

Modificazioni dello statuto. Recesso, aumento e riduzione del capitale

13 dicembre 2024

Ieri ci eravamo interrotti all'incipit del tema relativo al recesso dalla S.P.A. Adesso entriamo un pochettino nel merito delle disposizioni relative al recesso, cioè in realtà quali sono le cause e come funziona, perché naturalmente il funzionamento del diritto di recesso è particolare, nel senso che ovviamente deve tener conto della circostanza di cui vi dicevo ieri, per cui recedendo alla società c'è una riduzione potenzialmente una riduzione della capacità della società di essere capiente patrimonialmente e quindi bisogna tutelare i diritti dei terzi, cioè in altri termini nel diritto di recesso si assiste a una sorta di necessità di bilanciamento tra le ragioni del socio che non intende continuare a stare in società, quindi non intende continuare a partecipare al rischio societario e dall'altro lato invece c'è l'interesse dei creditori sociali a evitare che qualunque modificazione della compagine si rifletta in termini di minor capacità della società di rispondere alle richieste di pagamento e sostanzialmente alla solidità patrimoniale della società stessa.

Adesso vediamo brevemente quali sono le cause di recesso contemplate dall'articolo 2437, che è norma di nuova introduzione perché è stata rielaborata completamente, così come le norme successive a seguito della riforma del 2003. e soprattutto vi ribadisco quello che vi ho detto già la volta scorsa per cui questa sostanzialmente le due cose sono importanti che ricordate uno che la ratio sottostante a queste disposizioni a questa disposizione è una ratio collegata alle modificazioni delle condizioni di rischio della società stessa secondo profilo che le cause di recesso sono molte di più di quelle contemplate dal solo articolo 2437 e quindi le troverete anche in altre situazioni nelle quali vengono in gioco particolari condizioni del socio o particolari diritti del socio e ai cui l'ordinamento risponde consentendogli l'uscita dalla società laddove ritenga di non essere d'accordo con le scelte fatte dalla maggioranza dei soci. Faccio un esempio, una ipotesi di recesso è la revoca dello stato di liquidazione.

E' ovvio che io, che sono un socio, che aspetto di ricevere l'ammontare della liquidazione, quindi di ricevere la quota finale di liquidazione e quindi di uscire definitivamente e patrimonialmente dalla società laddove si riattivasse l'attività sociale, Potrei non avere voglia di continuare a mantenere in rischio il mio capitale in un'attività di nuova iniziativa e quindi posso recedere. Vedrete caso per caso che le logiche sono sostanzialmente queste. Allora, il primo elemento di recesso è rappresentato dalla ipotesi classica, questa era un'ipotesi che era contemplata anche nella vecchia formulazione della norma sul recesso della società per azioni, prima della riforma, e cioè la modificazione dell'oggetto sociale quando ovviamente la norma cura di chiarire consente un cambiamento significativo dell'attività della società. Ovviamente qua vedete ancora una volta il ruolo dell'oggetto sociale come fenomeno, come vero e proprio driver dell'organizzazione corporativa, nel senso che io divento socio di una società perché quella società intende svolgere una determinata tipa di attività. Quindi è la scelta del tipo di impresa che si vuole fare. e a quelle condizioni io sono disposto a rischiare il valore economico dei miei conferimenti e solo a quelle condizioni. Se queste condizioni

vengono cambiate perché io cambio l'attività e quindi inevitabilmente cambio le condizioni di rischio Allora io posso uscire da quell'attività. Ovviamente la norma ha cura di precisare che si deve trattare di qualcosa che modifica radicalmente l'oggetto sociale, quindi non si tratta di semplici abbellimenti come spesso accade nell'ambito della naturale organizzazione degli statuti. tenendo altresì conto che a volte certe modificazioni, più che modificazioni parlerai di integrazione dell'oggetto sociale, derivano da norme sopravvenute e quindi questi adeguamenti rispondono anche a interessi di carattere legislativo

E inoltre un'altra ulteriore circostanza che vorrei segnalare, perché ha un notevole impatto anche dal punto di vista dell'analisi delle ipotesi di cambiamento dell'oggetto sociale, è quella che riguarda il fatto che normalmente le società hanno un oggetto sociale articolato. cioè non è composto da qualche breve considerazione, normalmente vengono elencate numerose attività e quindi si distingue, l'ho già detto quando abbiamo parlato dell'oggetto sociale nell'ambito della disciplina dello Statuto, tra oggetto sociale principale, oggetto sociale secondario, la parte dell'oggetto sociale che è effettivamente eseguita e quella ineseguita, ci sono tutta una serie di variazioni perché la norma quasi sembrerebbe alludere alla circostanza che l'oggetto sociale è fin dall'inizio compreso in un unico argomento, in un'unica attività il che rarissimamente accade quindi anche quando qui analizziamo la modificazione sostanziale dobbiamo andare a comprendere esattamente la portata dell'oggetto sociale che è oggetto di modifica perché altrimenti non possiamo comprendere se questa variazione è sostanziale oppure no Ovviamente anche questo ulteriore caso, la lettera B, era un'ipotesi già contemplata, l'ho detto la volta scorsa, nella precedente formulazione della norma, cioè la trasformazione della società, perché in questo caso io modifico l'assetto degli interessi economici ed amministrativi della partecipazione.

Quindi diverso è stare dentro una S.P.A. e diverso è stare dentro una società in accomando di operazioni o dentro un S.R.L. Oltretutto normalmente queste trasformazioni si associano a diverse articolazioni statutarie per cui potrebbe anche cambiare l'assetto organizzativo della società. e quindi io potrei non essere interessato a continuare l'attività economica in un regime organizzativo che è diverso da quello che è originariamente convenuto.

E la terza ipotesi anch'essa, sempre derivante dalla disciplina che c'era già prevista dalla disciplina precedente, è quella del trasferimento della sede all'estero, perché qui, come vi ho detto, c'era una modificazione dell'ex societatis e quindi la società modifica il proprio assetto normativo, diventa un'altra la legge applicabile. Tenete conto che a marzo di quest'anno è entrato in vigore il regolamento europeo sui trasferimenti transfrontalieri e quindi queste norme poi in realtà vanno integrate con le norme previste da questa disciplina perché oltre al recesso c'è poi tutta la complessa disciplina comunitaria che regge il sistema di questo tipo di trasferimenti da un paese all'altro. Il tema è tutt'altro che banale perché a parte che c'è una copiosa giurisprudenza comunitaria su questo argomento e quindi su anche quale debba essere la legge applicabile alle società che sono costituite in un Paese e operano in un altro, ma soprattutto nel nostro ordinamento è particolarmente significativo perché negli ultimi anni Prevalentemente per ragioni legate al mantenimento del controllo della società nel corso del tempo, numerose società quotate italiane hanno deciso di trasferire la propria sede

soprattutto in Olanda e quindi tutto il gruppo che fa capo alla famiglia Agnelli Elkan. il gruppo Mediaset che è diventato Media for Europe ed è diventato anch'esso una società di diritto olandese, poi la società Cementir, poi la stessa Brembo qui a Bergamo è una società che pur operando in Italia è una società oggi di diritto olandese. Quindi questo fenomeno è tutt'altro che limitato e anzi coinvolge numerose società di grandi dimensioni italiane in ragione appunto di queste scelte che sono collegate soprattutto alla possibilità e all'assetto di controllo della società stessa. lo stato di liquidazione, qui non ribadisco quello che ho già detto prima, l'eliminazione di una delle più cause di recesso previste successivamente nel successivo comma, ovvero dallo Statuto. Queste sono tipicamente quelle che vengono chiamate clausole di protezione, per evitare che io indirettamente superi il disposto, la previsione protettiva di una clausola,

Devo mettere una clausola che ne protegga anche il cambiamento, per cui normalmente, per esempio se io voglio rafforzare un determinato diritto, prendiamo il caso dei diritti di prelazione su circolazione delle azioni, devo mettere anche una clausola che mi consente di avere una super maggioranza o un vincolo particolare quando intendo modificare queste clausole, altrimenti uno potrebbe eliminare la clausola e poi trasferire le azioni violando, superando in questo modo indirettamente la prelazione, quindi questa è tipicamente una clausola di protezione, la modifica e l'altra è identicamente la modifica dei criteri di determinazione del valore dell'azione in caso di recesso perché anche in questo caso ovviamente cambia il valore economico che io deriverei dalla decisione di uscire dalla società e questo aspetto è un aspetto significativo perché probabilmente la possibilità o meglio la scelta di recedere o meno dalla società è in parte legata alla valorizzazione quantitativa di quanto ammonta la mia partecipazione e vedremo che questa cosa è particolarmente tenuta in considerazione dal legislatore che introduce alcune regole per rendere trasparente questo processo di determinazione.

L'ultima ipotesi particolarmente significativa della prima parte del 2437 è la modificazione dello Statuto per quanto riguarda i diritti di voto e partecipazione. Qui evidentemente siamo in presenza di modifiche dei diritti amministrativi e economici collegate alla partecipazione ed è chiaro che la ragione è che vengono modificati quelle che possono essere soglie di intervento che un determinato soggetto può avere in relazione alla società. Ad esempio faccio un caso, io riduco o elevo una soglia per esercitare un determinato diritto, io sono un azionista che sta al di sotto o al di sopra di quella soglia, è evidente che io ho interesse a che quella soglia rimanga inalterata nel corso del tempo, se viene cambiata io potrei avere l'interesse ad uscire perché in qualche maniera mi viene pregiudicato un mio diritto particolare. quindi la possibilità di esercitare un determinato diritto che potrebbe, nella mia valutazione personale, rappresentare per me un interesse ad uscire dalla società. Poi ovviamente la prova del termine, perché anche qui al pari della norma in materia di revoca dello stato di liquidazione, siamo anche qui in termini di prosecuzione, di modificazione temporale della durata del rischio. è tipicamente un'opzione interna su una prosecuzione d'attività e quindi è come se io mi comprassi un'opzione di prolungamento di una determinata attività economica. L'aspetto interessante previsto da questa disposizione è un altro, relativo al diritto di poter esercitare il recesso ad nutum con un previso semestrale per le società che hanno una durata

indeterminata, per due ragioni. La prima perché sdoganano definitivamente quello che si riteneva essere un elemento invece bloccato prima della riforma del 2003. Prima della riforma del 2003 si riteneva che le società, soprattutto le società per azioni, dovessero avere un termine definito e che quindi non si potessero costituire società senza un termine finale. Ovviamente la previsione del diritto di recesso per le società a tempo indeterminato supera questo principio e accomuna l'Italia a quello che sono quasi tutti gli ordinamenti internazionali, nei quali è normalmente previsto che le società per azioni siano costituite a tempo indeterminato. L'altro profilo che ha fatto venire in gioco una copiosa giurisprudenza, forse anche esorbitante quello che potrebbero essere la rilevanza del tema, ma che soprattutto ha un rilievo nelle società di piccola dimensione, quindi soprattutto nell'SRL, è la circostanza che pur apponendo un termine di durata preciso, questa durata si rappresenti più lunga della durata della vita utile dell'uomo e quindi consenta al socio, soprattutto al socio-persona fisica, di contestare si tratti in realtà di una società a tempo indeterminato mascherato e da qui la possibilità di poter esercitare il diritto di recesso ad nutum. Questa è una corrispondenza molto consistente che si è avuta proprio perché si è contestato ed è stato accolto come principio che io non posso costituire e quindi se lo costituisco come se fosse una società a tempo indeterminato società che abbiano una durata che largamente cede o comunque non è compatibile con la vita utile dei soci esistenti quindi se io faccio cosa che potrei tranquillamente fare una società che a termine finale al 2300 ovviamente in realtà avrei costituito sostanzialmente una società a tempo indeterminato Allora, come si fa a recedere dalla società? Quindi adesso qui entriamo, invece usciamo dalla raziò, entriamo nel procedimento.

Ovviamente il procedimento per esercitare il diritto di recesso è un procedimento altamente formalizzato perché deve tenere conto dei principi che vi ho detto prima. Due sono gli elementi che stanno a monte di qualunque delibera comporti il diritto di recesso. il primo è un principio di carattere organico all'interno della strutturazione statutaria ed è rappresentato al fatto che io nello statuto posso introdurre delle disposizioni che creano una determinazione, una quantificazione del diritto del recesso del socio secondo criteri che sono più, diciamo, sono diversi e legittimamente diversi da quelli previsti dal Codice Civile, che si applicano nel caso in cui non vi sia una previsione apposita e derogativa all'interno dello Statuto stesso, cioè in altri termini la norma codicistica è come si dice in gergo una norma di default, una default rule. Le default rule non sono altro che quelle disposizioni che si applicano laddove la volontà privata che avrebbe potuto regolare quel rapporto ha deciso di non regolarlo e per quanto riguarda il criterio di liquidazione il nostro legislatore ha sostanzialmente fatto una scelta diciamo molto nella norma perché ha previsto un criterio di determinazione del valore della partecipazione soprattutto per quanto riguarda le società non quotate perché c'è questa distinzione tra quotate e non quotate che di fatto avvicina molto se non rende assolutamente equivalente a criterio di quantificazione al cosiddetto metodo misto di cui ci si occupa quando si fa diciamo valutazione del valore aziendale. Infatti si dice che l'articolo 2437 ter secondo comma il valore di liquidazione delle azioni è determinato dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale dei soggetti caricato alla revisione, tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni. Come vedete

abbiamo un metodo principale che è quello cosiddetto misto e un metodo di controllo che è quello del valore di mercato. Invece per quanto riguarda le società quotate il riferimento è la media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi precedenti della pubblicazione ovvero della ricezione dell'avviso di convocazione qui parliamo di prezzo medio quindi è un prezzo che non tiene conto delle variazioni quantitative della negoziazione come invece la media ponderata quindi è sicuramente un medione in qualche misura potrebbe incorporare degli effetti degli effetti relativi al comportamento di mercato del titolo che potrebbero essere in qualche maniera scoordinati rispetto al reale valore, al reale andamento, perché essendo delle medie matematiche, delle medie aritmetiche io prendo i prezzi di chiusura e tiro la media diviso per i giorni e quindi ho una media molto poco sensibile all'andamento quantitativo delle negoziazioni. perché è chiaro che più azioni sono negoziate più il prezzo è significativo del valore dell'azione quindi la media ponderale in realtà ingloba una valutazione anche in ordine alla significatività del prezzo.

L'altro elemento ve l'ho un po' già letto perché sostanzialmente la previsione che impone agli amministratori di determinare il recesso prima che l'Assemblea sia convocata, cioè al momento della convocazione, ha un duplice effetto. Da un lato impedisce agli amministratori di compiere scelte orientate. Io so che un certo numero di soci vuole uscire e quindi mi metto a determinare, secondo quello che può essere il mio interesse, il valore economico d'uscita. E dall'altro lato ha una valenza importante e segnaletica per colui quale vuole uscire, perché gli dà contezza di quale sarebbe la montagna di denaro che riceverebbe laddove sia, vale a dire, del diritto. Quindi è chiaro che contribuisce in maniera significativa, ecco perché appunto il legislatore l'ha voluto mettere prima, a rendere poi rilevante o meno la scelta del socio di uscire dalla società. Ho dimenticato, ma ve la leggo perché secondo me è utile anche per voi, che la previsione in materia la disposizione sempre del 2437 ter, ci dice che lo Statuto può stabilire criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione indicando gli elementi dell'attivo e del passivo che possono essere rettificati rispetto ai risultati del bilancio utilitariamente i criteri di rettifica nonché gli altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione e questa è la disposizione che autorizza i soci a introdurre diversi criteri di determinazione come vi dicevo prima e poi A conferma di quanto avevo detto prima, cioè che il valore di liquidazione è determinato dagli amministratori e deve essere conosciuto prima, i soci hanno il diritto di conoscere la determinazione del valore di cui al secondo comma nel presente articolo nei quindici giorni precedenti della data fissata nell'Assemblea, ciascun socio ha il diritto di prendere visione, di ottenere copia a proprie spese, quindi c'è un diritto di essere informati su questo punto che deve anticipare l'Assemblea. Se io intendo recedere dalla società, cioè in altri termini se voglio uscire dalla società stessa,

La prima cosa che devo fare non è votare a favore della delibera, perché naturalmente il voto favorevole alla delibera è andare contro il fatto proprio, quindi in questo caso io voterei nel senso esattamente opposto a quella che è la mia determinazione di uscire dalla società. Quindi o mi astengo o non partecipo o voto contro. Poi questo comportamento assembleare, questo comportamento di voto deve essere seguito da una manifestazione esplicita della propria

volontà di uscire dalla società e quindi devo comunicare alla società questa mia intenzione. Si tratta di una comunicazione di carattere recettizio, cioè produce gli effetti quando perviene alla conoscenza della società e in quanto dichiarazione di carattere recettizio non si può tornare indietro, non può essere annullata, a meno che l'annullamento non arrivi prima che sia venuta a conoscenza il destinatario. La comunicazione dell'intenzione di voler esercitare il diritto di recesso è una comunicazione di carattere formale perché anzitutto deve contenere il numero di azioni per le quali io intendo esercitare il diritto di recesso. E qui si vede il riflesso della natura dell'azione come rapporto seriale con la società perché io posso decidere di esercitare il diritto di recesso per quante azioni voglio delle quelle che io detengo.

Quindi non è necessariamente detto come accade nell'SRL dove la quota è un elemento unitario che io debba recedere per tutta la quota. ma posso ricevere per un numero anche più limitato di azioni e questo dimostra che, dimostra ancora una volta quello che vi dicevo prima, che essenzialmente il recesso serve a proteggere dalle modificazioni delle condizioni di rischio nella quale si evolve l'attività della società e quindi io potrei essere disposto a rischiare meno e quindi a ricevere per un numero circoscritto di azioni rispetto a quello che saranno il nuovo assetto della società. Ecco perché appunto il recesso può essere esercitato per un numero di azioni perché questa è la struttura azionaria, ma inoltre ciò dimostra ancora di più che io posso adattare la mia partecipazione alle condizioni di rischio che io ritengo rilevanti nei miei confronti. inoltre per evitare fenomeni diciamo legati al trading o al commercio soprattutto questo varrebbe per le società per le azioni quotate io devo depositare presso la società le azioni per le quali intendo esercitare il diritto di recesso che a questo punto non sono più oggetto di circolazione diventano diciamo incircolabili all'esito appunto della venuta liquidazione Se io ritengo che il valore determinato dagli amministratori per il recesso sia un valore troppo basso, che non corrisponde effettivamente al valore della società, il legislatore ha introdotto un sistema accelerato di determinazione del valore finale di liquidazione della partecipazione, cioè del valore di recesso. Perché io, socio o recedente, posso contestare il valore di liquidazione entro 90 giorni dall'esercizio del diritto di recesso e a quel punto sarà un esperto incaricato dal Tribunale a determinare definitivamente con una procedura di arbitraggio, perché di fatto è un terzo arbitratore questo soggetto che compie questo tipo di determinazione, qual è questo valore finale che andrà applicato a quel punto alla liquidazione della quota.

Ora qua dobbiamo tenere in considerazione, come vi dicevo prima, che il recesso va a incidere sulla disponibilità economica della società, quindi la possibilità di recedere è condizionata a una serie di passaggi tecnici e procedurali che intendono proteggere l'entità nel patrimonio netto della società. Quindi nel momento in cui si esercita il diritto di recesso, la prima cosa che devono fare gli amministratori è quella di offrire in opzione agli altri azionisti non recedenti le azioni oggetto di recesso, affinché le acquistino. Perché questo? Perché è evidente che nella contrapposizione delle volontà assembleari il socio che ha votato a favore di una delibera che comporta il diritto di recesso evidentemente ritiene di voler continuare a partecipare all'attività economica e quindi è interessato diciamo a questa continuazione e questo suo interesse si estrinseca poi dopo nella possibilità anche di poter acquistare le azioni dal socio recedente. Quest'offerta in opzione ai soliti meccanismi pubblicitari previsti per

tutte le ipotesi nelle quali si mette in vendita qualcosa nella società a favore dei soci, cioè in altri termini nel deposito presso registro delle imprese, e io mi dovrà essere concesso in termini non inferiori a 30 giorni per poter manifestare la mia volontà di partecipare, diciamo di opzionare le azioni oggetto del recesso con disposizione diciamo del tutto analoga a quella che poi noi vedremo in materia di aumento di capitale oltre all'opzione d'acquisto io posso esercitare una prelazione relativamente all'azione inoptata. Cosa vuol dire? Che se tutti gli azionisti della società esercitano il diritto di opzione, ciascuno avrà in opzione azioni del recedente in proporzione alla propria partecipazione. Se però ci sono degli azionisti che non intendono esercitare l'opzione, quindi non intendono acquistare le azioni, che cosa succederà? Che queste azioni cosiddette inoptate, perché non sono state oggetto di esercizio del diritto d'opzione di alcuni azionisti, verranno ripartite in proporzione tra gli azionisti che hanno dichiarato non soltanto di voler esercitare l'opzione, ma di voler partecipare anche a riparto delle azioni cosiddette inoptate. azionisti che potrebbero essere diversi da quelli che hanno esercitato l'opzione, quindi può succedere che ad esempio di 100 azionisti, 30 hanno esercitato il diritto di recesso, dei 70 che hanno il diritto a esercitare l'opzione, 20 non partecipano, 20 dichiarano di esercitare l'opzione e i restanti 30 dichiarano di esercitare l'opzione nonché la prelazione. A quel punto il riparto delle opzioni opzionabili da quei 20 che non avevano esercitato il diritto d'opzione andrà ripartito tra quei 40 che hanno esercitato, oltre che l'opzione, anche la prelazione. In questo modo, come voi capite agevolmente, l'acquisto avviene ad opera dei soci e quindi patrimonialmente per la società non cambia nulla. Tanto avevo prima, tanto avevo dopo, perché quel recesso si riflette in un esborso economico non a carico della società, ma a carico dei soci che partecipano alla società. E' un po' quello che accade quando c'è l'esclusione o la morte del socio nelle società di persone. è il socio che sopporta il rischio economico della liquidazione e quindi la società, per le ragioni che dicevo prima, cioè in relazione al fatto che in questa maniera si intende proteggere la posizione dei creditori sociali, rimane indifferente, estranea al procedimento di liquidazione. Estranea economicamente, rimane coinvolta dal punto di vista operativo ma estranea economicamente. Cosa succede se non si trova nessuno che voglia comprare le azioni di quella società? Allora qui si aprono due scenari che prevedono poi un ulteriore sottoscenario.

Purtroppo qui non possiamo far partire questo caso, ma c'è una roba veramente strana. Naturalmente spiegata con un breve schemetta è anche più facile, allora in prima battuta Gli amministratori hanno, se non ricevono opzioni da parte dei soci, possono collocare le azioni sul mercato, quindi possono cercare dei terzi che sono interessati a comprare queste azioni, quindi questo mancato esercizio del diritto ad opzione da parte dei soci comporta sostanzialmente una possibilità di allargamento ai terzi, è una rinuncia implicita a voler conservare dentro la partecipazione all'interno del perimetro originario degli azionisti. Tenete conto che basterebbe che uno esercita l'opzione e la prelazione su tutte le azioni inoptate da poter rastrellare tutte le azioni messe a disposizione al socio recedente. se invece non c'è neanche un terzo, quindi seconda ipotesi, neppure un terzo trova interesse verso quella società allora si può procedere alla liquidazione della partecipazione se io ho sufficiente capienza all'interno del mio patrimonio netto per poter riacquistare quelle azioni,

cioè si applica in questo caso le stesse regole che io utilizzerei per quanto riguarda l'acquisto di azioni proprie, cioè io devo avere utili distribuibili o riserve disponibili di una valenza economica tale, cioè di una rilevanza economica tale da poter riacquistare le partecipazioni. Cioè di fatto in questo caso quando interviene la società siamo in presenza di un acquisto di azioni proprie, è come se implicitamente io avessi autorizzato gli amministratori a comprare azioni proprie, naturalmente avvalendomi di quelle poste specifiche e quindi non andando a toccare la consistenza del patrimonio netto. Perché ovviamente quelle lì sono riserve che sono nella disponibilità dei soci e quindi i terzi le hanno già viste uscire dalla disponibilità, cioè dalla componente economica che sta a protezione della capacità finanziaria di ripagamento della società. Perché è come se io avessi accantonato degli utili che in qualunque momento potrei rendere distribuibili ai soci.

Se poi, e questa è la seconda ipotesi, non trovo nemmeno capienza da questo punto di vista, posso fare due ulteriori scelte, che passano però naturalmente per la volontà dei soci. o però una restituzione del conferimento attraverso una riduzione facoltativa del capitale sociale, quindi riduco il capitale sociale e rimborso l'azionista, Quindi qui intervengo sì sulla consistenza patrimoniale della società che, come vedremo nelle riduzioni facoltative, deve essere poi oggetto di una specie di cooling period, nelle quali gli eventuali creditori sociali possono opporsi a questa riduzione del capitale sociale. Oppure posso deliberare lo scioglimento della società. Perché posso deliberare lo scioglimento della società? Perché mi trovo in presenza di una situazione nella quale è evidente che non c'è una volontà dei soci di mantenere, di dare continuità alla deliberazione che ha comportato il recesso da parte del socio. E quindi in qualche maniera c'è una posizione di sfiducia, diciamo così, degli azionisti nei confronti della società nonostante essi gli stessi azionisti abbiano deliberato favorevolmente o comunque non abbiano dichiarato di voler recedere a una scelta di fronte a quella deliberazione da parte della società. Quindi vedete come complessivamente il sistema del recesso riassume le due tematiche che vi dicevo prima, dall'altro di rendere il socio non prigioniero della società e dall'altro lato di avere una situazione nella quale i creditori sociali sono sufficientemente garantiti di fronte al rischio che la società depauperi la propria capacità, la propria solidità finanziaria allo scopo di rimborsare i soci che non vogliono continuare l'attività.

Adesso trattiamo un'altra operazione di segno esattamente opposto, anch'essa di carattere straordinario e comportante, una modificazione anch'essa dello statuto della società che è rappresentata dagli aumenti di capitale. Si tratta di un'operazione molto importante, diciamo di grande rilievo dal punto di vista organizzativo, perché si connette alla capacità della società di perseguire i propri obiettivi attraverso le risorse che gli sono messe a disposizione dei soci. Il tema della capitalizzazione della società è un tema centrale negli studiosi del capitale sociale. Parliamo di capitalizzazione perché questo fenomeno può avere due sfaccettature. Una quella della cosiddetta capitalizzazione iniziale, cioè quando io costituisco la società l'addotto di un certo rilievo di mezzi propri di capitale sociale per avviare l'attività. e invece una capitalizzazione successiva tramite aumenti di capitale che trasferisce il problema, il tema non già all'inizio dell'attività, ma man mano che questa attività si evolve, ed è quindi forse più vicino alle tematiche della capitalizzazione, perché molto spesso all'inizio

dell'attività potrai non avere neanche effettivamente in testa quante risorse economiche io ho necessità per poter sviluppare quella determinata attività e questa quantificazione potrebbe essere il frutto anche dell'evoluzione, della velocità di evoluzione e di sviluppo dell'attività stessa. Magari ci sono attività che restano lì ferme per qualche anno e poi improvvisamente crescono velocissimamente, così come attività che crescono in maniera coordinata, continuativa e quindi anche l'adeguamento delle operazioni sul capitale potrebbe subire delle variazioni in funzione delle modalità di sviluppo, delle tempistiche e delle metriche di sviluppo della società stessa. ho accennato in precedenza che ci sono degli autori che hanno ipotizzato che la società debba avere una capitalizzazione adeguata rispetto all'oggetto sociale che intendono perseguire questi studiosi che sono poi capeggiati da un professore molto famoso uno dei più importanti istituzioni di diritto commerciale italiano che si chiama Portale, si sono poi mossi da questa posizione che forse era sicuramente particolarmente radicale e soprattutto non trovava una adeguata copertura legislativa, cioè non aveva in nessuna norma di legge un suo puntello, verso un orientamento al fatto che la società debba essere non manifestamente sottocapitalizzata cioè in altri termini la società non deve avere un capitale sociale troppo basso rispetto a quelle che sono le attività che intende svolgere da qui ci sono diverse ricadute pratiche che toccano soprattutto il versante dei rapporti tra i soci e la società in materia di finanziamento soci e lo vedremo diciamo meglio quando parleremo del sistema delle obbligazioni dei versamenti soci ma soprattutto pongono un tema diciamo che è centrale con riferimento anche agli aumenti di capitale cioè il rapporto tra mezzi propri e mezzi di terzi Voi sapete che un importante contributo della teoria economica è il famoso teorema di Modigliani-Miller, in tutte le sue declinazioni che sostanzialmente dimostra come in termini assoluti potrebbe pensarsi a una società che utilizza integralmente capitale di terzi per poter sviluppare le proprie attività perché diciamo di fatto il costo del capitale proprio cioè il costo dei conferimenti dei soci è più elevato rispetto al costo del capitale di terzi e quindi io avrei interesse a lavorare il più possibile con mezzi di terzi fino alla soluzione estrema di usare soltanto mezzi di terzi.

Ora, questa adesso non interessa né io la competenza per poter analizzare una così articolata configurazione del concetto di società dal punto di vista finanziario, però ci serve questo elemento, questo concetto per ragionare intorno a un altro problema, cioè il problema del rapporto appunto di mezzi propri e mezzi di terzi. Cos'è il rapporto tra mezzi di propri e mezzi di terzi? E' sostanzialmente il rapporto tra capitale, cioè tra i conferimenti dei soci e quanto invece viene apportato da terzi a diverso titolo, principalmente dal sistema bancario attraverso il finanziamento bancario, ma può derivare dall'emissione di prestiti obbligazionari. può derivare dall'accantonamento del TFR dei dipendenti può derivare dal sistema dei finanziamenti soci, cioè ci sono tantissime diverse composizioni di quella che viene chiamata in gergo la struttura finanziaria della società che si articola in una serie gradata tra mezzi propri o meglio ancora tra conferimenti e finanziamenti di terzi perché dico in una scala gradata perché mentre prima della riforma del 2003 la struttura finanziaria delle società per azioni era estremamente rigida perché sostanzialmente distingueva unicamente tra capitale proprio, conferimenti e mezzi di terzi che erano rispettivamente rappresentati dal finanziamento bancario e dal finanziamento obbligazionario. Adesso in realtà abbiamo una serie di

strumenti intermedi che coniugano elementi del capitale di rischio, del capitale proprio, con elementi del capitale di credito. questi strumenti ibridi, questi mezzanini, hanno componenti sociali e componenti invece di credito, quindi magari hanno dei meccanismi di rimborso come un'obbligazione, però conferiscono per esempio diritti sociali.

Questa è questa categoria un po' articolata che vedremo insieme alle obbligazioni degli strumenti finanziari partecipativi, che in parte abbiamo visto quando brevemente abbiamo esaminato il tema dei patrimoni destinati. Quindi quando io vado a decidere un aumento di capitale, in realtà ho in testa questo tipo di problemi, cioè quello di valutazione dell'entità dei conferimenti per renderli adeguati all'iniziativa economica, cioè adeguati a tecnico, in senso fattuale, non giuridico, prendetelo come questo. rispetto all'attività che deve essere svolta dalla società. Vi faccio un esempio concreto che è capitato cinque minuti fa, mi hanno chiamato per una questione di un aumento di capitale di una società, era un problema di carattere esquisitamente pratico, ma il tema centrale che ha portato a questo momento qual era? Che questa società ha sviluppato un impianto per lo svolgimento di una determinata attività e ha raccolto un certo livello dei mezzi propri, mettiamo così 10 milioni di Euro, e si è finanziata presso le banche per un importo molto consistente rispetto ai mezzi propri, diciamo 20 milioni di Euro. Il costo complessivo dell'impianto eccede questi due elementi combinati e quindi c'è da un lato un problema di solvibilità, cioè di avere le risorse finanziarie per pagare la restante quota dei costi di costruzione, ma c'è anche un problema di sostenibilità di quel debito, perché quel debito così ingente genera un servizio del debito particolarmente oneroso che potrebbe essere non compatibile con i flussi finanziari della società, quindi al di là della valorizzazione, della patrimonializzazione della società che ha al suo interno sicuramente un impianto di valore perché è la somma dei costi compiuti per realizzarlo, ha però anche finanziariamente una criticità perché se io non ho flussi finanziari adeguati per servire il debito non sono in grado di tenere in piedi la società. Allora capitalizzando la società, cioè facendo un aumento di capitale, che cosa realizzo? Abbasso il livello dell'indebitamento, quindi aumento il rapporto tra mezzi propri e mezzi di terzi e quindi creo una struttura che è finanziariamente più resiliente rispetto a quella che avevo prima perché il complesso del servizio del debito si abbassa o comunque il complesso dei crediti di terzi complessivi si abbassa attraverso il meccanismo dell'aumento di capitale e del conferimento di nuove risorse rispetto a quello che io avevo in precedenza.

Quindi qui vedete in maniera abbastanza plastica qual è il ruolo dell'aumento di capitale in relazione a questo tipo di assetto economico della società. in realtà non abbiamo soltanto però gli aumenti di capitale cosiddetti a pagamento ma abbiamo anche un'altra fenomenologia che è gli aumenti di capitale gratuito che hanno tutt'altra funzione questi aumenti di capitale gratuito in realtà servono a non sono altro che delle operazioni di carattere contabili che servono a trasferire da una voce patrimoniale da una voce disponibile a una voce indisponibile del patrimonio netto quote appunto di patrimonio netto cioè in altri termini trasformano una riserva in capitale questo aspetto è molto interessante dal punto di vista tecnico perché pur operandosi a livello puramente formale si realizza un'operazione di irrigidimento delle voci del patrimonio netto, perché come sapete le voci di patrimonio netto il gioco di parole, al netto di alcune di esse che sono indisponibili e quindi sono

sostanzialmente trattate come il capitale sociale, sono disponibili alla maggioranza, quindi possono essere oggetto di distribuzione. Quindi quando io metto una voce a patrimonio netto, una riserva a patrimonio netto, in realtà non è che sottraggo ai soci questa voce, perché quella voce rimane disponibile ai soci che potrebbero dargli un'altra destinazione. Quindi per esempio come vi ho detto prima con riferimento all'utilizzo di quote, di utili distribuibili o di riserve disponibili, io poi li posso usare per comprare azioni proprie, Se io invece quella riserva la rendo indisponibile, ovviamente non sarà più oggetto di distribuzione. Quindi la sottraggo alla disponibilità dei soci. Questa modificazione del regime di disponibilità della riserva e quindi la sua trasformazione a capitale, tenete conto che naturalmente c'è un'unica riserva che ha un regime analogo a quello del capitale sociale che è la riserva cosiddetta legale. che non può essere oggetto di distribuzione, ma le altre salvo alcune particolari casistiche come la riserva da sovrapprezzo che è distribuibile nella misura in cui sia stata costituita integralmente la riserva legale ma che comunque è disponibile la rigidità del capitale sociale rafforza inevitabilmente dal punto di vista patrimoniale la società però ha un effetto anche finanziario in capo ai soci, perché se io aumento la capitalizzazione della società, passando riserve a capitale, o il numero delle azioni o il valore economico delle azioni queste sono le due alternative che io posso scegliere per realizzare l'aumento di capitale gratuito o il passaggio di riserva capitale come si dice anche in gergo ma soprattutto nella prima ipotesi quando cioè io emetto nuove azioni a fronte dell'ulteriore quota di capitale che io ho aumentato ovviamente domani mi troverò di fronte a un maggior numero di azioni sulla quale distribuire il dividendo quindi è vero che da un certo punto di vista io ho un immediato vantaggio economico perché ricevo seppure in azioni quote di patrimonio netto Però è altrettanto vero che negli anni successivi, quando io andrò a dividermi il dividendo, non lo dividerò più per il numero originario di azioni, ma per il numero incrementato dalle azioni di nuova emissione conseguenti all'avvenuta esecuzione dell'aumento di capitale gratuito. soprattutto nel caso in cui l'aumento di capitale gratuito avvenga con l'emissione di nuove azioni diverso il caso dell'incremento del valore diciamo valore nominale delle azioni perché in quel caso io avrò una pura patrimonializzazione senza una differente entità del numero delle azioni quindi non avrò poi prospetticamente il rischio di distribuzione sul numero maggiore di azioni Dico questo perché nel passato, una cosa che poi si è un po' persa, c'era una società quotata in Italia sull'assicuratrice del gruppo Generali, poi stata infatti incorporata in Generali, che si chiamava Alleanza Assicurazione, che aveva una politica storicamente assestata di, invece che distribuire dividendi, di passare riserve a capitale, cioè in altri termini accantonava il dividendo e poi lo capitalizzava nel capitale sociale. Qual era l'effetto? Era essenzialmente un effetto finanziario, perché la società, non avendo il cash out dovuto al pagamento del dividendo, non aveva questo esborso economico. però dall'altro lato diluiva il dividendo prospettico dei soci, perché questi altri soci potevano monetizzare la partecipazione ricevuta vendendola sul mercato, ma evidentemente questa vendita prospetticamente riduceva il rendimento perché riduceva il dividendo che avrebbe ricevuto per il numero delle azioni perché supponendo per esempio costante il dividendo ovviamente questo veniva diviso per un numero maggiore di azioni di quelle originariamente intese.

Quindi il passaggio di riserve a capitale deve essere visto in questa dimensione di carattere finanziario, squisitamente finanziario e soprattutto di assetto relativo alle future

distribuzioni del dividendo. Ma torniamo al nostro aumento di capitale a pagamento. Quindi siamo in presenza della necessità da parte della società di avere ulteriori mezzi. Questa esigenza può avere diverse tipologie di motivazioni, può avere delle motivazioni estremamente lusinghiere, la società sta sviluppando le proprie attività, fa un sacco di risultati, ha bisogno di molti soldi per sviluppare le proprie attività, oppure molte negative, la società brucia cassa perché le sue attività sono in perdita e quindi si deve ricapitalizzare se non si vuole che l'attività cessi per difetto di mezzi finanziari per poter svolgere l'attività, quindi ci sono una varietà di ipotesi che sottostanno l'aumento di capitale a pagamento, oppure possono riguardare la necessità per esempio di creare una combinazione economica tra operatori e quindi io per realizzare una compartecipazione di un soggetto terzo a una società posso prevedere per esempio un aumento di capitale riservato allo scopo di conferire un ramo d'aziende e fare in modo che in questa maniera si crei un'aggregazione tra operatori, cioè essenzialmente un procedimento analogo, seppure realizzato con un'altra forma, di quello che io realizzo attraverso una fusione, solo che la fusione realizza l'aggregazione di due soggetti, invece qui ho l'aggregazione di due organizzazioni aziendali col conferimento in attua. Tutte queste ipotesi poi devono sottostare a un articolato sistema di garanzie, sia economiche che di carattere amministrativo, a favore dei soci esistenti. perché io devo garantire al socio che non vuole o non può sottoscrivere l'aumento di capitale che la sua condizione dopo l'aumento non sia peggiorativa rispetto a quello che avrebbe avuto in precedenza. Io ho due sistemi di protezione, uno economico che è rappresentato dal sovrapprezzo e uno amministrativo che è rappresentato dal diritto d'opzione.

Partiamo dal secondo che ci dà più agio di ragionare nei termini organizzativi della società. C'è un principio generale che sottostà a moltissime regole in materia di società per azioni, che sostanzialmente dice che l'azionista ha il diritto, naturalmente se ne ha della disponibilità economica, di mantenere inalterato nel corso del tempo la propria partecipazione che le variazioni quantitative della partecipazione devono essere diciamo protette da particolari cautele dall'altro lato però noi abbiamo l'interesse della società a compiere delle operazioni che migliorano il proprio andamento sia imprenditoriale che economico-finanziario. Quindi qui è evidente che siamo in presenza di una valutazione del cosiddetto interesse sociale. quindi la società o meglio i soci devono valutare se esiste un interesse sociale o meno a far compiere determinate operazioni, poi vedremo meglio perché viene specificatamente in gioco l'interesse sociale. Ora l'interesse sociale è una nozione molto importante perché naturalmente deve orientare l'azione degli amministratori e soprattutto l'interesse sociale sorge come tema dal fatto che la società per azioni è una persona giuridica e quindi in qualche maniera diventa un centro autonomo di interessi e quindi potrebbe in astratto potrebbe anche in ipotesi generare degli interessi autonomi e diversi rispetto agli interessi dei propri azionisti nella sostanza è questa la distinzione tra la concezione cosiddetta istituzionalista e la concezione contrattualistica dell'interesse sociale che poi si scontrano anche tra l'altro nelle valutazioni relative all'opportunità o meno di assumere determinate decisioni assembleari in relazione o meno al perseguimento dell'interesse sociale. sostanzialmente queste due dottrine, contrattualistica e istituzionalistica, non si presentano mai in forma assolutamente pura ant'è vero che in molte occasioni numerosi studiosi hanno qualificato la loro posizione in relazione all'interesse sociale aggettivando solo un contrattualista attenuato,

solo un contrattualista che tiene conto degli interessi collettivi e così via. Ci sono numerose valutazioni numerose prese di posizioni che tendono in qualche maniera a qualificare l'interesse sociale. Anche perché nel corso del tempo si sono sviluppate delle tesi che tendono a dare rilievo anche a interessi che non sono necessariamente quelli dei soci. per esempio rientrano in questa casistica quelle tendenze del diritto societario che negli Stati Uniti vengono chiamate di stakeholderism, oppure relative alla logica del corporate purposes e così via, che si muovono tutti in questo articolato contesto che noi nella concezione italiana facciamo ruotare intorno alla nozione di interesse sociale. La contrapposizione originaria relativa all'interesse sociale tra impostazione contrattualistica che è sicuramente maggioritaria nel nostro ordinamento e interpretazione o posizione istituzionalistica come vi dicevo prima ruota attorno al ruolo della società rispetto ai soci perché nella diciamo logica di carattere contrattualistico L'interesse sociale è l'interesse che i soci vogliono dare alla società, cioè come in qualunque contratto associativo anche la società è un contratto e quindi la logica del contratto associativo è di comporre gli interessi dei vari associati e quindi l'interesse sociale non è altro che la composizione dell'interesse dei soci e quindi si riduce il senso etimologico della parola all'interesse dei soci questa è la posizione dei contrattualisti Cosa vuol dire questo dal punto di vista pratico? Vuol dire che gli amministratori che sono obbligati a perseguire l'interesse sociale, per la proprietà commutativa, perseguono l'interesse dei soci. Da qui il punto di partenza di quelle teorie che vengono espresse con l'espressione americana, che sono le teorie della cosiddetta shareholder primacy, che sono state formalizzate per la prima volta alla fine degli anni Sessanta da un premio Nobel dell'economia in un famoso articolo sul New York Times. nella quale appunto questo economista, il capo della squadra di Chicago, diceva che in concreto l'interesse che gli amministratori devono perseguire è quello di distribuire i più utili possibili agli azionisti, ecco perché si parla di shareholder primacy, cioè prima di tutto gli azionisti, quindi io prima devo fare in modo che la società sia altamente ridutuale, il più ridutuale possibile in modo tale da dare più dividendi agli azionisti. A fronte di questa formula estrema della logica di azione degli amministratori, sta invece l'istituzionalismo. L'istituzionalismo in materia societaria non è altro che una declinazione delle teorie istituzionalistiche della società.

Come voi probabilmente sapete, o se non sapete ve lo dico, esiste una corrente filosofica nell'ambito giuridico complessivo che si chiama che ha alcuni autori, diciamo tra l'altro anche italiani, che ne sono un po' i capostipiti e si è sviluppata sostanzialmente tra le due guerre mondiali. In Italia essenzialmente la figura di Santi Romano, in Francia quella di Henri Haurieu e in Germania quella di Karl Schmitt. per le quali, diciamo, dal punto di vista generale dell'istituzionalismo come teoria filosofica, è quella che tende a dare rilievo, cioè non vede lo Stato come un'entità unitaria, come tutte le teorie formalistiche o le teorie di stampo neocantiano del diritto. ma vede lo Stato come un'articolazione a più livelli nella quale operano diverse organizzazioni che sono appunto le istituzioni e dal punto di vista, diciamo, giusto pubblicistico questo si rappresenta con il rilievo che possono avere le formazioni, per esempio, intermedie, i partiti politici, le organizzazioni territoriali perché sono organizzazioni di interessi organizzazioni di strutture amministrative che esprimono interessi organizzati propri. Da lì poi per esempio si muove per certi versi la logica delle organizzazioni intermedie, cioè la teoria adesso non so se voi lo

sapete, la teoria che è stata in Italia largamente sviluppata da Pietro Rescigno, nei due famosi volumi persone e comunità, oppure quella degli ordinamenti speciali di Giannini con riferimento per esempio all'ordinamento sportivo, all'ordinamento bancario e così via. Sono tutte teorie che si muovono nel solco più o meno ortodosso dell'istituzionalismo. Per quanto riguarda la ricaduta dell'istituzionalismo nell'ambito del diritto societario, che cosa vuol dire istituzionalismo? Vuol dire che la società è in grado di sviluppare un interesse proprio, quindi l'istituzione fa premio sui soci, si autonomizza dal punto di vista dell'interesse e quindi è in grado di generare interessi propri ed autonomi rispetto a quelli dei soci, ecco perché si contrappone al contrattualismo.

Ci sono due importantissime decisioni che hanno un po' fatto da sbaramento storico alla espansione delle logiche istituzionalistiche rispettivamente una in Germania relativa a una controversia su un armatore fluviale ecco perché questa tematica viene anche ricondotta alla tematica dei battagli del Reno perché questa famosa decisione di una corte hamburgese riguarda appunto una società di armamento fluviale e il famoso caso Ford Motor Company negli Stati Uniti che tra l'altro proprio in questi giorni, proprio quest'anno, ha compiuto i cento anni. Infatti ci sono alcuni paper che si occupano, nei Stati Uniti, di rievocare questa famosa decisione. Entrambe queste decisioni ruotano intorno a una questione molto semplice, se vogliamo, anche se poi il caso Ford Motor Company in realtà è molto più articolato e ingloba una serie di problematiche anche molto più specifiche.

Ma sostanzialmente per semplificarlo e rendervele, come queste due decisioni, potabili, partono dal presupposto che degli azionisti fecero causa alle società, aspettivamente a questa società fluviale, se non ricordo il nome come si chiamava, forse Hamburgische Flug, adesso un po' in meno riguardo, e alla Ford, perché non gli erano stati distribuiti dei dividendi e la linea di difesa era quella che la distribuzione del dividendo doveva seguire, o meglio era condizionata alla possibilità della società di svilupparsi, cioè in altri termini gli azionisti prima dovranno pensare allo sviluppo della società e poi dopo a remunerare gli azionisti. Questo principio è stato poi espresso molto bene nel caso Ford Motor Company, perché viene riportata una dichiarazione che fu fatta da Henry Ford nella testimonianza che rese, perché era un trail by jury, quindi c'era la giuria, quindi rese la testimonianza, nel quale appunto disse a specifica domanda che la funzione, lo scopo della Ford Motor Company non era quella di dare dividendi agli azionisti, bensì di dotare ogni americano di un'automobile e qui vedete rappresentata in maniera plastica una concezione istituzionalistica della società, prima viene il ruolo della società e poi vengono gli azionisti. Entrambi le decisioni si risolsero negativamente, si risolsero nell'affermazione che non c'è questo ruolo della società e quindi da lì vengono sempre portate a riferimento come decisioni che dimostrano che non è possibile o comunque non è attuale una concessione istituzionalistica della società per azioni. e che quindi l'interesse sociale deve essere ricondotto all'interesse dei soci. Però accanto a questa impostazione che rende vincente la posizione contrattualistica, nel corso del tempo, soprattutto negli ultimi vent'anni, si sono sviluppate delle teorie, prima quello dello stakeholderism, Poi quella soprattutto del corporate purpose e delle società benefit e così via. Ci sono numerose articolazioni, definizioni di queste varie teorie, adesso poi non è interessante per voi conoscere una per una. che sostanzialmente muovono da un principio

che è molto vicino a quello istituzionalistico. Cioè, quello di dire che nel perseguimento della propria attività gli amministratori, quindi nel perseguimento degli interessi sociali, gli amministratori non sono tenuti a, diciamo, alcuni dicono a rispettare, altri a tener conto, queste espressioni non sono prive di significato perché che pongono in diversa posizione il ruolo dei vari interessi all'interno del più generale interesse sociale. appunto vi dicevo, sono tenuti a tenere conto, usiamo questa espressione per dare un minor rilievo, sono tenuti, devono tenere conto anche di interessi diversi dagli interessi dei soci e quindi devono tenere conto degli interessi, che so, della comunità, devono tenere conto degli interessi dei creditori sociali, soprattutto dei lavoratori e così via, quindi si individuano delle constituency e gli si dà un rilievo all'interno della organizzazione societaria. Tenete conto che in prima battuta, cioè quando emersero queste prime posizioni e che emersero negli Stati Uniti sostanzialmente

negli anni 80-90 del secolo scorso con quelli che status, cioè sono delle leggi statali, perché come voi sapete negli Stati Uniti la legislazione sulle società è una legislazione statale, non è una legislazione nazionale, vennero tirate fuori delle leggi che imponevano alle società quando compivano operazioni straordinarie, fusioni, acquisizioni e così via, delocalizzazione e quant'altro, di tenere conto, di gravare agli amministratori di un dovere di valutazione in ordine anche a questi interessi interiori. In apparenza, per qualcosa dalla prima lettura come ve l'ho raccontata io, potrebbe sembrare semplicemente un'adesione da parte di norme statali a queste tendenze di stakeholderism. In realtà il razionale sottostante, almeno un razionale sottostante a questo tipo di operazione, è rappresentata dal fatto che In quel periodo si era avviata la fase delle grandi acquisizioni, delle grandi operazioni di fusione per incorporazione. e delle operazioni a leva finanziaria e quindi questo era un modo per proteggere gli amministratori interni alla società dalle aggressioni e dai take over operati dagli scalatori perché in qualche maniera si metteva il bastone tra le ruote alla ricerca da parte di questi scalatori del profitto più grande possibile nelle loro operazioni straordinarie. Poi naturalmente queste teorie si sono anche evolute, pensate anche, in parte potrebbe essere condotto a queste tematiche non soltanto quello dello stakeholderismo, quello del corporate purpose, cioè che dice che la società deve avere un purpose, una funzione, uno scopo, che normalmente non è lo scopo fare più dividendi possibili, ma potrebbe essere quello di rispettare l'ambiente o quant'altro. E addirittura in Francia è stata introdotta una norma nel codice civile che parla di scopo della società, nei sensi che vi ho descritto. Ma potrebbero essere anche ricondotte queste tematiche, per esempio, questioni legate all'uochismo, un dibattito negli Stati Uniti in tema di perseguimento di interessi è un po' legato per esempio all'uochismo, cioè al fatto che in molti stati conservatori degli Stati Uniti sono state introdotte delle leggi che vietano per esempio ai fondi pensione statali di investire in società che perseguono logiche uochiste. quindi che escludono investimenti nel settore delle armi, del tabacco oppure che privilegiano società che hanno determinati tipi di comportamento, questo perché fa parte di quella ideologizzazione dei rapporti societari che è un po' il grande tema attuale negli Stati Uniti, cioè il fatto che la presenza di una contrapposizione politica su determinate finalità, che poi si è ben rappresentata dall'elezione di Trump, la Casa Bianca, sia dalla prima sia dalla presente elezione, ha poi portato a trasferire questi temi nell'ambito del contesto societario. In particolare, per esempio, sono state fatte

proprio delle vere e proprie, da un lato prese di posizione da parte degli amministratori, dall'altro lato delle vere e proprie reazioni, pensate al caso Walt Disney, aveva fatto uno statement che diceva che perseguiva, valutava, teneva in considerazione gli interessi delle minoranze, dei gruppi gay friendly e così via e il senatore, o meglio Ron DeSantis che è il governatore della California Scusate, questo l'avrei detto volentieri, poi... Nello Stato della California è stata emessa una legge che vieta le società di prendere queste posizioni e addirittura che impedisce prese di posizioni che si pongano in contrapposizione a valutazioni di interessi di carattere religioso e quant'altro. Questo fa parte del contesto della polarizzazione degli interessi anche in tema societario. che però naturalmente si rifletta in tema di interesse sociale. Perché a noi interessa tutto questo? Interesse perché la valutazione dell'interesse sociale è una valutazione centrale nell'ambito delle operazioni di aumento di capitale a pagamento. Allora, vi dicevo che il

Nell'aumento di capitale a pagamento il principio base presuppone che l'Assemblea deliberi l'aumento riservando in linea di principio la regola base prevede che la riserva di sottoscrizione dell'aumento di capitale a favore degli azionisti esistenti. Quindi io aumento il capitale di 100 euro e devo distribuire, rendere possibile agli azionisti esistenti di avere a valle della sottoscrizione dell'aumento di capitale una percentuale di partecipazione, se tutti lo sottoscrivono, esattamente identica alla precedente. naturalmente riproporzionata in termini economici su un capitale più grande ma uguale. Le alterazioni di questo principio base si possono realizzare o a livello del contesto degli azionisti sia al di fuori degli azionisti esistenti. Per quanto riguarda gli azionisti esistenti abbiamo la regola della combinazione tra diritto d'azione e predazione, è quel principio che vi ho spiegato prima, cioè quando io riservo l'aumento di capitale agli azionisti, gli azionisti devono esprimersi sulla loro volontà, uno, di sottoscrivere in tutto o in parte la quota ad essi riservata, quindi l'azionista in prima battuta deve dichiarare, uno, se sottoscriverà l'aumento, quella che viene chiamata tecnicamente la sottoscrizione, cioè l'impegno a sottoscrivere una quota più o meno grande dell'aumento, se decido di sottoscriverlo, quindi se non decido, quindi al netto della scelta di non sottoscriverlo, quando lo sottoscrivo lo posso sottoscrivere in tutto in parte, cioè dire lo sottoscrivo per una azione, due azioni, per tutte le azioni che ho.

Ovviamente il risultato economico per la società è diverso perché se io sottoscrivo tutte le mie azioni copro la mia frazione di aumento di capitale e quindi rendo disponibile alla società le risorse pro quota in relazione alla mia partecipazione. Se lo sottoscrivo in parte ovviamente riduco questo rapporto. a la mancata sottoscrizione, così come la sottoscrizione in parte, aprono la possibilità agli altri soci di esercitare la prelazione sull'inoptato, cioè di dichiarare, e questa dichiarazione deve avvenire contestualmente all'esercizio del diritto d'opzione, non successivamente, che oltre a voler sottoscrivere tutte le azioni, scusate la quota parte dell'aumento relativo alle azioni della mia titolarità, ha anche le azioni, naturalmente sempre pro quota, le azioni che non sono state oggetto da parte di altre azioni, di opzione da parte degli attrazionisti e che per questa ragione sono chiamate azioni inoptate. La prelazione sull'inoptato fa derivare poi successivamente un riparto dell'inoptato, perché io devo andare a contare quali azionisti hanno dichiarato di voler esercitare la prelazione e in proporzione delle rispettive partecipazioni determinare quante azioni, tra quelle inoptate, ciascuno di

questi azionisti ha diritto. naturalmente questo procedimento che diciamo vale per le società non quotate non vale per le società quotate perché nel caso di società quotate quando c'è un aumento riservato la parte di inoptato viene venduta sul mercato quindi non è oggetto di esercizio della prelazione da parte degli azionisti quindi l'inoptato viene venduto sul mercato. Tant'è vero che poi c'è un'attività di negoziazione che gioca tra valprezzo dell'opzione e prezzo dell'aumento di capitale e tende ad allineare questi due valori per rendere equivalente economicamente sottoscrivere l'aumento o comprare le opzioni sul mercato. o vendere le proprie azioni sul mercato.

Se io invece decido, o meglio se l'Assemblea decide, perché non è che non sono io che lo decido, se l'Assemblea decide invece di ridurre o annullare la riserva a favore degli azionisti esistenti, entro in quella che si chiama esclusione del diritto di opzione, cioè quell'ipotesi nella quale gli azionisti esistenti non beneficiano di quello che vi ho detto prima, cioè non beneficiano della riserva a loro favore di poter esercitare l'opzione per sottoscrivere le nuove azioni. Al di là della regola giuridica, che poi analizzeremo meglio la prossima lezione, qual è il problema che si pone in caso di esercizio del diritto d'azione? Che inevitabilmente all'esito dell'aumento di capitale, ma come esito necessario dell'aumento di capitale, non avrò quell'assetto partecipativo che avevo prima dell'aumento di capitale. perché se io riservo ai terzi in tutto in parte la sottoscrizione dell'aumento è evidente che questi terzi divenendo parte della compagine sociale ne altereranno i rapporti di forza quindi è evidente che sotto una decisione che si manifesta a favore dell'esclusione del diritto d'opzione in relazione a una valutazione della sussistenza dell'interesse sociale a fare questo tipo di scelta, c'è anche una valutazione in ordine alla futura setto della compagine sociale. Ecco perché questa scelta è dal punto di vista associativo, non organizzativo, particolarmente rilevante. Ed ecco perché è una scelta che ha diverse cautele anche patrimoniali, ma ha anche una cautela legata alla verifica della sussistenza dell'interesse sociale. Per questa ragione il legislatore italiano ha fortemente ridotto le ipotesi nelle quali è ammesso limitare o escludere l'interesse sociale scusate il diritto d'opzione in caso di aumento di capitale queste tre ipotesi alternative sono rispettivamente quando abbiamo un aumento di capitale da liberarsi in natura Quando abbiamo un aumento di capitale che è riservato alla sottoscrizione da parte degli lavoratori, che partecipano alla società e infine appunto quando l'interesse sociale lo esige, cioè a valle di una valutazione da parte dell'Assemblea della prevalenza dell'interesse a riservare in tutto e in parte a un terzo l'aumento di capitale e quindi di escludere dall'aumento in tutto e in parte naturalmente sempre gli azionisti esistenti. Ora brevemente per concentrarsi poi sull'esclusione del diritto all'opzione

quando l'interesse sociale lo esige, esaminiamo brevemente in chiusura di lezione le due ipotesi base, che sono anche abbastanza semplici da spiegare e che quindi possono essere facilmente riassunte. L'ipotesi correlata alla diciamo aumento da liberarsi in natura è molto semplice perché è evidente che l'apporto in natura è un apporto infungibile. Quindi è un apporto che io realizzo ma che soltanto io, soltanto a me destinatario della riserva relativamente all'aumento di capitale posso adempierlo, per cui per esempio Se io apporto, che sono un bene immobile, apporto un brevetto, non è che la società può andare a prendere questo brevetto da un'altra parte, oppure non può prendere quell'immobile da un'altra parte.

Quindi è evidente che quell'aumento di capitale è riservato perché è la natura del conferimento che obbliga la società a riservarlo tutto quel soggetto. nulla vieta ovviamente che l'aumento sia in parte riservato e in parte l'opzione quindi nulla vieterebbe che io aumentassi il capitale per una quota maggiore di cui una frazione sia riservata a un determinato terzo questo è possibile non frequente ma possibile questo per fare in modo che gli altri diciamo gli azionisti esistenti possano mantenere nel corso del tempo inalterata la propria partecipazione però ormalmente l'apporto in natura presuppone un fenomeno aggregativo cioè un fenomeno di diversa organizzazione non tanto corporativa ma proprio industriale della società perché normalmente questi apporti sono collegati a un'azienda a un determinato tipo di beni hanno delle specificità e che quindi comportano come elemento di valutazione sottostante che esiste nella società l'interesse a dare un certo ruolo a quell'azionista, quindi l'aumento lineare a tutti per realizzare esposto una società più grande con gli azionisti nella stessa posizione non è così pensabile. La seconda ipotesi di esclusione del diritto d'azione riguarda la possibilità che l'aumento sia riservato in parte da lavoratori della società. Qui concorrono due elementi. Un primo elemento è rappresentato dal fatto che esiste nel nostro ordinamento una propensione a favorire l'azionariato dei lavoratori. e che quindi da questo punto di vista si sia in questo modo aperto alla possibilità che, attraverso sottoscrizioni a loro riservate, i coloro i quali lavorano nella società, perché naturalmente la nozione di dipendenti qua ha un significato esteso, quindi copre tutte le categorie di coloro i quali collaborano alla vita sociale, possono partecipare a questo aumento. questa opportunità non può coprire tutto l'aumento di capitale, che quindi è solo una quota, deve essere riservato il laboratorio un quarto, ed è stato lo strumento attraverso il quale nel nostro ordinamento sono entrati i cosiddetti piani di stock option, i piani di incentivazione azionaria, perché naturalmente io cosa posso fare? Posso dare questa opzione a un amministratore ma anche un altodirigente a un prezzo predeterminato e naturalmente quale sarà il ruolo incentivante che se io amministratore riesco a far salire il prezzo, il valore economico dell'azione potrò sottoscrivere a un valore opzionato più basso rispetto al valore di mercato delle azioni quindi lucrare il differenziale economico tra opzione e prezzo delle azioni. I piani di stock option si distinguono tra i piani di cosiddetti stock grant, perché il stock grant essendo un grant, un regalo, a quel punto l'opzione non la faccio pagare, ma la regalo, quindi è un piano di incentivazione che ha caratteristiche diverse. e in ultimo appunto esiste quando l'interesse sociale lo esige e quindi la valutazione da parte dell'Assemblea di questa particolare declinazione dell'interesse sociale in relazione all'interesse dei soci e quindi questo tipo di indagini e poi vedremo la prossima volta

come si va a lavorare su questo tema e quali sono le protezioni che devono essere date quando si fanno questo tipo di scelte.