

---

**TRIBUNALE DI MILANO;** sentenza 6 dicembre 1990; Pres. BALDI, Est. MARESCOTTI; Pistolesi (Avv. GRASSETTI) c. Soc. Fiscambi Holding (Avv. PEDERSOLI).

**Società — Società per azioni — Aumento di capitale — Emissione di azioni con sovrapprezzo — Violazione del diritto di opzione — Esclusione** (Cod. civ., art. 2346, 2430, 2441).

**Società — Società per azioni — Aumento di capitale — Emissione di azioni con sovrapprezzo — Diritto degli azionisti di risparmio agli utili — Violazione — Esclusione** (Cod. civ., art. 2348, 2349, 2350; l. 7 giugno 1974 n. 216, conversione in legge, con modificazioni, del d.l. 8 aprile 1974 n. 95, recante disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari, art. 14, 15).

*La deliberazione assembleare di aumento del capitale sociale con l'emissione di azioni gravate da sovrapprezzo non importa lesione del diritto di opzione se la possibilità di procedere alla sottoscrizione di nuove azioni non venga limitata da detta delibera ma dipenda esclusivamente da un atto volontario e discrezionale del singolo socio. (1)*

---

(1-2) Diritto di opzione ed emissione di azioni con sovrapprezzo.

I. - La decisione trova specifici e, a quanto risulta, unici precedenti conformi in Trib. Milano 15 luglio 1982, *Foro it.*, 1983, I, 1106;

*È legittima la deliberazione di aumento del capitale sociale con l'emissione di azioni di risparmio con sovrapprezzo, non pregiudicando detta emissione il diritto al rendimento minimo fissato per legge; l'azione di risparmio non assicura infatti un rendimento del titolo pari al cinque per cento dell'investimento in modo da consentire il computo del dividendo privilegiato sulla base dell'intero conferimento effettuato, ma garantisce unicamente una percentuale degli utili netti, dedotta la quota di riserva legale, equivalente al cinque per cento del valore nominale dell'azione.* (2)

Trib. Napoli 24 gennaio 1989, *id.*, Rep. 1989, voce *Società*, n. 445 e *Dir. fallim.*, 1989, II, 1169, secondo cui l'imposizione del sovrapprezzo è obbligatoria, giusta il disposto dell'art. 2441 c.c., nei soli casi in cui viene escluso il diritto di opzione, essendo invece negli altri casi riservata alla discrezionalità dell'assemblea. Ad opposte conclusioni perviene App. Milano 23 luglio 1988, *Foro it.*, Rep. 1988, voce *cit.*, n. 451 e *Riv. dir. comm.*, 1989, II, 389, che ritiene lesiva del diritto di opzione dei soci l'imposizione di un sovrapprezzo per azioni di nuova emissione, disposta con deliberazione consiliare di aumento di capitale ai sensi dell'art. 2443 c.c.

I profili problematici relativi al rapporto tra diritto di opzione ed emissione di azioni con sovrapprezzo hanno di contro costituito più volte oggetto di esame da parte della dottrina specialistica, il cui ampio dibattito merita di essere tratteggiato nei più significativi passaggi in considerazione della particolare rilevanza degli interessi coinvolti e delle possibili ripercussioni sulla formazione degli stessi assetti societari.

Sotto il vigore dell'originario testo dell'art. 2441 c.c. (modificato dapprima dall'art. 13 l. 7 giugno 1974 n. 216 e di poi dall'art. 22 d.p.r. 10 febbraio 1986 n. 30), autorevole dottrina sosteneva l'illegittimità dell'imposizione del sovrapprezzo per le azioni riservate ai vecchi azionisti in base all'assunto che l'emissione alla pari era indispensabile per non privare di contenuto il diritto di opzione, salvo che non vi fosse il consenso unanime dei soci ad una soluzione diversa. Del tutto legittimo ed opportuno risultava invece il sovrapprezzo per i nuovi soci perché attraverso il ricorso a tale strumento si impediva che costoro perseguissero vantaggi indebiti a discapito dei vecchi soci, beneficiando cioè delle riserve esistenti che questi ultimi avevano costituito e che quindi ad essi appartenevano (cfr., in tali sensi, F. MESSINEO, *Sul sovrapprezzo nell'emissione di azioni di società secondo il diritto italiano*, in *Riv. società*, 1961, 167). Sotto altro versante, si osservava che il ricorso al sovrapprezzo comportava di fatto lo svilimento del diritto di opzione, dato che il terzo finiva per offrire per tale diritto messo in vendita un prezzo inversamente proporzionale all'ammontare del sovrapprezzo (così M. ROTONDI, *È compatibile con il diritto di opzione la emissione di azioni con sovrapprezzo?*, in *Riv. dir. comm.*, 1960, I, 81, cui *adde*, sempre per l'assunto che la presenza del sovrapprezzo rendeva la sottoscrizione più onerosa, anche dal punto di vista finanziario, A. CARLO, *Sovrapprezzo, diritto d'opzione ed azioni offerte ai terzi*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1965, 1005).

In senso contrario si affermava la conciliabilità di opzione e sovrapprezzo desumendola dal silenzio della legge al riguardo, da valutarsi in connessione con la disposizione contenuta nell'art. 2525 c.c., che fissa regole precise ed inderogabili per l'ammissione nelle società cooperative di nuovi soci (cfr. A. PAVONE LA ROSA, *Recensione a Rotondi. È compatibile col diritto di opzione la emissione di azioni con sovrapprezzo?*, in *Riv. società*, 1961, 134).

Nella stessa ottica si evidenziava altresì che «non solo diritto di opzione e sovrapprezzo non si escludono, ma nei casi in cui il socio non vuole o non può esercitare il diritto di opzione, il prezzo è l'unico mezzo di tutela sicura dell'interesse del socio alle riserve accumulate». Ed a giustificazione di tale asserzione si rammentava che il diritto di opzione è rivolto «alla tutela di due distinti interessi del socio»: l'interesse a mantenere inalterata la misura in cui partecipa all'amministrazione della società, garantito unicamente con l'attribuzione del diritto di opzione; e l'interesse a mantenere inalterata la misura in cui partecipa al patrimonio sociale (e quindi anche alle riserve accumulate) assicurato sia con l'attribuzione del diritto di opzione sia con la emissione del sovrapprezzo (sostanzialmente in questi sensi A. GRAZIANI, *Sovrapprezzo delle azioni e diritto di opzione*, in *Studi di diritto commerciale e marittimo*, raccolti da G. MINERVINI, Napoli 1963, I, 70).

Nel periodo di crescita economica si è assistito nella realtà fattuale, in linea con un generale e costante aumento in borsa delle quotazioni dei titoli azionari, ad aumenti di capitale con sovrapprezzo anche per le azioni riservate in opzione ai vecchi azionisti. Si è finito così per ritenere la posizione patrimoniale del socio meglio garantita dall'emissione con sovrapprezzo che non da quella alla pari e si sono create di fatto le premesse per una riforma legislativa che condizionasse l'assegnazione di nuove azioni (a terzi o a nuovi soci) al versamento di un sovrapprezzo corrispondente al patrimonio netto della società.

Le pressanti esigenze economiche, dirette a regolamentare in modo esauriente ed a conciliare l'interesse delle società (al reperimento di nuovi

*Motivi della decisione.* — L'assemblea straordinaria della società Fiscambi Holding s.p.a., in data 29 maggio 1989, ha deliberato l'aumento del capitale sociale da lire 16.176.346.000 a lire 32.352.692.000. L'attuazione dell'aumento è stata prevista in due tempi:

1) l'aumento fino a lire 24.264.519.000 sarebbe stato da eseguire entro il 31 dicembre 1989 mediante emissione di 6.300.000 azioni ordinarie e di 1.788.173 azioni di risparmio, da offrire in opposizione rispettivamente agli azionisti ordinari e di risparmio al prezzo di lire 3.500, di cui lire 2.500 a titolo di sovrapprezzo, le nuove azioni di risparmio;

capitali) e quello dei singoli soci (alla partecipazione della plusvalenza del patrimonio sociale rispetto al capitale) hanno di certo costituito ragione non ultima della modifica del contenuto dell'iniziale testo dell'art. 2441 c.c. Con il 6° comma di detto articolo si è così statuito che, nel caso di esclusione o limitazione del diritto di opzione, il prezzo di emissione delle azioni deve essere effettuato sulla base del patrimonio netto, tenendo conto per le azioni quotate in borsa dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre.

Una tale innovazione ha costituito dato di rilevante consistenza per accogliere la tesi della conciliabilità del diritto di opzione e sovrapprezzo. Opinione questa che, per di più, è stata confortata da un ventaglio di convincenti argomentazioni.

Un orientamento dottrinario, valorizzando nuovamente il disposto dell'art. 2525 c.c. ha messo in luce come per il carattere mutualistico dell'organizzazione dell'impresa cooperativa una disciplina diretta ad escludere la maggiorazione poteva essere concepibile con riferimento proprio a detta impresa e non certo alle società per azioni (in tali sensi, cfr. G.S. COCO-V. CORRENTI, *Opzione di azioni*, voce dell'*Enciclopedia del diritto*, Milano, 1980, XXX, 579). In queste ultime — come è agevole osservare — lo spiccato carattere lucrativo mal si concilia con un sistema di emissione alla pari suscettibile di privare (nel caso di mancato esercizio del diritto di opzione) i soci della partecipazione alle riserve accumulate.

In questa stessa direzione da altro orientamento si è poi ribadito che il sovrapprezzo lungi dal danneggiare il socio rafforza la *ratio* sottostante al diritto di opzione (conservazione della quota di partecipazione del socio nella società). E si è anche puntualizzato che sotto il profilo economico il sovrapprezzo costituisce «una sorta di contropartita delle riserve iscritte in bilancio e dei valori che nel bilancio non possono e non debbono essere rilevati (primo fra tutti l'avviamento); così che, tenuto conto che il patrimonio netto è costituito dal capitale e dalle riserve, nell'ipotesi di nuove azioni alla pari il valore delle vecchie azioni diminuisce perché le riserve non incrementate attraverso il sovrapprezzo vengono ripartite su di un maggior numero di azioni» (in tali precisi termini vedi C. VERDE, *Delega dell'assemblea agli amministratori per l'aumento di capitale, fissazione di un sovrapprezzo per le nuove azioni e diritto di opzione*, in *Riv. dir. comm.*, 1988, II, 397).

Contro l'assunto che la maggiorazione limiterebbe il diritto di opzione rendendone più difficile la trasferibilità è stato infine ribadito che la «società deve rispettare la trasferibilità del diritto di opzione, ma non è tenuta ad assicurare la vendibilità di esso», e che la cedibilità dell'opzione «non comporta alcun diritto dell'azionista a poter conseguire da tale cessione un prezzo piuttosto che un altro né a conseguire un prezzo» (cfr. al riguardo C. PIRIA, *Sulle limitazioni alla circolazione del diritto di opzione*, in *Riv. dir. civ.*, 1989, II, 552). Ed è stato altresì obiettato che lo svilimento del diritto di opzione è ben giustificato «proprio perché il sovrapprezzo riduce o, secondo il suo ammontare, addirittura annulla il danno che il socio, impossibilitato ad avvalersi del diritto di opzione, può subire sul piano della partecipazione al netto patrimoniale, per l'aumento di capitale» (così U. BELVISO, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle s.p.a.*, in *Trattato* diretto da RESCIGNO, Torino, 1985, XVII, 109).

Allo stato quindi la tesi della conciliabilità del diritto di opzione e sovrapprezzo, condivisa dai giudici milanesi, risulta in dottrina avere ampio seguito (agli autori menzionati *adde* F. FERRARA jr. - F. CORSI, *Gli impenditori e le società*, Milano, 1987, 567, nota 10; F. DI SABATO, *Manuale delle società*, Torino, 1990, 585).

II. - La decisione in epigrafe ha anche riconosciuto la legittimità di un aumento di capitale con emissione di azioni di risparmio con sovrapprezzo aderendo, anche su questa specifica problematica, a Trib. Milano 15 luglio 1982, *cit.*, sulla base di un analogo ordine di considerazioni.

Con le azioni di risparmio, introdotte con l. 7 giugno 1974 n. 216, si è inteso incentivare, da un lato, l'afflusso del risparmio familiare alle imprese, sotto forma di capitale di rischio, e, dall'altro, prendendosi atto dell'assenteismo dei piccoli azionisti, ridurre gli inconvenienti connessi a tale fenomeno, escludendo tali azionisti dal calcolo dei *quorum* assembleari (così FERRARA - CORSI, *op. cit.*, 640, cui *adde* per tutti, per le diverse problematiche in materia di azioni di risparmio, M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, Milano 1981; C. ANGELICI, *La*

2) l'aumento da lire 24.264.519.000 a lire 32.352.692.000 sarebbe stato da eseguire entro il termine del 31 dicembre 1990 mediante corrispondente emissione di azioni ordinarie e di risparmio allo stesso prezzo e con le stesse modalità.

Nel corso della riunione assembleare l'azionista Franco Schreiber, titolare di una azione ordinaria e del cinque per cento delle azioni di risparmio emesse, aveva espresso il suo dissenso in ordine al metodo applicato dal consiglio di amministrazione, per determinare il prezzo di emissione da proporre all'assemblea per le nuove azioni.

Su sua richiesta, è stata convocata l'assemblea speciale dei possessori di azioni di risparmio, che nell'adunanza del 12 lu-

*partecipazione azionaria nelle società per azioni in Trattato* diretto da RESCIGNO, Torino, 1985, XVI, 287; M. BIONE, *Le azioni in Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, Torino, 1991, II, 62 ss.).

È stata in tal modo formalizzata la distinzione tra azionisti — imprenditori ed azionisti — risparmiatori, cui sono stati negati i normali poteri gestionali. I singoli azionisti di risparmio infatti non hanno diritto di voto nelle assemblee sia ordinarie che straordinarie (salvo che nelle assemblee speciali degli stessi possessori di azioni di risparmio) e non possono intervenire in assemblea e chiederne la convocazione. Non hanno inoltre legittimazione ad impugnare le deliberazioni assembleari ex art. 2377 c.c. (cfr. al riguardo ANGELICI, *op. cit.*, 291, secondo il quale l'interesse individuale all'impugnativa si colloca nella sfera collettiva della tutela comune garantita dall'art. 16 l. 216/74; *contra* però FERRARA - CORSI, *op. cit.*, 646, nota 4).

A compensazione dell'indicata limitazione dei poteri gestionali si riscontra il riconoscimento di privilegi di ordine patrimoniale, avendo l'azionista di risparmio un vero e proprio diritto agli utili netti risultanti dal bilancio, regolarmente approvato (dedotta la sola quota di riserva legale), fino alla concorrenza del cinque per cento del valore nominale dell'azione. Dopo l'assegnazione del dividendo privilegiato, nel caso in cui l'assemblea deliberi la distribuzione degli utili residui, detti utili devono essere ripartiti in modo che all'azionista di risparmio spetti un dividendo complessivo maggiorato, rispetto a quello delle azioni ordinarie, in misura pari al due per cento del valore nominale dell'azione (cfr. art. 15, 1° e 2° comma, l. 216/74).

Orbene, proprio per non vanificare il contenuto dei suddetti vantaggi patrimoniali si è negata l'ammissibilità del sovrapprezzo nell'emissione delle azioni di risparmio. Il socio che non voglia vedere ridotta la misura della sua partecipazione al capitale è costretto ad esercitare il diritto di opzione ed a corrispondere il sovrapprezzo. Ciò però determina in ogni caso una riduzione del rendimento dell'investimento e, se si è in presenza di consistenti sovrapprezzi, può sinanche incidere sullo stesso limite minimo di utili garantito dall'art. 15 l. 216/74 (in tali termini vedi R. NOBILI, *La riforma delle società per azioni. Commento alla legge 7 giugno 1974 n. 216 e ai decreti delegati*, Milano, 1975, 403; l'autore però successivamente, *La disciplina delle azioni di risparmio*, in *Riv. società*, 1984, 1214 ss., ha mutato avviso, ritenendo consentito il sovrapprezzo sulle azioni di risparmio).

Un siffatto indirizzo, pur dettato dall'apprezzabile intento di meglio garantire la categoria degli azionisti di risparmio, in via di principio coincidente con i piccoli risparmiatori, risulta contraddetto dal dato normativo.

Alla stregua dell'art. 2430 c.c. è consentita l'emissione di azioni ad un prezzo superiore al loro valore nominale. A tale regola, in mancanza di altra contraria disposizione, deve attribuirsi efficacia espansiva. Come poi hanno puntualmente osservato i giudici milanesi, l'art. 15 l. 216/74 nel fare riferimento al privilegio nella determinazione degli utili fino alla concorrenza del cinque per cento «del valore nominale» dell'azione e non del prezzo di emissione, non consente «un'applicazione più estesa di quella fatta palese dal significato proprio delle parole usate dal legislatore».

Ma, a favore dell'ammissibilità del sovrapprezzo sulle azioni di risparmio militano anche ragioni di ordine sostanziale.

Poiché gli stessi diritti riconosciuti alle azioni ordinarie sulle riserve sono stati attribuiti — alla stregua dell'art. 15, 5° comma, l. 216/74 — anche alle azioni di risparmio, l'emissione di queste azioni al mero valore nominale verrebbe a pregiudicare i diritti patrimoniali dei vecchi azionisti (e quindi anche dei possessori delle azioni di risparmio precedentemente emesse), non sufficientemente salvaguardati dall'attribuzione del diritto di opzione (in questi precisi termini vedi BIONE, *op. cit.*, 71). Per di più il riferimento dell'art. 14, 2° comma, l. 216/74 all'intero disposto dell'art. 2441 c.c. (richiamato quindi anche nella parte in cui rende obbligatorio il sovrapprezzo nel caso di esclusione o limitazione del diritto di opzione) sta a dimostrare che «non è caratteristica delle azioni di risparmio assicurare un rendimento rapportato all'effettivo investimento» e che «la tutela dell'integrità della partecipazione degli utili prevale sulla tutela delle aspettative patrimoniali dei sottoscrittori delle azioni di risparmio» (in tali esatti termini vedi sempre BIONE, *op.*

glio 1989 ha deliberato, a maggioranza, di impugnare le deliberazioni dell'assemblea straordinaria del 29 maggio 1989.

Prima di esaminare se l'impugnazione sia fondata, il tribunale osserva che la società convenuta ha contestato, oltre che la fondatezza della domanda, la stessa legittimazione del rappresentante comune, deducendo che non sarebbe prospettabile, nei confronti dei possessori delle azioni di risparmio, un pregiudizio derivante dalla lesione di un diritto speciale della categoria.

L'eccezione (che la società ha svolto dopo avere trattato il merito della causa) non può essere accolta.

Il controllo del giudice sulla sussistenza della legittimazione ad agire si risolve nell'accertare se, secondo la prospettazione del rapporto controverso data dall'attore, questi assuma la veste di soggetto che ha il potere di chiedere la pronuncia giurisdizionale; pertanto, qualora da tale controllo risulti che, secondo la prospettazione dell'attore, quest'ultimo debba identificarsi con il soggetto avente diritto a richiedere la pronuncia giurisdizionale, il giudice non deve rigettare la domanda per difetto di legittimazione attiva, ma deve esaminare il merito.

Infatti, ogni eccezione del convenuto attinente alla titolarità attiva del diritto fatto valere non può dare luogo ad una pronuncia sulla legittimazione, ma ad una decisione sul merito del rapporto controverso.

Nel caso in esame, il tribunale rileva che a norma delle disposizioni previste dagli art. 2376 e 2377 c.c. e l. 7 giugno 1974 n. 216, le deliberazioni dell'assemblea generale che, pregiudicando i diritti di una categoria di azionisti, non siano state approvate dall'assemblea speciale dei soci della categoria interessata (cioè dall'assemblea speciale dei possessori di azioni di risparmio, secondo l'art. 16 l. n. 216) sono soggette ad impugnazione, non essendo conformi alla legge.

Per i possessori di azioni di risparmio è il rappresentante comune che, dovendo tutelare gli interessi comuni di questi nei rapporti con la società (art. 16, 4° comma, l. n. 216), è legittimato a promuovere l'impugnazione delle deliberazioni che potrebbero recare pregiudizio agli azionisti di risparmio.

Il rappresentante comune dei possessori delle azioni di risparmio della Fiscambi Holding, impugnando la deliberazione del 29 maggio 1989, sostiene che essa pregiudicherebbe il diritto della categoria delle azioni di risparmio di avere il rendimento minimo garantito per legge (art. 15, 1° comma, l. 216/74).

Poiché, dunque, nella prospettazione della domanda viene assunta l'esistenza delle condizioni che giustificerebbero la pronuncia di illegittimità della deliberazione impugnata, all'attore deve essere riconosciuta la legittimazione attiva.

Il tribunale deve, quindi, esaminare le questioni controverse in causa per valutare la fondatezza delle domande di merito.

L'illegittimità della deliberazione impugnata è fondata su due ragioni principali: in linea generale, viene assunto che il sovrapprezzo non si concilierebbe con la natura dell'azione di risparmio, perché l'emissione con sovrapprezzo svuoterebbe di contenuto la norma secondo cui gli utili devono essere distribuiti alle azioni di risparmio sino alla concorrenza del cinque per cento del valore nominale delle azioni. L'imposizione del sovrapprezzo importerebbe necessariamente la diminuzione del rendimento e si risolverebbe in uno strumento di profitto estraneo al concetto di azione di risparmio.

*cit.*, 71-72. Per lo stesso indirizzo cfr. anche M. IANNUZZI, *Emissione delle azioni di risparmio con sovrapprezzo*, in *Riv. società*, 1982, 112; F. FENGHI, *Appunti sulle azioni di risparmio*, in *Banca, borsa, ecc.*, 1982, I, 774; G. BARBUZZI, *La tutela degli interessi patrimoniali degli azionisti di risparmio*, in *Impresa*, 1987, 908).

Certo non può negarsi che lo strumento del sovrapprezzo può finire per essere utilizzato in modo deviante da parte delle maggioranze deliberanti. Ad eccezione però delle ipotesi in cui detto sovrapprezzo venga fissato in misura maggiore rispetto a quello risultante dalla plusvalenza del patrimonio sociale (nel qual caso si renderebbe eccessivamente gravoso l'esercizio del diritto di opzione; cfr. al riguardo DI SABATO, *op. cit.*, 586-587) ed al di fuori dei casi in cui non venga denunziata una deviazione dello scopo istituzionale, configurante un eccesso di potere, non rientra nei compiti dell'organo giurisdizionale, chiamato a giudicare unicamente sulla legittimità delle deliberazioni assembleari, sindacare il merito delle scelte e delle valutazioni dell'assemblea sociale (cfr. in motivazione Trib. Milano 15 luglio 1982, *cit.*).

GUIDO VIDIRI

Quale ulteriore ragione di annullamento, viene rilevato che il sovrapprezzo, per le azioni da emettere entro il 31 dicembre 1990, sarebbe stato determinato con criteri che non rispetterebbero quelli stabiliti dall'art. 2441, 6° comma, c.c., perché i corsi di borsa anteriori al maggio 1989 non potrebbero essere presi in considerazione per il sovrapprezzo relativo alle azioni da emettere ad oltre un anno e mezzo dal periodo considerato.

Il tribunale ritiene che debba tuttora essere condivisa la precedente propria decisione in materia di emissione di azioni di risparmio con sovrapprezzo (v. Trib. Milano 15 luglio 1982, *Foro it.*, 1983, I, 1106).

Le questioni sollevate dall'impugnante impongono di accertare:

1) se in via generale la determinazione di un sovrapprezzo (cioè di un prezzo delle azioni superiore al loro valore nominale: art. 2430 c.c.) costituisca una esclusione o una limitazione del diritto di opzione e sia lecita esclusivamente nei casi in cui il diritto di opzione per le azioni di nuova emissione viene escluso o limitato con le garanzie e secondo le condizioni stabilite dall'art. 2441 c.c., ovvero se sia possibile anche quando le nuove azioni sono offerte in opzione a tutti gli aventi diritto:

2) se, nel caso particolare delle azioni di risparmio, la determinazione del sovrapprezzo debba dichiararsi comunque illegittima, ove ne consegua una riduzione proporzionale del rendimento rispetto al limite fissato con l'art. 15 l. n. 216.

La legge non disciplina con precise disposizioni l'istituto del sovrapprezzo, se non nel caso del sovrapprezzo obbligatorio, che è quello imposto nelle ipotesi di esclusione o limitazione del diritto di opzione.

In dottrina si riconosce che le norme previste dagli art. 2430 e 2346 c.c., regolando i limiti di distribuzione ai soci delle somme percepite dalla società per l'emissione di azioni a prezzo superiore al loro valore nominale, e vietando l'emissione di azioni per somma inferiore al loro valore nominale, non appaiono decisive per il riconoscimento della generale legittimità del sovrapprezzo.

Esse, peraltro, costituiscono un argomento di natura letterale che può concorrere alla dimostrazione della compatibilità del sovrapprezzo con il diritto di opzione, potendo integrare con un riferimento indiretto all'assenza di espressi divieti di legge i più univoci argomenti di carattere logico e sistematico che conducono ad una soluzione positiva.

Gli studi più persuasivi in materia di sovrapprezzo hanno fatto osservare come il maggior prezzo delle azioni rispetto al loro valore nominale può definirsi un «mezzo di conguaglio» della consistenza del patrimonio sociale, che ha lo scopo di evitare la diminuzione di valore delle vecchie azioni: il fine di tutelare il valore patrimoniale della partecipazione dei vecchi azionisti è ben evidente nell'ipotesi in cui l'azionista non eserciti l'opzione, poiché in questo caso l'emissione delle azioni per un valore superiore al nominale obbliga i terzi che sottoscrivono il luogo del socio a conferire utilità tali da consentire che il rapporto tra capitale e patrimonio della società resti inalterato, e dunque il valore della partecipazione dell'azionista non sia attenuato.

Il valore delle partecipazioni sociali non dipende, infatti, dal loro valore nominale, ma è determinato in proporzione del patrimonio della società: l'eccedenza delle attività sulla passività rappresenta la quota di patrimonio che è idealmente rappresentativa dell'effettivo valore delle partecipazioni dei soci, in quanto esprime la parte spettante a ciascuna azione, in caso di liquidazione, nella divisione dell'attivo (ex art. 2453 c.c.).

È il patrimonio netto, comprensivo delle riserve, che vale a commisurare il valore reale delle partecipazioni (v. art. 2437, 1° comma, e 2525, 3° comma, c.c.).

Se, quindi, un aumento di capitale venisse deliberato senza tener conto della proporzione esistente fra capitale nominale e patrimonio della società, le azioni di nuova emissione permetterebbero ai nuovi sottoscrittori di partecipare alle utilità patrimoniali accumulate nei precedenti esercizi senza un giusto corrispettivo.

È indispensabile distinguere fra la tutela dell'azionista e la posizione del sottoscrittore, perché non tutti i vecchi azionisti sono necessariamente i sottoscrittori dell'aumento di capitale.

Se il diritto di opzione venisse esercitato da tutti, non si avrebbe alcuna lesione della posizione dei vecchi azionisti.

Al contrario, se taluno dei soci precedenti non intendesse esercitare il suo diritto di opzione, con l'ingresso di nuovi soci le

sue azioni subirebbero (per la potenziale partecipazione alle precedenti riserve anche dei nuovi soci) una diminuzione proporzionale di valore.

Tale considerazione ha fatto concludere in dottrina che una vera tutela dell'azionista che non ha esercitato né venduto il diritto di opzione può realizzarsi soltanto se tutte le nuove azioni siano emesse con sovrapprezzo.

La determinazione di un sovrapprezzo non costituisce, del resto, l'imposizione di una prestazione aggiuntiva rispetto al nuovo conferimento, che possa essere qualificata un sacrificio limitativo del diritto di opzione.

Il diritto di opzione tutela la persistenza della misura nella quale ciascun socio partecipa alla società. Esso è, invece, estraneo alle condizioni della sottoscrizione delle nuove azioni, perché correttamente è stato osservato che non può confrontarsi l'ipotesi della emissione alla pari con quella con sovrapprezzo, bensì quest'ultima con l'ipotesi dell'emissione di un numero di azioni, il cui ammontare comprenda anche il sovrapprezzo: le due situazioni, allora, si presentano del tutto identiche, sicché se ne desume che non vi è alcuna comprensione del diritto di opzione nell'emissione con sovrapprezzo, perché da nessun principio può ricavarsi che la società abbia l'obbligo di tenere conto della situazione patrimoniale del singolo socio, in modo da deliberare aumenti di capitale nei soli casi in cui i vecchi azionisti possano disporre in concreto dei mezzi finanziari occorrenti per sottoscrivere le nuove azioni nella misura proporzionale spettante.

L'onere economico a cui i soci possono essere tenuti nella sottoscrizione delle nuove azioni con sovrapprezzo, soprattutto se corrispondente e proporzionato al patrimonio della società, non costituisce una limitazione del diritto di opzione. La perdita della partecipazione proporzionale avverrebbe anche in caso, di emissione di azioni alla pari, quando l'entità dell'aumento di capitale fosse in assoluto tale da richiedere la sottoscrizione di un elevato numero di azioni per un valore nominale complessivamente rilevante e superiore alla capacità economica del socio.

Appare diverso il caso in cui al socio non sia consentito di sottoscrivere se non un certo numero limitato di azioni (e sia, quindi, la deliberazione di aumento del capitale a limitare il diritto di opzione), da quello in cui la sottoscrizione di una determinata quantità di azioni dipende esclusivamente da un atto volontario e discrezionale del socio: in questo secondo caso il diritto di opzione non può dirsi limitato, perché dalle particolarità della situazione economica dei singoli soci non possono derivare conseguenze in ordine alla legittimità della deliberazione.

Limitare il diritto di opzione, infatti, significa (come si è rilevato in dottrina) che una parte dei diritti di sottoscrizione dell'aumento non possono essere comunque esercitati dal socio (al quale è imposta una rinuncia). La fissazione di un sovrapprezzo non implica, in sé, nessuna limitazione o preclusione, tanto che è giudicata dalla prevalente dottrina ammissibile anche all'atto della costituzione della società, quando alla sottoscrizione provvedono esclusivamente i soci.

Le conclusioni esposte rendono inapplicabili le disposizioni previste dall'art. 2441 c.c. nella parte in cui disciplinano le condizioni alle quali può essere deliberato di escludere o limitare il diritto di opzione.

Esse, infatti, stabiliscono l'obbligo che la società si attenga al rispetto di garanzie che valgano ad assicurare che le azioni siano collocate presso terzi ad un prezzo corrispondente al valore effettivo, e i meccanismi istituiti sono volti a garantire una più approfondita conoscenza da parte dei soci delle ragioni addotte dagli amministratori per giustificare l'esclusione (totale o parziale) del diritto di opzione.

Tali disposizioni, in quanto fanno eccezione alle regole generali che disciplinano il procedimento di formazione della volontà assembleare, non possono essere applicate oltre i casi e i tempi considerati (art. 14 disp. sulla legge in generale), e non valgono nei casi in cui le azioni di nuova emissione siano riservate senza limiti in opzione ai soci.

Non è indispensabile, quindi, che vi sia l'apposita relazione degli amministratori e il parere del collegio sindacale sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni nei termini previsti dall'art. 2441, 6° comma, c.c., e i criteri ivi richiamati per la formazione della maggioranza in assemblea e per la determinazione del prezzo di emissione non sono direttamente applicabili in modo rigoroso e letterale.

Non può sostenersi il contrario sulla base di una pretesa distinzione fra il sovrapprezzo facoltativo, che sarebbe uno strumento di «profitto»; e il sovrapprezzo obbligatorio, strumento, invece, di «conguaglio».

In ognuna delle due ipotesi (come ha correttamente replicato la convenuta) il sovrapprezzo può realizzare contemporaneamente entrambe le funzioni: osserva, infatti, il tribunale che a voler sempre artificiosamente contrapporre la società ai suoi soci, attuali e futuri, anche nel caso di sovrapprezzo obbligatorio dovrebbe rilevarsi che il prezzo di emissione delle nuove azioni è destinato a realizzare un profitto per l'organismo produttivo di impresa, essendo il più alto prezzo possibile che, secondo l'andamento del mercato, la società riesce ad imporre per il collocamento delle proprie azioni.

Le garanzie prescritte dall'art. 2441 c.c. non dipendono, dunque, dalla funzione economica del sovrapprezzo, ma dalla rilevanza giuridica della limitazione o esclusione del diritto di opzione.

La conclusione esposta non significa che l'assemblea, quando riserva le nuove azioni in opzione ai soci, sia arbitra assoluta e possa determinare un sovrapprezzo in misura del tutto ingiustificata: se il sovrapprezzo, infatti, non venisse determinato in base al valore del patrimonio netto, e la delibera fosse votata a maggioranza, vi potrebbe essere ragione di temere che il voto sia stato dato con finalità extrasociali e la volontà assembleare sia viziata da eccesso di potere.

Nel caso in esame, pregiudicata la questione della astratta impugnabilità di una deliberazione di aumento di capitale per il vizio di eccesso di potere, il tribunale rileva come in concreto la sussistenza di tale vizio non possa essere neppure prospettata.

Anzitutto, gli amministratori, illustrando la proposta all'assemblea, hanno giustificato la misura del sovrapprezzo, chiarendo che il valore effettivo per azione calcolato sul patrimonio civilistico era pari a lire 2.866, rispetto al quale il prezzo di emissione delle azioni di risparmio di lire 2.500 per azione appariva del tutto proporzionato.

Deve rilevarsi, inoltre, che la disparità di trattamento tra azionisti ordinari e possessori di azioni di risparmio è stata a favore dei secondi (a cui è stato riservato un trattamento preferenziale nelle condizioni di sottoscrizione in ragione della diversa quotazione di borsa dei titoli) e non dei primi, anche se rispetto alle riserve patrimoniali le azioni di risparmio hanno gli stessi diritti delle altre azioni (v. art. 15, 5° comma, l. 7 giugno 1974 n. 216).

La circostanza, poi, che una parte dell'aumento deliberato sia stata emessa oltre un anno dopo la delibera non ha recato alcun concreto pregiudizio agli azionisti, perché il prezzo di emissione è risultato ancora conveniente e proporzionato al valore netto patrimoniale, che al 30 giugno 1990 era salito a circa lire 3.300 per azione.

L'impugnazione contesta la legittimità della deliberazione, assumendo che le procedure previste dall'art. 2441 c.c. avrebbero dovuto essere a maggior ragione rispettate in un caso, come quello in esame, in cui la determinazione del sovrapprezzo è stata imposta anche per la sottoscrizione delle azioni di risparmio.

L'azionista di risparmio (ha eccepito l'impugnante), il quale non voglia vedere annacquata la sua partecipazione al capitale, deve esercitare il diritto di opzione: ma in tal caso la corrispondenza del sovrapprezzo importa necessariamente la diminuzione del rendimento dell'investimento.

La deliberazione sarebbe così lesiva del diritto inderogabile stabilito dall'art. 15 l. n. 216 del 1974, secondo cui gli utili netti risultanti dal bilancio regolarmente approvato, dedotta la quota di riserva legale, devono essere distribuiti alle azioni di risparmio fino alla concorrenza del cinque per cento del valore nominale dell'azione.

Il tribunale osserva che non è, però, caratteristica privilegiata dell'azione di risparmio assicurare un rendimento pari al cinque per cento dell'investimento: la legge, infatti, attribuisce alle azioni di risparmio un privilegio nella distribuzione degli utili fino alla concorrenza del cinque per cento del valore nominale dell'azione e non del prezzo di emissione (v. Trib. Milano 15 luglio 1982, già citato).

Osserva l'attore che l'infondatezza di questa tesi risulterebbe confermata dalla natura interpretativa che dovrebbe riconoscersi ad un disegno di legge (approvato dal senato nella seduta del 13 ottobre 1988 e concernente l'«istituzione e disciplina del-

le società di investimento immobiliare») tuttora all'esame del parlamento, ove viene prevista la sostituzione dell'espressione «valore nominale» con altre che riguardano il valore di borsa o il prezzo effettivo di emissione, compreso l'eventuale sovrapprezzo.

Mentre deve rilevarsi che l'attività di interpretazione autentica delle leggi è subordinata a ben determinati limiti anche di costituzionalità (v. Cass. 25 ottobre 1986, n. 6260, *id.*, Rep. 1986, voce *Legge*, n. 35 e Corte cost. 10 dicembre 1981, n. 187, *id.*, 1982, I, 356) e che la discussione di un disegno di legge può, se mai, dimostrare il convincimento dell'opportunità che la questione venga risolta non con lo strumento dell'interpretazione (a cui è istituzionalmente preposta l'autorità giudiziaria), ma con il rimedio della abrogazione della legge esistente mediante una legge successiva, il tribunale osserva che la norma vigente non consente in realtà una applicazione più estesa di quella fatta palese dal significato proprio delle parole usate dal legislatore.

Dalle disposizioni previste dagli art. 2348, 2349 e 2350 c.c. si ricava il principio non solo della parità di trattamento fra le azioni in circolazione e fra gli azionisti, ma anche quello della uniformità o identità fra le azioni, ovvero della parità dei diritti delle azioni. La legge prescrive che le azioni devono essere di uguale valore e conferiscono ai loro possessori uguali diritti, e che ogni azione attribuisce il diritto ad una parte proporzionale degli utili netti e del patrimonio netto risultante dalla liquidazione.

Il diritto agli utili costituisce in particolare uno degli elementi essenziali dell'azione, in quanto essa è rappresentativa del conferimento apportato dal socio, che è tipicamente il modo di partecipare all'attività economica sociale allo scopo di dividerne gli utili (art. 2247 c.c.).

La regola della proporzionalità del diritto può essere derogata dall'atto costitutivo o da sue modificazioni.

Le disposizioni (statutarie o anche legislative, come nel caso delle azioni di risparmio) che stabiliscono una disciplina particolare per determinate categorie di azioni privilegiate nella distribuzione degli utili fanno eccezione alla regola generale, secondo cui la distribuzione degli utili deve essere fatta per parti proporzionali.

A questa materia deve, quindi, essere applicato il principio che vieta che le norme che fanno eccezione a regole generali siano applicate oltre i casi e tempi considerati (art. 14 disp. sulla legge in generale).

Se la disposizione prevista dall'art. 15 l. n. 216 del 1974 venisse interpretata come proposto dall'impugnante, si comprimerebbe il diritto agli utili che spetta anche agli altri azionisti, senza considerare che il particolare privilegio di cui godono le azioni di risparmio non è rappresentato puramente dalla entità del dividendo privilegiato attribuito, ma dipende piuttosto dagli altri elementi essenziali che qualificano la posizione dei possessori delle azioni di risparmio e che consistono nel diritto a ricevere gli utili anno per anno, nel diritto ad un dividendo complessivo maggiorato rispetto a quello delle azioni ordinarie, nel diritto a conseguire il dividendo non distribuito in un esercizio mediante un computo in aumento nei due esercizi successivi, nella postergazione nelle perdite e nella prelazione nel rimborso del capitale (v. art. 15 l. n. 216 cit.).

Da nessuna disposizione di legge, dunque, non può ricavarsi l'esistenza di argomenti che consentano di identificare il contenuto della norma legale (riprodotta senza modificazioni nell'art. 29 dello statuto) nel significato annunciato dall'impugnante.

Può in aggiunta osservarsi che la disposizione prevista dall'art. 14 l. n. 216 del 1974 richiama espressamente l'obbligo di osservare anche per le azioni di risparmio le disposizioni dell'art. 2441 c.c.: ciò significa che le azioni di risparmio, le quali possono essere emesse in sede di aumento di capitale, non debbono essere inderogabilmente riservate in opzione ai soci, ma, con i limiti e le garanzie prescritte dall'art. 2441, possono essere offerte a terzi. In questo caso la fissazione di un sovrapprezzo è obbligatoria, sicché si verificherebbe che sin dal primo investimento il valore nominale delle azioni di risparmio potrebbe essere diverso dal loro prezzo di emissione.

È dal meccanismo di emissione previsto dalla stessa legge istitutiva che deriva, dunque, sin dalla formulazione originaria delle norme, la possibilità di una divergenza fra valore nominale

delle azioni di risparmio sottoscritte e l'ammontare dell'investimento dei sottoscrittori.

Se, pertanto, il legislatore avesse inteso che l'entità degli utili riservati alle azioni di risparmio dovesse essere commisurata al complessivo investimento economico operato non avrebbe indicato, con espressione dal significato tecnico-giuridico chiaro ed univoco, il valore nominale dell'azione, ma avrebbe usato espressioni genericamente indicative dell'ammontare dell'investimento.

Dalle considerazioni esposte consegue anche l'infondatezza della domanda di nullità per frode alla legge, poiché la legge non può essere interpretata nel senso preteso dall'impugnante.

L'imputazione proposta dal rappresentante comune dei possessori delle azioni di risparmio della Fiscambi Holding deve essere, dunque, respinta.

---