove Leggi Civili Commentate*, 1988 p. 183, che fa riferimento al “nesso di strumentalità qualificata tra aumento di capitale senza opzione oggetto della specifica e concreta proposta presentata all'assemblea e interesse sociale”.

⁶⁹⁰ Si veda sul punto F. Guerrero, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, Torino, 1995, p. 98 (in particolare nt. 140) che nota come i due termini (*i.e.*, limitazione ed esclusione) vengano sovente utilizzati “come endiadi”. Il concetto di limitazione è scarsamente delineato in dottrina ed in giurisprudenza e parimenti scarni sono i contributi sulla disciplina applicabile a tale fattispecie.

⁶⁹¹ In senso conforme v. F. Guerrero, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, Torino, 1995, p. 92 che utilizza il concetto di “modulazione” dell'interesse sociale.

equivale ad un'esclusione parziale), infatti, si assiste all'esclusione *tout court* del diritto con riferimento ad un limitato numero di azioni (*i.e.*, ad alcuni azionisti il diritto non sarebbe offerto), mentre nel caso di specie il complesso di presidi individuati dall'ordinamento (tra cui, appunto, la sussistenza dell'interesse sociale e la congruità del prezzo di emissione) si aggiungono alla (e non sostituiscono la) procedura di offerta proporzionale di nuove azioni da sottoscrivere; si noti, ancora, come tale situazione di fatto descriva la posizione di ciascuno dei vecchi azionisti. La norma così ricostruita impone "solo" di individuare l'interesse sociale a supporto di un più gravoso esercizio del diritto per tutti i soci.

Riformulando il tradizionale conflitto al quale si assiste nelle fattispecie di esclusione del diritto di opzione, e applicandolo concretamente alle emissioni con *bookbuilding*, si tratta di bilanciare non l'interesse sociale alla raccolta di mezzi propri all'esterno della compagine sociale con l'interesse del singolo socio alla salvaguardia della propria posizione patrimoniale e amministrativa⁶⁹² bensì l'interesse sociale alla raccolta di mezzi propri in maniera efficace (ossia garantendo la copertura del fabbisogno necessaria) ed economicamente efficiente (tra l'altro, con conseguente massimizzazione della tutela della posizione patrimoniale individuale dei soci) con l'interesse dei singoli soci ad evitare l'aggravamento di una (ed una sola) condizione di esercizio del diritto posto a tutela del mantenimento della propria frazione partecipativa.

Nell'ipotesi in esame, il sacrificio subito dagli azionisti sembra, invero, molto modesto: pur non essendosi condivise le tesi circa la assoluta compatibilità del *bookbuilding* con il diritto di opzione⁶⁹³, infatti, si ritiene di insistere sul menzionato concetto di determinabilità del prezzo di emissione nel momento di apertura del periodo di offerta (e sino alla fissazione definitiva). Le caratteristiche dell'offerta consentono di affermare che la "destinazione dell'emissione alla sottoscrizione proporzionale degli aventi diritto viene pienamente salvaguardata"⁶⁹⁴ e, concretamente, l'informazione

⁶⁹² Il conflitto è così individuato ed esposto, *ex multis*, da A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, p. 165 e F. Guerrera, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, Torino, 1995, p. 100.

⁶⁹³ Cfr. *supra*, para II.3.

⁶⁹⁴ Le parole sono tratte da F. Guerrera, *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, Torino, 1995, p. 92 che nel diverso contesto delle operazioni

circa l'intervallo dei possibili valori del prezzo di emissione unito ad un'adeguata indicazione dei criteri rendono l'esercizio predittivo che devono compiere gli azionisti, per far fronte alla compressione del loro diritto, non eccessivamente oneroso. La portata di tale rilievo è amplificata dalla prassi, se si considera che, trattandosi di emittenti quotati, gli oblati presumibilmente disporranno anche delle pubblicazioni dei *proxy advisors* che frequentemente accompagnano tali operazioni. In particolare, sembrerebbe a maggior ragione tutelata la posizione degli azionisti di minoranza, dal momento che il *bookbuilding* – che individua il prezzo massimo che il mercato è disposto a pagare – scaturisce in un risultato che minimizza (o annulla) il sacrificio patrimoniale da questi subito. L'argomento acquisisce ulteriore vigore qualora si aderisse alla tesi che la valutazione sulla misura del sovrapprezzo – i cui criteri non sono individuati in maniera rigida dalla legge – non sia estranea alla valutazione se l'operazione complessivamente strutturata persegua l'interesse sociale⁶⁹⁵. Riassumendo, si ritiene che l'espressione “quando l'interesse sociale lo esige” debba essere rivisitata e mitigata alla luce del limitato pregiudizio subito dalla posizione degli azionisti⁶⁹⁶.

In questo contesto, dunque, l'interesse della società a garantire la copertura dell'aumento di capitale senza soggezione alla volatilità dei mercati finanziari (massimizzando, appunto, il prezzo di emissione e minimizzando l'impatto negativo sui corsi di borsa) sia più che sufficiente per ritenere verificati i requisiti del quinto e del sesto comma, a maggior ragione considerando che, in base alle tesi a cui si aderisce in questa sede, una (modesta) limitazione del diritto di

di collocamento di *warrants* utilizza tale efficace espressione per individuare un'offerta che comprime l'esercizio del diritto di opzione pur rispettandone l'attribuzione.

⁶⁹⁵ La tesi si deve F.M. Mucciarelli, *Interesse sociale ed esclusione del diritto di opzione: spunti di riflessione sulla logica dell'argomentazione del giudice*, in *Giur. Comm.*, 2002, I, p. 473. Si noti che tale convincimento poggia, ancora, sulla necessità di evitare che l'operazione rappresenti un pregiudizio per le minoranze. Si ritiene che, minore sia il sovrapprezzo, più intenso debba essere l'interesse sociale al fine di avallare l'operazione.

⁶⁹⁶ Si noti che si fa riferimento alla soglia minima di interesse sociale che deve essere raggiunta per giustificare una limitazione al diritto di opzione in questa fattispecie, ma non si intende affermare che l'interesse sociale individuato passerebbe solo tale (modesto) sindacato.

opzione appare necessaria per fissare il prezzo di emissione con il *bookbuilding*⁶⁹⁷ che appare inconciliabile con la procedura standard di offerta in opzione. In sintesi, l'utilizzo del *bookbuilding* nelle offerte con limitazione qualitativa del diritto di opzione è basato sulla mitigata necessità della sussistenza di interesse sociale (in virtù del modesto sacrificio della posizione dei soci) e su un solido nesso di strumentalità tra tale sacrificio e la realizzazione di tale interesse sociale.

Si noti come, riprendendo un argomento discusso precedentemente nell'ambito delle emissioni in opzione⁶⁹⁸, si tratterebbe di un negozio di sottoscrizione atipico dal momento che non si potrebbe perfezionare con la sola manifestazione di volontà dell'oblato, essendo richiesta una finale determinazione da parte della società, ancorché, come discusso, avente carattere principalmente attuativo in quanto vincolata al risultato del mercato. L'adesione del socio, quindi, avrebbe effetti obbligatori, dal momento che l'azione verrebbe ad esistenza solo una volta compiuta la determinazione definitiva del prezzo.

A livello pratico, inoltre, facendo riferimento ancora ad una questione considerata *supra*⁶⁹⁹, un'operazione così strutturata avvicinerrebbe la natura del diritto attribuito ai soci alla famiglia dei diritti di prelazione: privato del suo contenuto patrimoniale (che si assume affievolito o addirittura annullato da un prezzo di emissione pari al massimo conseguibile sul mercato) e, logicamente, del collegato effetto coercitivo, la caratteristica principale del diritto sembrerebbe essere quella di consentire ai vecchi azionisti di essere preferiti a terzi e mantenere invariati i propri diritti amministrativi.

In conclusione dell'indagine sembra interessante porsi un ultimo interrogativo, ossia come cambierebbero le riflessioni svolte in questo paragrafo circa l'individuazione di un interesse sociale che supporti non più la limitazione bensì l'esclusione del diritto di opzione (in assenza, logicamente, di ulteriori ragioni che soddisfino

⁶⁹⁷ In questo senso sembra del resto soddisfatto in toto il nesso tra “gli scopi industriali e finanziari dell'operazione e l'esclusione [*rectius* limitazione] dell'opzione” cui fa riferimento F.M. Mucciarelli, *Interesse sociale ed esclusione del diritto di opzione: spunti di riflessione sulla logica dell'argomentazione del giudice*, in *Giur. Comm.*, 2002, I, pp. 468.

⁶⁹⁸ Cfr. *supra*, para II.3.

⁶⁹⁹ Cfr. ancora, para II.3.

tale requisito)⁷⁰⁰. Il punto debole di tale struttura risiede nel nesso di strumentalità tra l'esclusione dell'opzione e la realizzazione dell'interesse sociale, se si condividono i risultati proposti in questo paragrafo riassumibili nella tesi che un'emissione con *bookbuilding* possa essere realizzata con la limitazione del diritto di opzione (: l'esclusione non è necessaria). Si ritiene, infatti, che l'interesse sociale per la società che giustificerebbe l'esclusione del diritto di opzione ma, alla luce delle considerazioni sin qui svolte, la limitazione sia preferibile, in quanto più efficiente e portatrice di un più lieve sacrificio sul diritto di opzione. Sembra, in tal senso, che un possibile scenario idoneo a delineare un caso di esclusione sia qualora l'emittente – anche in ragione della propria situazione finanziaria – sia impossibilitato ad individuare la forchetta di valori che, insieme all'individuazione dei criteri, è fondamentale per costituire il concetto di determinabilità del prezzo di emissione e, di conseguenza, rendere la sola limitazione del diritto uno strumento idoneo a raggiungere l'obiettivo.

⁷⁰⁰ Si noti come l'interrogativo proposto in questa sede è il medesimo con il quale si era concluso il precedente paragrafo III.1.

BIBLIOGRAFIA

Indice delle opere citate

- Abu Awwad A., *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013
- Alvaro S., Maugeri M., Strampelli G., *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettivi*, Quaderni giuridici Consob, 2019
- Anabtawi I., *The Twilight of Enhanced Scrutiny in Delaware M&A Jurisprudence*, in 43 *Del. J. Corp. L.* 161 (2019)
- Anabtawi I., Stout L., *Fiduciary Duties for Activist Shareholders* in 60 *Stanford Law Review* 1255 (2008)
- Angelici C., *Le “minoranze” nel decreto 58/1998: “tutela” e “poteri”*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1998, I, p. 207 ss.
- Angelici C., *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006
- Angelici C., *La società per azioni – Principi e problemi*, Milano, 2012
- Argiolas V. et al., *Gli aumenti di capitale iperdiluitivi e i disallineamenti tra le quotazioni di azioni e diritti*, in *AGE* 2017, p. 189
- Ascarelli T., *Due questioni sul diritto di opzione*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, p. 275 ss.
- Ascarelli T., *Diritto di opzione nell'aumento di capitale e emissione delle nuove azioni con aggio*, in *Foro Pad.*, 1954, p. 429 ss.
- Ascarelli T., *L'interesse sociale dell'art. 2441 cod. civile. La teoria dei diritti individuali e il sistema dei vizi delle deliberazioni assembleari*, in *Problemi Giuridici II*, Milano, 1959, p. 521 ss.
- Bainbridge S.M., *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, 119 *Harv. L. Rev.* 1735 (2006)

- Bainbridge S.M., *Corporate Law*, St. Paul, 2015
- Balachandran B. et al., *Rights offerings, takeover, renounceability; and underwriting status*, 89 *J. Fin. Econ.* 328 (2008)
- Balp G., *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e sul suo utilizzo*, in *AGE*, 2017, p. 255 ss.
- Balp G., *Activist Shareholders at De Facto Controlled Companies*, in 13 *Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.* 341 (2018)
- Balp G., Ventrone M., *Esclusione del diritto d'opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, in *Riv. Soc.* 2004, p. 795 ss.
- Bazzano E., *Determinazione ex post del prezzo di emissione ad opera degli amministratori, derogabilità dell'obbligo di versamento immediato del soprapprezzo e compatibilità con il diritto di opzione*, in *Riv. Soc.*, 2003, p. 1074 ss.
- Bebchuk L.A., *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 *Harv L. Rev.* 833 (2005)
- Bebchuk L.A. et al., *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence and Policy*, 54 *Stan. L. Rev.* 887 (2002)
- Bebchuk L.A. et al., *The Agency Problems of Institutional Investors*, 31 *J. Econ. Persp.* 89 (2017)
- Bebchuk L.A., Kastiel K., *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, 103 *Va. L. Rev.* 585 (2017)
- Bebchuk L.A., Kastiel K., *The Perils of Small-minority Controllers*, 107 *Georgetown Law Journal* 1453 (2019)
- Belviso U., *Le modificazioni dell'atto costitutivo nella S.p.A.*, in *Tratt. di dir. priv.* (diretto da P. Rescigno, XVII, Torino, 1985, p. 109 ss.
- Berle A.A., Means G.C., *The Modern Corporation and Private Property*, 1932

- Bianchi L.A., *Note sul modello rolling negli aumenti di capitale iperdiluitivi*, in *AGE*, 2017, p. 169 ss.
- Bianchi T., *Gli aumenti di capitale delle imprese*, Milano, 1958
- Bianchi T., *Gli aumenti di capitale delle imprese*, Milano, 1963
- Bigelli M., *Gli aumenti di capitale delle società quotate. Un'analisi economico finanziaria*, Torino, 1996
- Bione M., *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni - Vol. 2** (diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale), Torino, 1991, p. 1 ss.
- Bratton W.B., Sepe S.M., *Corporate Law and the Myth of Efficient Market Control*, *U. of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 19-21*, (May 6, 2019)
- Brealey R. et al., *Principles of Corporate Finance*, New York, 2019
- Brudney V., *Contract and Fiduciary Duty in Corporate Law*, 38 *Boston College Law Review* 595 (1997)
- Cain M.D. et al., *The Shifting Tides of Merger Litigation*, in 71 *Vanderbilt Law Review* 603 (2018)
- Calabresi G., Douglas Melamed A., *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, 85 *Harv. L. Review* 1089 (1972)
- Casella M., *Sul termine della dichiarazione d'opzione*, in *Riv. dir. comm.*, 1952, II, p. 156 ss.
- Calvi N., *Towards Shareholder Vote on Equity Issuances*, 10 *American University Business Law Review* 1 (2021)
- Campobasso G.F., *Diritto commerciale. Diritto delle società*, Milano, 2015
- Carlo R., *Sovrapprezzo, diritto di opzione e azioni offerte ai terzi*, in *Riv. Trim. Dir. Proc. Civ.*, 1965, p. 1005 ss.
- Cera M., *Le società con azioni quotate nei mercati*, Torino, 2018

- Cerrato S., *Commento all'articolo 2441*, in *Il nuovo diritto societario* (diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti), Bologna, 2004, p. 1500 ss.
- Cheffins B., *The Rise and Fall (?) of the Berle-Means Corporation*, 42 *Seattle U. L. Rev.* 445 (2019)
- Cheffins B.R., Armour J., *The Past, Present, and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds*, 37 *J. Corp. L.* 51 (2011)
- Chemmanur T. et al., *The role of institutional investors in seasoned equity offerings*, 94 *J. Fin. Econ.* 384 (2009)
- Christie A.L., *The New Hedge Fund Activism: Activist Directors and the Market for Corporate Quasi-Control*, 19 *J. Corp. L. Stud.* 1 (2019)
- Clark R.C., *Corporate Law*, Boston, 1986
- Clark R.C., *Contracts, Elites and Traditions in the Making of Corporate Law*, in 89 *Colum. L. Rev.* 1703 (1989)
- Coates J.C. IV, *Explaining Variation in Takeover Defenses: Blame the Lawyers*, 89 *Calif. L. Rev.* 1301(2001)
- Coates J.C. IV, *The Future of Corporate Governance Part I: The Problem of Twelve*, *Harvard Pub. Law Working Paper No. 19-07*, (bozza del 20 settembre 2018)
- Costi R., *Il governo delle società quotate: tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, in *Dir. Comm. Int.*, 1998, p. 65
- Dainers R., Klausner M., *Do IPO Charters Maximize Firm Value? Antitakeover Provisions in IPOs*, 17 *J. L. Econ. & Org.* 83 (2001)
- Davidoff Solomon S., *Warren Buffett's Lost Vote*, N.Y. Times, (Jan. 21, 2010), <https://dealbook.nytimes.com/2010/01/21/warren-buffetts-lost-vote/>
- Drinker H. jr., *The Preemptive Right of Shareholders to Subscribe to New Shares*, 43 *Harv. L. Rev.* 586 (1930)

- Eckbo B., *Equity Issues and the Disappearing Rights Offer Phenomenon*, 20 *J. Applied Corp. Fin.* 72 (2008)
- Eckbo B., Masulis R.W., Norli O., *Security Offerings in Handbook of Corporate Finance* (a cura di B. Espen Eckbo), Amsterdam, 2007, p. 233 ss.
- Erede M., *L'esercizio del diritto di intervento e voto in assemblea di società con titoli quotati: alcune riflessioni in tema di legittimazione e titolarità in seguito all'introduzione della record date*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2012, p. 59 ss.
- Erede M., *Governing Corporations with Concentrated Ownership structure: an Empirical Analysis of Hedge Fund Activism in Italy and Germany, and its Evolution*, 10 *Eur. Company & Fin. L. Rev.* 328 (2013)
- Fenghi F., *Questioni in tema di aumento del capitale* in *Riv. Soc.*, 1983, p. 963 ss.
- Ferran E., *Legal Capital Rules and Modern Securities Market – the Case for Reform, as Illustrated by the U.K. Equity Markets*, in *Capital Markets and Company Law*, (a cura di K.J. Hopt, E. Wymeersch), 2003, p. 115 ss.
- Ferran E., Ho L.C., *Principles of corporate finance law*. Oxford, 2014
- Ferran E., Ho L.C., *Principles of Corporate Finance Law*, Oxford, 2017
- Ferrarini G., *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Riv. Soc.*, 2002, p. 462 ss.
- Ferri G. jr., *In tema di interesse legittimo e disciplina delle società di capitali*, in *Dir. e giur.*, 2001, p. 1 ss.
- Ferri G. jr., *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. Not.*, 2008, p. 741 ss.
- Ferro-Luzzi P., *Riflessioni sulla riforma; I: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2005, p. 673 ss.
- Fong W., Lam K., *Rights offering and expropriation by controlling shareholders*, in 41 *J. Bus. Finance Account* 773 (2014)
- Frè G., *Società per azioni* in *Commentario del Codice Civile* (a cura di A. Scialoja e G. Branca), 1982

- Frey A.H., *Shareholders' Pre-emptive Rights*, in 38 *Yale Law Journal* 563 (1929)
- Fried J.M., *Powering Preemptive Rights with Presubscription Disclosure*, in *Law and Finance of Related Party Transactions* 79 (Luca Enriques & Tobias H. Troger eds., 2019), p. 80 ss
- Fried J.M., Spamann H., *Cheap-Stock Tunneling Around Preemptive Rights*, 137 *J. Fin. Econ.* 353 (2020)
- Gambino A., *Tutela delle minoranze*, in *La riforma delle società quotate*, *Atti del convegno di studio*, Santa Margherita Ligure, 1998, p. 135 ss.
- Ganor M., *The Power to Issue Stock*, 46 *Wake Forest L. Rev.* 701 (2011)
- Ganor M., *The Case for Non-Binary, Contingent, Shareholder Action*, (February 2, 2020)
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3530596
- Gatti M., *Did Delaware really kill corporate law? Shareholder protection in a post-Corwin world*, 16 *NYU Journal of Law & Business* 345 (2020)
- Gevurtz F., *Corporation Law*, (West Academic Publishing., 2 ed. 2010)
- Ghetti R., *Commento all'art. 134*, in *Commentario TUF* (a cura di F. Vella), Torino, 2012, p. 1452.
- Giannelli G., *Esclusione del diritto di opzione e d.p.r. 10 febbraio 1986, n. 30*, in *Riv. Soc.*, 1988, p. 857 ss.
- Giannelli G., *L'Opzione indiretta*, Bari, 1993
- Giannelli G., *L'aumento di capitale a pagamento*, in *Il nuovo diritto delle società*. *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, 2007, p. 259 ss.
- Gilson R., Gordon J.N., *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 *Colum. L. Rev.* (2013)
- Ginevra E., *Sottoscrizione e aumento del capitale sociale nelle s.p.a.*, Milano, 2001

- Ginevra E., *La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie* (a cura di Mario Notari), Milano, 2008, p. 93 ss.
- Ginevra E., *La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Riv. Soc.*, 2008, p. 498 ss.
- Ginevra E., *Commento all'articolo 2441*, in *Le Società per azioni. Codice civile e norme complementari* (diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale), Milano, 2016, p. 2610 ss.
- Giudici P., Lombardo S., *La tutela degli investitori nelle IPO con prezzo di vendita aperto*, in *Riv. Soc.*, 2012, pp. 907 ss.
- Goshen Z., *Controlling Corporate Self-dealing*, 91 *Cal. L. Rev.* 393 (2003)
- Goshen Z., *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, 91 *Calif. L. Rev.* 393 (2003)
- Goshen Z., Hamdani A., *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, 125 *Yale L.J.* 560 (2016)
- Goshen Z., Hamdani A., *Majority Control and Minority Protection*, in *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance* (Jeffrey N. Gordon & Wolf-Georg Ringe eds., 2018), p. 449
- Goshen Z., Hamdani A., *Corporate Control, Dual Class and the Limits of Judicial Review*, 120 *Colum. L. Rev.* 941 (2020)
- Goshen Z., Hannes S., *The Death of Corporate Law*, 94 *N.Y.U. L. Rev.* (2019), p. 265
- Goshen Z., Squire R., *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*, 767 *Col. L. Rev.* (2017)
- Graziani A., *Sovrapprezzo delle azioni e diritto di opzione*, in *Riv. Soc.*, 1961, p. 51 ss.
- Gualtieri P. et al., *L'attualità del diritto di opzione negli aumenti di capitale di società quotate*, in *AGE*, 2017, p. 223 ss.

- Guerrera F., *I warrants azionari nelle operazioni di aumento di capitale*, Torino, 1995
- Guerrera F., *Abuso del voto e controllo di 'correttezza' sul procedimento deliberativo assembleare*, in *Riv. Soc.*, 2002, p. 276 ss.
- Guerrera F., *Commento all'articolo 2441*, in *Società di capitali. Commentario* (a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres), Napoli, 2004, p. 1172 ss.
- Guerrera F., *"Interessi" degli azionisti e partecipazione "differenziata" ai processi decisionali (considerazioni sul c.d. whitewash nelle società aperte)*, in *Riv. dir. soc.*, 2015, p. 94 ss.
- Haas J., *Corporate finance (Hornbook)*, St. Paul, 2014
- Hamdani A., Hannes S., *The Future of Shareholder Activism*, 99 *B.U. L. Rev.* 971 (2019)
- Hamilton R.W., *The Law of Corporations* (West Publishing Company), 5th ed. 2000
- Hansmann H., Kraakman R., *Problemi di agency e strategie normative*, in *Diritto societario comparato* (a cura di R. Kraakman et al.), 2006
- Holderness C.G., Pontiff J., *Shareholder Nonparticipation in Valuable Rights Offerings: New Findings for an Old Puzzle*, 120 *J. Fin. Econ.* 252 (2016)
- Jaeger P.G., *Gli azionisti: spunti per una discussione*, in *Giur. Comm.*, 1993, I, p. 23 ss.
- Jaeger P.G., *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. Comm.*, 2000, p. 795 ss.
- Jensen C., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 *J. Fin. Econ.* 305 (1976)
- Kahan M., Rock E.B., *Anti-Activist Poison Pills*, 99 *B.U. L. Rev.* 915 (2019), p. 935 ss.
- Kahan M., Rock E.B., *Index Funds and Corporate Governance: Let Shareholders Be Shareholders*, *NYU Law and Econ. Research Paper No. 18-39* (Bozza di agosto 2019)

- Kastiel K., *Against All Odds: Hedge Fund Activism in Controlled Companies*, 16 *Colum. Bus. L. Rev.* 101 (2016)
- Klausner M., *Fact and Fiction in Corporate Law and Governance*, 65 *Stanford Law Review* 1325 (2013)
- Koh A.K. et al., *Land of the Falling 'Poison' Pill: Understanding Defensive Measures in Japan on Their Own Terms*, 41 *U. Pa. J. Int'l L.* (forthcoming)
- Kraakman R.H. et al., *The Anatomy of Corporate law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2017
- Libonati B., *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. Soc.* 2001, p. 86 ss.
- Lewkow L. et al., *Lessons From the CBS-NAI Dispute, Part III: Can Stockholders Rely on Stock Exchange Rules to Prevent Dilution of Their Voting and Economic Interest?*, Cleary Gottlieb (October 10, 2018), <https://www.clearmawatch.com/2018/10/lessons-cbs-nai-dispute-can-stockholders-rely-stock-exchange-rules-prevent-dilution-voting-economic-interests/>
- Licht A.N., *Farewell to Fairness: Towards Retiring Delaware's Entire Fairness Review* in *Delaware J. Corp. Law.*, forthcoming 2020, p. 15
- Lin Y.H., *Controlling Controlling-Minority Shareholders: Corporate Governance and Leveraged Corporate Control*, 2017 *Colum. Bus. L. Rev.* 453 (2017)
- Lipton A., *After Corwin: Down the Controlling Shareholder Rabbit Hole*, 72 *Vanderbilt Law Review* 1977 (2019).
- Lipton M., Savitt W., *The Many Myths of Lucian Bebchuk*. 93 *Va. L. Rev.* 733 (2007)
- Lombardo S., *Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni*, Milano, 2011
- Lund D.S., *Nonvoting Shares and Efficient Corporate Governance*, 71 *Stan. L. Rev.* 687 (2019)

- Lund D.S., *The Case Against Passive Shareholder Voting*, 43 *J. Corp. L.* 101 (2018)
- Maccabruni F., *Step-up equity line e disciplina dell'aumento di capitale*, in *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 2005, p. 345 ss.
- Macchiati A., Providenti S., Siciliano G., *Verso una riforma delle regole della finanza di impresa*, in *Mercato Concorrenza e Regole*, 1999, p. 293 ss.
- Manfrin F., Vitali M.L., *Relazione introduttiva in tema di determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie* (a cura di Mario Notari), Milano, 2008, p. 59 ss.
- Marchetti P., *Problemi dell'aumento di capitale nella pratica notarile*, in *Aumenti e riduzioni di capitale*, Milano, 1984, p. 55 ss.
- Marchetti, *Commento all'art. 134*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d. lgs. 24 febbraio 1998 n. 58* (a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi), Milano, 1999, p. 1222 ss.
- Marchetti P., *Prezzo di emissione e 'bookbuilding' in alcuni recenti casi*, in *AGE*, 2017, p. 1 ss.
- Marchetti P., *Provvedimenti emergenziali (c.d. decreto "Semplificazioni") ed aumento di capitale*, in *Riv. Soc.*, 2020, p. 1165 ss.
- Massa M. et al., *Rights Offerings, Trading, and Regulation: a Global Perspective* (Insead Working Paper No. 2016/22/FIN) (Versione di Febbraio 2016)
- Mazzola P., *Il prezzo di emissione in caso di spettanza, limitazione, esclusione del diritto di opzione: aspetti valutativi*, in *AGE*, 2017, p. 113 ss.
- Mazzoni A., *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. Comm.*, 1998, p. 485 ss.
- Mazzoni A., *Le fonti del diritto commerciale tra memorie storiche e scenari futuri*, in *Riv. Soc.*, 2001, p. 855 ss.

- Mazzoni A., *Le minoranze nella tipologia della realtà*, in *La tutela delle minoranze nelle società quotate, Studi in memoria di Alessandro Cerrai* (a cura di A. Piras), 2005, p. 1 ss.
- Maugeri M., *Partecipazione sociale, quotazioni di borsa e valutazione delle azioni*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2014, p. 93 ss.
- Maugeri, *Prefazione in Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali* (a cura di M. Maugeri), Milano, 2015
- Meoli M. et al., *Use and abuse of rights issues. Do they really protect minorities?*, *Department of Economics and Technology Management Working Paper*, 2008
- Messineo F., *Sul sovrapprezzo nell'emissione di azioni di società secondo il diritto italiano*, in *Riv. Soc.*, 1961, p. 197 ss.
- Miccio R., *Il Diritto di opzione nelle società per azioni*, Napoli, 1957
- Mignoli A., *Determinazione dell'entità del sovrapprezzo*, in *Riv. Soc.*, 1982, pp. 525 ss.
- Min G., *Governance by Dividends* (October 11, 2018) (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3237752)
- Min G., Kim Y.R., *Insulation by Separation: When Dual-Class Stock Met Corporate Spin-offs*, 10 *U.C. Irvine L. Rev.* 1 (2019)
- Minervini G., *La dematerializzazione delle azioni quotate e l'esercizio dei diritti sociali*, in *Giur. Comm.*, 1999, I p. 647 ss.
- Morawetz V., *The Preemptive Right of Shareholders*, 42 *Harv. L. Rev.* 186 (1928)
- Mosca C., *Collocamento e offerta al pubblico. Riflessioni su una relazione non prettamente necessaria*, in *Riv. Soc.* 2016, p. 648 ss.
- Mucciarelli F.M., *Interesse sociale ed esclusione del diritto di opzione: spunti di riflessione sulla logica dell'argomentazione del giudice*, in *Giur. Comm.*, 2002, I, p. 455 ss.
- Mucciarelli G., *Il sovrapprezzo delle azioni*, Milano, 1997
- Mucciarelli G., Spolidoro M.S., *Diffusione delle azioni fra il pubblico, ammissione alla quotazione e determinazione del sovrapprezzo*, in *Riv. Soc.*, 1986, p. 31 ss.

- Murano U., *Natura giuridica e caratteri del diritto d'opzione degli azionisti*, in *Studi in onore di Alfredo De Gregorio*, II, Roma, 1955, p. 955 ss.
- Myners P., *Pre-emption Rights: Final Report*, (URN 05/679, February 2005)
- Nobili R., *Il diritto di opzione degli azionisti e i suoi limiti*, in *Riv. Soc.*, 1957, p. 656 ss.
- Nobili R., *Contributo allo studio del diritto di opzione nelle società per azioni*, Milano, 1958
- Notari M., *Appunti sul diritto di opzione nella riforma delle società*, in *Riv. Not.*, 2002, I, p. 841 ss.
- Notari M., *Gli aumenti di capitale nelle società quotate*, in *Le operazioni sul capitale sociale: casi pratici e tecniche di redazione del verbale notarile*, 2008, p. 55 ss.
- Notari N., *La "sterilizzazione" del voto nelle società per azioni: appunti in tema di "whitewash" e dintorni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, p. 743 ss.
- Notari M., *Diritti di voce degli azionisti e tutela delle minoranze*, in *Il testo unico della finanza. Un bilancio dopo 15 anni* (a cura di F. Annunziata), Milano, 2015, p. 247 ss.
- Notari M., *La proporzionalità tra rischio e potere nelle società di capitali: un canone fondamentale o una regola suppletiva?*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2016, p. 379 ss.
- Notari M., Bertone J., *Commento all'art. 2359 in Azioni* (a cura di M. Notari), Milano, 2008, p. 665 ss.
- Oppo G., *La nuova legislazione commerciale. Maggioranza e minoranze nella riforma delle società quotate*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1999 p. 231 ss.
- Oppo G., *Sulla 'tipicità' delle società quotate*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1999, p. 483 ss.
- Oppo G., *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, in *Le grandi opzioni della riforma e del processo societario* (a cura di G. Cian), 2004, p. 7 ss.
- Pavone La Rosa A., *Recensione a Rotondi*, in *Riv. Soc.*, 1961, p. 134 ss.

- Perrone A., *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2016
- Pinta, *The U.S. and Italy: Controlling Shareholders' Fiduciary Duties in Freeze Out Mergers and Tender Offers*, 7 *N.Y.U. Journal of Law and Business* 931 (2011)
- Portale G.B., *Opzione e sopraprezzo nella novella azionaria*, in *Giur. Comm.*, 1975, p. 207 ss.
- Preite D., *Sovraprezzo, aste competitive e mercato mobiliare*, in *Giur. Comm.*, 1987, p. 882 ss.
- Rantapuska S., Knapfer S., *Which investors leave money on the table? Evidence from rights issues*, in 12 *Review of finance* 701 (2008), p. 701 ss.
- Restelli E., *Finanziamento dell'impresa e coazione a sottoscrivere. Gli aumenti di capitale iperdiluitivi*, Tesi di Dottorato discussa presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore, 2016-2017
- Rivolta G.C.M., *Profili della nuova disciplina del diritto d'opzione nella società per azioni (L' 7 giugno 1974, n. 216)*, in *Riv. dir. civ.*, 1975, pp. 517-552
- Robiglio N., *Delega dell'aumento di capitale e d.P.R. n. 30/1986*, in *Riv. Soc.*, 1991, p. 657 ss.
- Rock E.B., *Institutional Investors in Corporate Governance*, in *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance* 363, 365-367 (J.N. Gordon & W. Ringe eds., 2018)
- Rock E.B., *Majority of Minority Approval in a World of Active Shareholders*, in *The Law and Finance of Related Party Transactions* (a cura di L. Enriques e T.H. Troger, 2019)
- Roe M.J., *A Political Theory of American Corporate Finance*, 91 *Colum. L. Rev.* 10 (1991)
- Rosapepe R., *L'esclusione del diritto di opzione degli azionisti*, Milano, 1988
- Rossi G., *La metamorfosi della società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 2012, p. 1 ss.
- Rotondi M., *È compatibile col diritto di opzione la emissione di azioni con sopraprezzo?* in *Riv. Dir. Comm.*, 1960, p. 81

- Sandrelli G., *Delega ad aumentare il capitale e aumenti delegati con e senza diritto di opzione: questioni aperte*, in *AGE*, 2017, p. 293 ss.
- Shleifer A., *Do Demand Curves for Stocks Slope Down*, 41 *J. Fin.* 579 (1986)
- Singh A.K., *Layoffs and underwritten rights offers*, 43 *J. Fin. Econ.* 105 (1997)
- Spada P., *Tipologia delle società e società per azioni quotata*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2000, p. 211 ss
- Spada P., *Classi e tipi società dopo la riforma organica guardando alla “nuova” società a responsabilità limitata*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2003, p. 489 ss.
- Spamman H., Hirst S., Rauterberg G., *Corporations in 100 pages*, Independent Publishing, 2020
- Spersanzin M., *Commento all'articolo 2439 in Commentario romano al nuovo diritto delle società* (diretto da F. D'Alessandro), Napoli, 2011, p. 833 ss.
- Spersanzin M., *Commento all'articolo 2441 in Commentario romano al nuovo diritto delle società* (diretto da F. D'Alessandro), Napoli, 2011, pp. 857 ss.
- Spersanzin M., *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio nella s.r.l.*, Torino, 2012
- Spolidoro M.S., *Nuove e diverse soluzioni di aumento del capitale e diritto di opzione in situazioni di emergenza*, in *Riv. Soc.*, 2020, p. 406 ss.
- Stout L.A., *In Praise of Procedure: an Economic and Behavioral Defense of Smith v. Van Gorkom and the Business Judgment Rule*, in 96 *Nw. U. L. Rev.* 675 (2002)
- Subramanian G., *Fixing freeouts*, 115 *Yale L.J.* 2 (2005)
- Tombari U., *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, *Riv. Soc.*, 2002, p. 1062 ss.
- Tuch A.F., *Reassessing Self-dealing: Between no Conflict and Fairness*, in 88 *Fordham L. Rev.* 939 (2019)

- Ursel N.D., *Rights Offerings and Corporate Financial Condition*, 35 *J. Fin. Management* 31 (2006)
- Ventoruzzo M., *Issuing New Shares and Preemptive Rights: A Comparative Analysis*, 12 *Rich. J. Global L. & Bus.* 517 (2013)
- Vos T., *Cheap-stock tunneling in US rights offerings: empirical evidence and policy implications*, Jan Ronse Institute for company and financial law working paper no. 2021/02
- Ventoruzzo M. et al., *Comparative corporate law*, St. Paul, 2015
- Zigiotti E., *La determinazione del prezzo del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie* (a cura di Mario Notari), Milano, 2008 p. 121 ss.

Indice cronologico della giurisprudenza

- Gray v. Portland*, 3 Mass. 364 (1807)
- Stokes v. Continental Trust Co.* 186 N. Y. 285, 78 N.E. 1090 (1906)
- Tribunale di Napoli, 18 Marzo 1925, in *Riv. dir. comm.*, 1925, p. 285 con nota di A. Sraffa, p. 287
- Jones v. H.F. Ahmanson & Co.*, 460 P. 2d (California Supreme Court 1969)
- Weinberger v. UOP*, 457 A.2d 701 (Delaware Supreme Court, 1983)
- Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Delaware Supreme Court, 1984)
- Frantz Mfg. Co. v. EAC Industries*, 501 A.2d 401 (Delaware Supreme Court, 1985)
- Kahn v. Lynch Communication Systems*, 638 A.2d 1110 (Delaware Supreme Court 1994)
- Mendel v. Carroll* 651 A.2d 297 (Delaware Court of Chancery, 1994)

Cinerama Inc., v. Technicolor Inc., 663 A.2d 1156 (Delaware Supreme Court 1995)

In re Caremark Int'l Inc. derivative litigation, 698 A. 2d 959 (Delaware Court of Chancery, 1996)

Harbour Fin. Partners v. Huijenga, 751 A.2d 879 (Delaware Supreme Court, 1999)

Brehm v. Eisner, 746 A.2d 244 (Delaware Supreme Court, 2000)

Grimes v. Alton, Inc., 804 A.2d 256, 261 (Delaware Supreme Court, 2002)

Adlerstein v. Wertheimer, No. CIV. A. 19101, 2002 WL 205684, (Delaware Court of Chancery, 25 gennaio 2002)

Brady v. Calyon Securities (USA), 406 F. Supp.2d 307, 312 (S.D.N.Y. 2005)

In re Walt Disney Co. Derivative litig., 907 A.2d 693, 749 (Delaware Court of Chancery) 2005

In re Cox Commc'ns, Inc. S'holders Litig., 879 A.2d 604 (Delaware Court of Chancery, 2005)

Lyondell Chemical Co. v. Ryan, 970 A. 2d 235 (Delaware Supreme Court, 2009)

Gantler v. Stephens, 965 A.2d (Delaware Supreme Court 2009)

In Re Crimson Expl. Inc. Stockholder Litig., 2014 WL 5440419 (Delaware Court of Chancery, 24 ottobre 2010)

Yucaipa American Airlines Fund II, L.P. v Riggio, 1 A.3d 310 (Delaware Court of Chancery, 2010)

Corte di Cassazione., I, 20 febbraio 2013, n. 4184

In re Google Inc. Class C S'holder Litig., No. 7469-CS, 2013 WL 6735045, (Delaware Court of Chancery, 28 ottobre 2013)

In re Nine Sys. Corp. S'holders Litig., No. 3940-VCN, 2014 WL 4383127, (Delaware Court of Chancery, 4 settembre 2014)

Chen v. Howard-Anderson, 87 A.3d 648 (Delaware Court of Chancery, 2014)

Quadrant Structured Prods co. v. Vertin, 102 A.3d 155 (Delaware Court of Chancery, 2014)

McF Worldwide Corp., 88 A.3d 635 (Delaware Supreme Court 2014)

Third Point LLC v. Ruprecht, No. 9469-VCP, 2014 WL 1922029, (Delaware Court of Chancery, 2 maggio 2014)

OTK Assocs., LLC v. Friedman, 85 A.3d 696 (Delaware Court of Chancery 2014)

Espinoza v. Zuckerberg, 124 A.3d 47 (Delaware Court of Chancery 2015)

Pennsylvania Trasp. Auth v. AbbVie Inc., 2015 WL 1753033 (Delaware Court of Chancery, 15 aprile 2015)

Corwin v. KKR Fin. Holdings LLC, 125 A.3d 304 (Delaware Supreme Court, 2015)

Singh v. Attenborough, 137 A.3d 151 (Delaware Supreme Court, 2016)

Corwin v. British American Tobacco, 251 N.C. App. 45 (North Carolina Court of Appeals, 2016)

Ford v. VMware, Inc., No. 11714-VCL, 2017 WL 1684089 (Del. Court of Chancery, 2 maggio, 2017)

In Re Meadwestvaco Stockholders Litigation 168 A.3d 675 (Delaware Court of Chancery 2017)

IRA Tr. FBO Bobbie Ahmed v. Crane, No. CV 12742-CB, 2017 WL7053964, (Delaware Court of Chancery, 11 dicembre 2017)

Flood v. Synutra Int'l, Inc., 195 A.3d 754 (Delaware Supreme Court, 2018)

Morrison v. Berry, 191 A.3d 268 (Delaware Supreme Court, 2018)

CBS Corp. v. National Amusements, Inc., No. 0342-AGB, 2018 WL 2263385 (Delaware Court of Chancery, 17 maggio 2018)

Corwin v. British American Tobacco, 371 N.C. 605 (North Carolina Supreme Court, 2018)

Klein v. H.I.G. Capital, No. 0862-AGB, 2018 WL 6719717, (Delaware Court of Chancery, 19 dicembre 2018)

Reith v. Lichtenstein, No. 0277-MTZ, 2019 WL 2714065, (Delaware Court of Chancery, 28 giugno 2019)

Report e sondaggi consultati

BLACKROCK, L. Fink, *Larry Fink's 2019 Letter to CEOs: Purpose & Profit*, <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter> [<https://perma.cc/JP5U-4JB2>]

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima XV del 20 novembre 2001

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima VIII del 23 marzo 2004

CONSOB, Comunicazione n. 0106341 del 13-9-2017

CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2019

INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICE, *ISS Releases 2016 Benchmark Policy Updates*, disponibile a <https://www.issgovernance.com/iss-releases-2016-benchmark-policy-updates-2/>

SECURITIES EXCHANGE COMMISSION,
<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/813828/000119312518269601/d622048dex10a.htm>

Altre fonti

Aumento di Capitale di Unicredit, *Avviso di offerta in opzione ai sensi dell'Art. 2441, comma 2, del Codice Civile*, 2017, disponibile a <https://www.unicreditgroup.eu/content/dam/unicreditgroup-eu/documents/it/governance/rafforzamento-patrimoniale/2017/Avviso-offerta-in-opzione.pdf>

Delaware Government, <https://corp.delaware.gov/stats/>

Investopedia, <https://www.investopedia.com/terms/f/fortune500.asp>