

Articoli

COMPETITIVITÀ DEI MERCATI E DIRITTO DI OPZIONE: SPUNTI DAL DIRITTO SPAGNOLO¹*PRE-EMPTION RIGHT AND MARKET COMPETITIVENESS: INSIGHTS FROM SPANISH COMPANY LAW*

Marco Speranzin

ORCID: 0000-0001-8457-6696

Professore ordinario di diritto commerciale,
Università degli Studi di Padova, Italy (00240q980)

Abstract

Il contributo analizza le recenti riforme in materia di aumento del capitale sociale e diritto di opzione, con particolare attenzione al confronto tra l'esperienza italiana e quella spagnola. In un contesto europeo volto a rafforzare il mercato dei capitali, il saggio esamina le semplificazioni introdotte dal legislatore spagnolo con la *Ley* n. 5/2021, che ha inciso profondamente sulla disciplina dell'esclusione del diritto di opzione e sull'uso delle deleghe all'organo amministrativo. L'analisi comparatistica evidenzia come la tendenza comune sia quella di attribuire maggiore flessibilità e centralità agli organi gestori, riducendo i tempi e i costi delle operazioni di aumento di capitale, pur mantenendo adeguate tutele per gli azionisti. Il saggio conclude sottolineando la necessità di un ripensamento delle funzioni e delle modalità di esercizio del diritto di opzione a livello europeo, nella prospettiva di un equilibrio tra tutela dei soci e competitività dei mercati.

Parole chiave: Diritto di opzione, aumento di capitale, aumento delegato, mercato dei capitali.

¹ Il presente scritto, che verrà pubblicato anche, con alcune modifiche, negli *Studi in onore di G. Santoni*, fa parte di un lavoro più ampio e riprende alcune tematiche trattate nella relazione tenuta al *Convegno italo-spagnolo: un confronto tra ordinamenti in tema di diritto societario* tra le Università di Valencia e Padova del 4 e 5 aprile 2024, nonché nel lavoro *Competitividad de los mercados y desarrollos en tema de aumento de capital y derecho de suscripción preferente*, in corso di pubblicazione nel *Libro Homenaje a J.M. Embid Irujo*.

Questo contributo è stato sottoposto a referaggio anonimo (doppio cieco)
This paper has been subjected to double-blind peer review



Licensed under a [Creative Commons Attribution-NonCommercial-NoDerivatives 4.0 International](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/)

© The Author(s)

Published online: 30/12/2025



Milano University Press

The paper examines recent reforms concerning capital increases and shareholders' pre-emption right, focusing on a comparative analysis among European, Italian and Spanish corporate law. Within the broader EU framework aimed at strengthening capital markets, the article explores the simplifications introduced by Spain's Law No. 5/2021, which significantly reformed the rules on the exclusion of pre-emption rights and on authorized capital increases. The comparative overview highlights a general trend towards greater flexibility and a more prominent role for the board of directors, with the aim of expediting capital-raising operations while maintaining adequate shareholder protection. The study concludes by emphasizing the need for a European level reconsideration of the pre-emption right's function, seeking a balance between investor safeguards and market competitiveness.

Keywords: Pre-emption right, capital increase, authorized capital increase, capital markets, shareholders' protection.

Sommario: 1. Premessa: riforme della disciplina dell'aumento di capitale. 2. Modifiche (provvisorie o strutturali) alla disciplina italiana del diritto di opzione. 3. La disciplina spagnola: semplificazioni in materia di esclusione del diritto di opzione. 4. (Segue) Novità in materia di aumento delegato e di esecuzione dell'aumento. 5. Considerazioni di insieme: l'esclusione semplificata del diritto di opzione e la funzione della percentuale predeterminata del capitale. 6. (Segue) Relazione dell'organo amministrativo e prezzo di mercato. 7. Conclusioni.

1. PREMESSA: RIFORME DELLA DISCIPLINA DELL'AUMENTO DI CAPITALE

Negli ultimi anni vi sono stati vari interventi volti a migliorare e rafforzare il mercato dei capitali europeo, in quanto l'attrazione e l'incremento degli investimenti nelle società di capitali costituisce senz'altro una delle finalità di politica legislativa sia nei singoli Stati membri, sia a livello euro-unitario, sulla base dell'obiettivo prima della *Capital Markets Union*¹ e, più di recente, dell'Unione dei Risparmi e degli Investimenti (*SIU*) nonché della creazione del ventottesimo statuto².

In tale contesto, l'istituto dell'aumento del capitale, nonostante la sua rilevanza fondamentale dal punto di vista del diritto tanto societario quanto dei mercati finanziari, non è stato, tuttavia, al centro della riflessione e dell'interesse del legislatore, fatta eccezione per alcune disposizioni volte a far fronte alle principali crisi, in particolare finanziaria e pandemica³.

Si è però da più parti rilevato che il processo di collocamento sul mercato delle azioni richiede nella prassi più rapidità e flessibilità rispetto a quella consentita dal sistema vigente: da qui una serie di modifiche legislative recenti che sono intervenute, in particolare, e con diversa estensione, sulla disciplina delle società con azioni quotate in mercati regolamentati o negoziate in sistemi multilaterali, ed in particolare sul diritto di opzione degli azionisti e sull'ambito della delega all'organo amministrativo.

¹ V. tra i documenti più importanti il Libro verde *Building a Capital Markets Union*, 18 febbraio 2015, nonché l'*Action Plan* del 24 settembre 2020 della Commissione europea, nonché, da ultimo, le iniziative facenti parte del cd. *Listing Act*, a partire dal Regolamento UE 2024/2809 del Parlamento europeo e del Consiglio del 23 ottobre 2024 (tutti i documenti sono reperibili in www.eur-lex.europa.eu/legal-content).

² V. la Comunicazione della Commissione europea del 29 gennaio 2025, COM (2025), *Una bus-sola per la competitività dell'Unione europea*, su cui le valutazioni (in merito alla proposta di ventottesimo statuto) di P. Hommelhoff-V. Goll-A.P. Stern, *Die 28. Rechtsform*, in *NZG*, 2025, 915 ss.

³ Lo rileva, ad esempio, J. Koch, *Die Reform des Kapitalerhöhungsrechts durch das ZuFinG*, in *Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2023*, Köln, 2024, 33 ss.

Molti di questi interventi sono stati guidati (se non espressamente promossi) dalle richieste delle imprese innovative e in forte crescita, bisognose di un significativo e più efficiente ricorso a finanziamenti⁴; e sono stati anche determinati dai pericoli derivanti dalla concorrenza di altri ordinamenti societari, ritenuti più liberali (*in primis* di alcuni tra gli Stati Uniti, ma anche, all'interno dell'Unione europea, quello olandese)⁵.

Come si dirà, le modifiche legislative in diversi sistemi, complessivamente considerate, confermano - quanto meno per le società con azioni diffuse - la rilevanza della disciplina del diritto di opzione non più nella tradizionale prospettiva della tutela individuale dell'azionista, ma quale regola di funzionamento dell'attività, di finanziamento dell'impresa e di incentivazione all'investimento, con attribuzione di un ruolo sempre più centrale all'organo amministrativo⁶. Inoltre, con riferimento alle società quotate, la disciplina dell'esclusione del diritto di opzione può dirsi ormai collocata ad un livello intermedio tra il sistema tradizionale e classico dell'Europa continentale (attribuzione del diritto, con possibilità di sua esclusione al ricorrere di certi specifici presupposti) e il sistema vigente nella maggioranza degli Stati Uniti (non spettanza, salvo diversa previsione statutaria).

Il diritto di opzione, infatti, sebbene rimanga un punto fermo del sistema societario (*cornerstone of company law*)⁷, come ricordato anche, più volte, dalla Corte di Giustizia dell'Unione europea⁸, può venire legittimamente escluso in modo semplificato al verificarsi di alcune condizioni che predeterminano un interesse collettivo (o, se si preferisce, dell'impresa) all'esclusione, tenendo conto della valorizzazione della natura prevalentemente finanziaria dell'investimento⁹.

⁴ In parallelo le richieste delle medesime imprese hanno spinto anche per modifiche relative alle società di capitali chiuse o private o a base personalistica: v. C. Thomale, *Rechtsvergleichende Anmerkungen zur Austrian Limited*, in S. Kalss-U. Torggler, *Reform des Gesellschaftsrechts*, Wien, 2022, 9 ss.; P. Agstner, *Le s.r.l. aperte: uno sguardo comparatistico*, in *Rivista ODC*, 2024, 198 ss.; M. Speranzin, *La FlexCo e la riforma delle s.r.l. «in permanenza»*, in *Riv. soc.*, 2024, 318 ss.

⁵ G. Ballerini, *Legge Capitali e Regulatory Competition (con particolare riferimento all'ordinamento olandese)*, in *NLCC*, 2024, 961 ss.; N. Joser, *Wettbewerb der Finanzstandorte*, in *AG*, 2024, 677 ss. V. anche G. Petroboni (a cura di), *Amsterdam drive? La mobilità societaria verso i paesi bassi: l'attrattività, gli esiti, i problemi*, Milano, 2025.

⁶ E. Ginevra, *Art. 2441*, in *Le società per azioni*, diretto da Abbadessa e Portale, Milano, 2016, 2618; v. anche, più di recente, A. Picciau, *Art. 2441*, in *Comm. Scialoja-Branca*, a cura di G. De Nova, Bologna, 2025, 351 ss.

⁷ Secondo la definizione di P. Myners, *Pre-emption Rights: Final Report*, 2005, in www.dti.gov.uk. Lo sottolinea di recente anche J. Koch, *Die Reform des Kapitalerhöhungsrechts durch das ZuFinG*, cit., 35.

⁸ V. Corte di Giustizia, 19 novembre 1996, C-42/95 (*Siemens/Nold*) e Corte di Giustizia, 18 dicembre 2008, C-338/06, su cui si tornerà in seguito.

⁹ G. Giannelli, *L'aumento di capitale a pagamento*, in *Liber amicorum G.F. Campobasso*, III, Torino, 2007, 276; A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, Milano, 2013, *passim*; nel sistema

Come si diceva, non si è ancora deciso di intervenire *direttamente*, nonostante le varie sollecitazioni sul punto giustificate dalla necessità di maggiori finanziamenti a titolo di *equity*¹⁰, sulla *disciplina euro-unitaria* in materia di aumenti del capitale sociale, e quindi, in particolare, sulla direttiva UE 2017/1132 (artt. 68 e ss.). Quest'ultima, infatti, contiene, come noto, previsioni che vincolano le legislazioni nazionali sia relativamente alla disciplina del diritto di opzione in caso di aumenti da sottoscrivere in danaro (art. 72), sia relativamente alla competenza assembleare a deliberare l'operazione di aumento o ad introdurre la delega a favore dell'organo amministrativo (art. 68)¹¹. *Indirettamente*, tuttavia, la disciplina in materia di aumento del capitale sociale è stata di recente incisa - ma è argomento di cui non si tratterà specificamente in questa sede - dall'art. 32 della direttiva UE 2019/1023, che consente deroghe agli artt. 68 e 72, nella misura e per il periodo in cui tali deroghe siano necessarie «per l'istituzione dei quadri di ristrutturazione preventiva»¹², tanto da far discutere di un vero e proprio diritto delle acquisizioni di società in ristrutturazione attraverso l'esclusione del diritto di opzione dei soci¹³.

Al fine di fornire un quadro comparatistico utile per valutare le linee di tendenza europea, dopo una sintesi delle più recenti modifiche alla disciplina dell'aumento di capitale in Italia con alcuni riferimenti alle progettate disposizioni, poi eliminate nel testo finale, della legge sulla competitività del mercato dei capitali (l. n. 21 del 5 marzo 2024), si prenderà in esame, in questa sede, la disciplina spagnola riformata nel corso degli ultimi anni¹⁴.

spagnolo v. C. Alonso Ledesma, *La reforma de los aumentos de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades cotizadas*, in *Rev. der. del mercado de valores*, n. 27, 2020, 5.

¹⁰ V. in particolare l'iniziativa *SLIM (Simpler Legislation for the Internal Market)* ricordata da H. Hirte, *Issuing new Shares and Pre-emptive Rights. Recent issues in European Corporate Statutes*, in *La società per azioni oggi*, a cura di P. Balzarini-G. Carcano-M. Ventoruzzo, Milano, 2007, 738. Tali sollecitazioni sono state rafforzate nel periodo pandemico: v. L. Enriques, *Pandemic-Resistant Corporate Law: how to help companies cope with existential threats and extreme uncertainty during the Covid-19 crisis*, in *ECFR*, 2020, 264; M.S. Spolidoro, *Nuove e diverse soluzioni di aumento del capitale e diritto di opzione in situazioni di emergenza*, in *Riv. soc.*, 2020, 415 ss. Una sintesi, di recente, delle specificità dell'aumento del capitale nei periodi di crisi è contenuta nel lavoro di J.L. Lorber, *Stabilierungsmaßnahmen nach dem StFG und WStBG*, Berlin, 2024, 1 ss.

¹¹ In generale sull'interpretazione della disciplina comunitaria in materia di aumento del capitale sociale v. S. Grundmann, *Europäisches Gesellschaftsrecht*2, Franz Vahlen, Heidelberg, 2011, 183 ss.; M. Habersack-D.A. Verse, *Europäisches Gesellschaftsrecht*5, C.H. Beck, München, 2019, 255 ss.

¹² V. anche sul punto il *Considerando* n. 96 della direttiva UE 2019/1023.

¹³ S. Mock, *(Einseitige) Bezugsrechtsgewährung in Restrukturierungsplänen*, in *NZG*, 2024, 769 ss.; J. Pulgar Ezquerro-M. Iribarren Blanco, in *Comentario del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas*, Director J.M. Embid Irujo, 2024, 348 ss.; J. Pulgar Ezquerro, *La posición de los socios en los nuevos planes de restructuración: dos años de aplicación práctica*, in *Diario La Ley*, 13 dicembre 2024, 3 ss.; E. Ginevra-M. Speranzin, *Le operazioni sul capitale nella società in crisi tra diritto interno e comparato*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2025, I, 280 ss.

¹⁴ Per le novità apportate dalla disciplina tedesca dal *Zukunftsfinanzierungsgesetz (ZuFinG)*, entrato

2. MODIFICHE (PROVVISORIE O STRUTTURALI) ALLA DISCIPLINA ITALIANA DEL DIRITTO DI OPZIONE.

Come noto, nell'ordinamento italiano gli interventi dell'ultimo periodo risultano tutto sommato contenuti, anche se possono evidenziarsi alcune novità suscettibili di ulteriori sviluppi.

Nel 2020 il legislatore ha facilitato gli investimenti a titolo di *equity* nel contesto pandemico. Il cd. decreto Semplificazioni¹⁵ ha introdotto alcune misure di carattere *temporaneo* (utilizzabili sino al 30 giugno 2021): tra queste una minor difficoltà deliberativa attraverso la riduzione dei *quorum* assembleari (sia di s.p.a. che s.r.l.) necessari per deliberare aumenti di capitale a titolo oneroso in danaro o in natura¹⁶; l'ampliamento della portata dell'art. 2441, comma 4, secondo periodo (c.d. esclusione semplificata del diritto di opzione nelle società con azioni quotate, da alcuni qualificata come un'ipotesi di vera e propria non spettanza del diritto¹⁷), con una norma che consentiva l'adozione della delibera anche in mancanza della (altrimenti richiesta) clausola statutaria, e fino alla misura del 20% (anziché del 10% come previsto dall'art. 2441 c.c.) del capitale preesistente.

La possibilità di rendere strutturali e generali questi interventi provvisori era stata supportata¹⁸ dal *Libro Verde sulla competitività dei mercati finanziari italiani* curato dal Dipartimento del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 2022¹⁹, in cui era sta-

in vigore nel 2024, si rinvia a J. Koch, *Die Reform des Kapitalerhöhungsrechts durch das ZuFinG*, cit., 33 ss.; J. Lieder-R. Hilser, *Die Reform der Eigenkapitalfinanzierung durch das Zukunftsfinanzierungsgesetz*, in ZHR, 2024, 190 ss.; K. von der Linden, *Neuerungen im Kapitalerhöhungsrecht*, in AG. ZuFinG-Sonderbeilage, 2024, 24 ss.; v. anche M. Speranzin, *Competitividad de los mercados y desarrollos en tema de aumento de capital y derecho de suscripción preferente*, cit., §§ 3 e ss.

¹⁵ Art. 44 del d.l. 16 luglio 2020, n. 76, convertito nella l. 11 settembre 2020, n. 120: su quest'ultima disciplina v. Circolare Assonime n. 25 del 2 ottobre 2020, in *Riv. soc.*, 2020, 1177 ss.; v. P. Marchetti, *Provvedimenti emergenziali (c.d. decreto "Semplificazioni") ed aumento di capitale*, in *Riv. soc.*, 2020, 1165 ss.

¹⁶ Nonché per introdurre la clausola di delega all'organo amministrativo, anche con esclusione o limitazione del diritto di opzione o sottoscrizione dei soci (art. 44, commi 1 e 2): cfr. V. Pinto-M. Speranzin, *Aumento di capitale "Covid-19" e poteri indisponibili della maggioranza*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2021, 13 ss.

¹⁷ V. A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, cit., 85 ss. e 110; E. Ginevra, *Art. 2441*, cit., 2637. In senso contrario, per la tesi prevalente v. G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e del suo utilizzo*, in AGE, 2017, 264 ss., la quale osserva che la clausola statutaria deve essere resa operativa in relazione alla singola emissione da realizzare, e quindi si tratta di un'ipotesi di vera e propria esclusione, seppure semplificata; conforme M. Onza, *Gli aumenti del capitale*, in P. Spada (a cura di), *La società per azioni*, in *Trattato Indica-Zatti*, Milano, 2025, 144, che si esprime in termini di disattivazione del diritto.

¹⁸ Seppure con la motivazione, che pare non del tutto corretta con riferimento alla prima regola (quella della riduzione dei *quorum* non solo legali, ma anche statutari), della necessità di un maggior spazio per l'autonomia statutaria.

¹⁹ V. www.dt.mef.gov.it, 30 ss., nonché la *Relazione illustrativa degli esiti della consultazione avente ad*

ta anche evidenziata la necessità di allineare gli strumenti di accesso al mercato dei capitali con gli altri ordinamenti europei.

Le relative proposte normative (la prima, quella avente a riferimento i quozienti assembleari, solo con riferimento alla s.p.a., e non alla s.r.l.) erano state dunque inserite all'art. 8 (rubricato *Misure a favore degli aumenti di capitale*) in una prima versione del disegno di legge sulla competitività del mercato dei capitali²⁰, in linea con quanto proposto nel Regno Unito, ove alcune regole del periodo Covid sono state estese e sono divenute strutturali²¹. Il contenuto dell'originario art. 8 è stato, tuttavia, successivamente eliminato dal testo finale della già ricordata legge sulla competitività del mercato dei capitali, fermo restando che l'intervento, in corso di discussione a livello legislativo, sulla disciplina degli emittenti azioni quotate, ai sensi dell'art. 19 della medesima legge capitali, potrebbe comprendere anche una modifica dell'esclusione semplificata del diritto di opzione nel senso che si era programmato.

Contestualmente, sempre nel 2020 sono state anche introdotte, dal medesimo decreto Semplificazioni, modifiche della disciplina dell'aumento di capitale di carattere *definitivo*, riferite alla sola s.p.a.

Tra queste rileva, in particolare, l'intervento all'art. 2441, comma 4, secondo periodo: è stata estesa la disciplina dell'esclusione semplificata del diritto di opzione anche alle società con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione²². Inoltre si è previsto - diversamente da quella che doveva considerarsi l'opinione prevalente²³, e in senso contrario sia all'esigenza di una più rapida realizzazione dell'operazione, sia della interpretazione della previsione come di un caso di non spettanza del diritto²⁴ - che anche per gli aumenti di capitale disciplinati all'art. 2441, comma

oggetto il libro Verde, 1 luglio 2022, 6, ove osservato che secondo alcuni le misure introdotte nel 2020 si sono rivelate un importante strumento di crescita per le imprese italiane.

²⁰ Entrambe le modifiche avrebbero dovuto avere, nel progetto di legge, una durata comunque limitata, fino al 30 aprile 2025.

²¹ Cfr. M. Austin, *UK Secondary Capital Raising Review*, July 2022, in www.gov.uk, 5, per la necessità di rendere strutturali le regole di facilitazione all'aumento previste nel periodo del Covid, con particolare riferimento alla regola del limite del 20% del capitale sociale per l'esclusione semplificata del diritto, regola su cui si tornerà.

²² V. in particolare per la possibile rilevanza sistematica della modifica P. Marchetti, *Provvedimenti emergenziali (c.d. decreto "Semplificazioni") ed aumento di capitale*, cit., 1168 ss.

²³ G. Balp-M. Ventoruzzo, *Esclusione del diritto di opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, in *Riv. soc.*, 2004, 816; G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e del suo utilizzo*, cit., 257.

²⁴ V. *supra*, nota 17.

4, seconda parte, c.c. (e anche al di fuori del periodo Covid) risulti necessario redigere, depositare e pubblicare una relazione dell'organo amministrativo contenente le ragioni dell'esclusione o della limitazione del diritto di opzione, nonché i criteri adottati nella determinazione del prezzo di emissione. Una disciplina, quest'ultima, che solleva numerose perplessità ad un confronto comparatistico²⁵.

3. LA DISCIPLINA SPAGNOLA: SEMPLIFICAZIONI IN MATERIA DI ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE.

Le importanti novità introdotte in Spagna in materia di aumento del capitale dalla Ley n. 5 del 12 aprile 2021 (preceduta dal progetto di legge del 7 settembre 2020), entrata in vigore il 3 maggio 2021, sono state giustificate non da quello che costituiva l'obiettivo principale della menzionata legge, ossia la trasposizione nell'ordinamento spagnolo della direttiva 2017/828/UE (di modifica della direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti)²⁶; la giustificazione dell'intervento in materia del legislatore è stata, invece, sulla base di un'indicazione dell'autorità spagnola di vigilanza sui mercati (CNMV)²⁷, quella di facilitare e rendere più veloce, competitivo ed efficiente il processo di collocamento di nuove operazioni sul mercato primario, in particolare nel caso di aumenti riservati ad investitori professionali o istituzionali, e comunque di rendere più attrattiva l'apertura al mercato delle società di capitali spagnole²⁸. In tal modo si è voluta modernizzare la disciplina, che era considerata sul punto, prima del 2021, tradizionale e particolarmente conservatrice rispetto ad altri ordinamenti europei continentali (in particolare Germania e Italia), con potenziale pregiudizio degli interessi alla raccolta dei capitali²⁹; la normativa spagnola era stata peraltro

²⁵ V. *infra*, par. 5 e ss.

Non è, inoltre, stato accolto, nella menzionata l. n. 21 del 2024, neppure l'ulteriore invito a consentire alle *start-ups*, e comunque alle società non quotate che hanno necessità di raccogliere capitali, una disciplina di favore relativa all'esclusione del diritto di opzione o di emissione delle partecipazioni senza necessità di fissare un determinato prezzo, come era stato auspicato nella *Relazione illustrativa degli esiti della consultazione avente ad oggetto il libro Verde*, 1 luglio 2022, 6, nt. 16.

²⁶ C. Alonso Ledesma, *La reforma de los aumentos de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades cotizadas*, in *Rev. der. del mercado de valores*, n. 27, 2020, 1.

²⁷ V. <http://cnmv.es>, newsletter n. 95 del 27 ottobre 2020.

²⁸ V. l'Artículo VIII del Preámbulo de la Ley 5/2021. Cfr. L. Hernando Cebriá, *Exclusión del derecho de preferencia en los aumentos de capital en las sociedades cotizadas*, relazione proposta al Convegno italo-spagnolo del 4 e 5 aprile 2024 di Padova, letta per cortesia dell'Autore.

²⁹ Nella dottrina spagnola v. J. García De Enterría, *Sociedades cotizadas, aumentos de capital y derecho de suscripción preferente. Una consideración económica*, Madrid, 2003, *passim*; C. Alonso Ledesma, *La reforma de los aumentos de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades cotizadas*, in *Rev. der.*

anche oggetto, in passato, di un'importante sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione europea, che aveva riconosciuto la sua non conformità ai precetti della (allora) Seconda direttiva in materia societaria³⁰.

La modifica è, pertanto, intervenuta sulle disposizioni speciali contenute nel titolo IV, capitolo III, della legge delle società di capitali, che sono riservate alle società anonime quotate, con particolare riferimento alla materia della sottoscrizione delle azioni (Artt. 503 ss. *LSC*).

L'obiettivo ricordato di maggiore favore per il mercato è stato perseguito in primo luogo attraverso l'ampliamento *soggettivo* dell'ambito applicativo delle disposizioni speciali volte a facilitare l'aumento di capitale e l'esclusione del diritto di opzione, regime che è stato esteso - insieme ad altre norme settoriali - anche alle società per azioni le cui partecipazioni sono ammesse alla negoziazione in sistemi multilaterali di negoziazione (in particolare il *BME Growth Market*)³¹.

In secondo luogo attraverso un ampliamento *oggettivo* dell'ambito applicativo delle disposizioni di facilitazione, esteso anche agli aumenti di capitale diretti ad incrementare la diffusione delle azioni in via funzionale a raggiungere i requisiti che consentono l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione. Il regime speciale caratterizza dunque le società anche solo potenzialmente aperte o quotate³².

In terzo luogo, l'apertura a maggiori investimenti è stata perseguita attraverso una disciplina sostanziale, considerata più efficiente, *sia* dell'esclusione del diritto di opzione in relazione all'emissione di azioni e obbligazioni convertibili; *sia* dell'esecuzione (anche attraverso delega all'organo amministrativo) e della rapida «chiusura» dell'aumento nelle società quotate, norme volte a facilitare l'operazione tenendo conto degli effetti che il collocamento dell'operazione sul mercato primario determina sul prezzo di quotazione nel mercato secondario³³.

La prima disposizione su cui vi è stato un intervento sostanziale è il nuovo - e

del mercado de valores, n. 27, 2020, 1 ss.

³⁰ V. Corte di Giustizia, 18 dicembre 2008, C-338/06, su cui in particolare il saggio di C. García Grewe, *El precio de emisión de la acciones en los aumentos de capital realizados por las sociedades cotizadas sin derecho de suscripción preferente*, in *Estudios de derecho mercantil en memoria del Profesor Sánchez Andrés*, Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2010, 419 ss.; in Italia v. il saggio di R. Weigmann, *Le obbligazioni convertibili perdono il diritto di opzione*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 339 e ss.

³¹ Per il parallelo con quanto avvenuto in Italia v. il par. 2.

³² M.J. Castellano Ramírez, *La ejecución del aumento del capital de las sociedades cotizadas tras la ley 5/2021, de 12 de abril*, in *Rev. der. merc.*, 2022, 176.

³³ Su cui v., rispettivamente, questo paragrafo e quello successivo.

molto criticato nella sua attuale formulazione, particolarmente ambigua, come si vedrà - art. 504 della *Ley de Sociedades de Capital*.

Ai paragrafi 1-3 di tale articolo è stata eliminata la necessità, per consentire l'esclusione del diritto di opzione degli azionisti, della relazione di un esperto indipendente, nominato dal *Registro Mercantil*. Ciò a due condizioni, una quantitativa e una di prezzo: che l'emissione delle azioni o obbligazioni convertibili non superi l'importo del 20% del capitale sociale; e che si realizzi per un prezzo non superiore al 10% in meno rispetto al valore ragionevole dell'azione, valore determinato dalla relazione degli amministratori sulla base del prezzo di mercato delle azioni stabilito, in via presuntiva, con riferimento alla quotazione di borsa³⁴. Rimane, invece, necessaria per la delibera di aumento la relazione dell'organo amministrativo, prevista nella norma generale dell'art. 308 della *Ley de Sociedades de Capital*; essa deve giustificare la conformità all'interesse sociale dell'esclusione del diritto di opzione.

La nuova previsione ha, dunque, la fondamentale funzione di avvicinare l'ordinamento spagnolo ad altri sistemi che prevedono una disciplina di favore per l'aumento nelle società con azioni diffuse, e quindi velocizzare il processo di aumento del capitale sociale, dato che il tempo medio di nomina dell'esperto, sua accettazione dell'incarico e predisposizione della relazione a volte superava, nella prassi, i due mesi³⁵. Inoltre la funzione della relazione dell'esperto (indicare il valore ragionevole dell'azione; il valore teorico del diritto di opzione che s'intende escludere; la ragionevolezza dei dati contenuti nella relazione degli amministratori)³⁶, se può essere di rilievo nelle società non quotate, non ha la stessa importanza nelle società quotate, qualora il prezzo di emissione sia in linea con il prezzo di quotazione (cui dovrebbe tendere, nei casi ordinari, anche il valore teorico del diritto di opzione). Inoltre si semplifica l'operazione di aumento del capitale sociale nei casi in cui l'azionista può comunque mantenere la sua quota partecipativa attraverso acquisti sul mercato e per un valore che, in via presuntiva, si ritiene ragionevole, in quanto sostanzialmente

³⁴ In altre parole: si presume che il valore ragionevole dell'azione sia quello che non si distacca più del 10% dal valore di mercato, ricavato dal prezzo di borsa o, se si preferisce, che il valore ragionevole dell'azione possa essere determinato fino ad un 10% di meno rispetto al prezzo di borsa.

³⁵ C. Alonso Ledesma, *Algunas cuestiones sobre el aumento de capital en la sociedad cotizada con exclusión del derecho de suscripción preferente*, in *Homenaje a A. Sequiera Martín*, Madrid, 2022, 171; A. Vaquerizo Alonso, *La nueva regulación de la exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades anónimas cotizadas*, in *Rev. der. soc.*, 2022, 91.

³⁶ Art. 308, comma 2, della *Ley de Sociedades de Capital*, su cui v. C. García Grewe, *El derecho de suscripción preferente. Exclusión, inexistencia y configuración estatutaria*, Cizur Menor, 2014, 259 ss.

conforme a quello reale, corrispondente al prezzo di borsa. Lo sconto pari ad un valore fino al 10% rispetto al prezzo di quotazione è ritenuto, infatti, adeguato, in ragione del rischio di fluttuazione del valore di borsa e come incentivo al collocamento, e la presunzione dovrebbe attribuire sicurezza giuridica riducendo il rischio di impugnazioni strumentali³⁷, sebbene, in senso critico, si sia rilevata la mancata indicazione del periodo di riferimento per il valore di borsa da considerare ai fini della valutazione dello sconto massimo³⁸.

Rimane ferma la possibilità per la società (e quindi per l'organo amministrativo) di richiedere comunque, anche al ricorrere dei presupposti della facilitazione, la nomina dell'esperto indipendente, in particolare quando il prezzo di quotazione non rifletta adeguatamente il valore delle azioni, come ad esempio può accadere nel caso di sistemi multilaterali di negoziazione poco liquidi e con scambi limitati; si è, infatti, sottolineato da parte della dottrina, con una considerazione di indubbio interesse anche per la disciplina italiana, che un ulteriore presupposto applicativo, implicito, della previsione è rappresentato dall'esistenza di un mercato sufficientemente liquido³⁹.

A fronte di tali modifiche della disciplina sono comunque state avanzate, come si accennava, numerose critiche, soprattutto tenendo conto della valutazione generale secondo cui la legge avrebbe potuto spingersi oltre nella semplificazione delle regole.

In primo luogo, in relazione al requisito dell'indicazione dell'interesse sociale che può giustificare l'esclusione del diritto di opzione; tale requisito è stato, in generale, importato nella legge spagnola dalla disciplina italiana (art. 2441, comma 5, c.c.), e rimane, come si diceva, alla base della relazione dell'organo amministrativo nella norma generale, valida per tutte le società di capitali, dell'art. 308 della *Ley de Sociedades de Capital*. Orbene: tale valutazione di conformità all'interesse sociale avrebbe potuto essere, secondo la dottrina, soprattutto tenendo conto dell'esperienza tedesca e italiana, eliminato, o comunque semplificato in occasione della novella, in corrispondenza con il dibattito da tempo esistente in Europa sul limitato ruolo nelle società quotate del

³⁷ Nel caso di aumenti di capitali che precedono l'ammissione alla negoziazione delle partecipazioni si deve intendere quale valore ragionevole il prezzo fissato nell'offerta di sottoscrizione, a meno che, per il ridotto numero di sottoscrittori o altre circostanze, non sia giustificato ritenere che tale prezzo corrisponda al valore di mercato: v. C. Alonso Ledesma, *Algunas cuestiones sobre el aumento de capital en la sociedad cotizada con exclusión del derecho de suscripción preferente*, cit., 183.

³⁸ A. Vaquerizo Alonso, *La nueva regulación de la exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades anónimas cotizadas*, cit., 105, osserva come la *Norma Técnica de elaboración del Informe especial* preveda un periodo di tre mesi, salvo giustificazione di una diversa valutazione.

³⁹ A. Vaquerizo Alonso, *La nueva regulación de la exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades anónimas cotizadas*, cit., 103.

diritto di opzione, in connessione con i costi legati al suo mantenimento nel processo di aumento di capitale e i vantaggi, invece, rivestiti dai collocamenti privati⁴⁰.

In secondo luogo, si è osservato, sempre in senso critico, che la relazione dell'esperto - non imposta, a livello europeo, dalla direttiva n. 2017/32 - è di norma non rilevante anche nei casi di emissione per un importo uguale o superiore al 20% del capitale, come del resto si era previsto nella versione anteriore dell'art. 504 contenuta nel progetto di legge spagnola del 2020. E' vero che in tali casi (emissione uguale o superiore al 20%) l'incidenza sui diritti amministrativi dei soci è molto maggiore, e lo sforzo economico per il mantenimento di una partecipazione pari alla precedente sulla base di acquisti sul mercato potrebbe essere non sostenibile; ma - si osserva - la relazione dell'esperto comunque non ha la funzione di entrare nel merito delle scelte relative all'interesse sociale che sottende l'esclusione del diritto di opzione, ma riguarda solo dati di tipo economico dell'emissione azionaria⁴¹. Né la necessità della relazione pare possa giustificarsi nel dotare di maggiore sicurezza giuridica le operazioni più rilevanti, dato il già ricordato contenuto della relazione dell'esperto.

La ragione del mantenimento del limite per la facilitazione del 20% è, in definitiva, stata individuata nel favorire operazioni riservate ad investitori istituzionali e che non richiedono la predisposizione del prospetto informativo⁴².

La seconda modifica rilevante in materia di diritto di opzione, sempre relativa al nuovo art. 504 della *Ley de Sociedades de Capital*, riguarda il paragrafo 4 della disposizione, che prevede che le azioni possano essere emesse anche ad un prezzo inferiore al valore ragionevole, e quindi anche con uno sconto superiore al 10% rispetto al prezzo di quotazione, qualora *da un lato* gli amministratori illustrino nella propria relazione non solo l'interesse sociale che giustifica l'esclusione del diritto di opzione, ma anche la determinazione di quel tipo di emissione proposto, e quindi le ragioni di

⁴⁰ C. Alonso Ledesma, *La reforma de los aumentos de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades cotizadas*, cit., 9, secondo la quale il legislatore spagnolo ha scelto una soluzione ancora conservatrice.

⁴¹ V. A. Vaquerizo Alonso, *La nueva regulación de la exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades anónimas cotizadas*, cit., 99 ss., che sottolinea ulteriormente il collegamento stabilito tra il limite previsto per la non obbligatorietà della relazione dell'esperto e quello della delega all'aumento di capitale, su cui v. *infra* il par. successivo.

⁴² Anche nei casi di emissione che superi quantitativamente il 20% del capitale sociale (che, oltre a richiedere la relazione dell'esperto è, come si vedrà, di competenza esclusiva dell'assemblea) si deve peraltro ritenere che il prezzo di quotazione (con un ribasso nei limiti del 10%) costituisca il valore ragionevole dell'azione, salva diversa indicazione dell'organo amministrativo: v. ancora A. Vaquerizo Alonso, *La nueva regulación de la exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades anónimas cotizadas*, cit., 89.

quello specifico prezzo; *d'altro lato* la relazione dell'esperto indipendente, allora come detto necessaria, analizzi espressamente l'importo della diluizione delle partecipazioni attesa a seguito dell'aumento di capitale, nonché la ragionevolezza dei dati e della giustificazione presentati dall'organo amministrativo⁴³.

Si intende superare, con tale previsione, il regime speciale contenuto nell'abrogato art. 505 della *Ley de Sociedades de Capital*, secondo cui il valore patrimoniale netto dell'azione, determinato dalla relazione dell'esperto, doveva ritenersi il limite minimo al prezzo di emissione, anche quando il prezzo di quotazione fosse inferiore a tale valore⁴⁴. Soluzione che veniva criticata sia dai fautori della necessità di liberalizzare la disciplina dell'esclusione del diritto di opzione nelle società quotate, in quanto si riteneva in tal modo molto difficile collocare le azioni (e quindi realizzare l'operazione di finanziamento) nel caso in cui il prezzo di borsa delle azioni fosse inferiore⁴⁵; sia da coloro che propongono la necessità di limitare la discrezionalità nella determinazione del prezzo, e che ritenevano, pertanto, la norma dal contenuto troppo generale, dato che avrebbe consentito qualunque prezzo di emissione, purché superiore al valore patrimoniale netto⁴⁶.

La norma quindi *da un lato* specifica, al fine di facilitare il collocamento, la legittimità di sconti rispetto al prezzo di quotazione anche superiori al 10%, purché giustificati, ad esempio, da una particolare situazione di mercato, o dalla necessità dell'ingresso di un determinato nuovo socio; *d'altro lato* (nel combinato disposto con gli artt. 505 e 506, che si analizzeranno dappresso) riconosce solo all'assemblea il potere di deliberare l'emissione delle nuove azioni ad un prezzo inferiore al valore ragionevole, ancorato al prezzo di mercato⁴⁷.

La nuova formulazione del paragrafo 4 determina allo stato una significativa differenza tra società quotate e non, perché nelle seconde (e a maggior ragione nella s.r.l.)

⁴³ Secondo A. Vaquerizo Alonso, *La nueva regulación de la exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades anónimas cotizadas*, cit., 119, in questi casi la specificazione nella relazione dell'esperto dell'importo della diluizione attesa è essenziale affinché gli azionisti possano valutare se la perdita patrimoniale è compensata dalla finalità cui tende l'emissione; v. anche C. Alonso Ledesma, *Algunas cuestiones sobre el aumento de capital en la sociedad cotizada con exclusión del derecho de suscripción preferente*, cit., 173.

⁴⁴ A. Vaquerizo Alonso, *La nueva regulación de la exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades anónimas cotizadas*, cit., 85.

⁴⁵ J. García De Enterría, *Sociedades cotizadas, aumentos de capital y derecho de suscripción preferente. Una consideración económica*, cit., 40.

⁴⁶ C. García Grewe, *El precio de emisión de las acciones en los aumentos de capital realizados por las sociedades cotizadas sin derecho de suscripción preferente*, cit., 436.

⁴⁷ Cfr. A. Vaquerizo Alonso, *La nueva regulación de la exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades anónimas cotizadas*, cit., 115.

la dottrina spagnola non ritiene consentiti spazi di discrezionalità nella determinazione del prezzo di emissione diversi da quello del valore ragionevole (reale nella *limitada*) della partecipazione.

4. (SEGUE) NOVITÀ IN MATERIA DI AUMENTO DELEGATO E DI ESECUZIONE DELL'AUMENTO.

I novellati articoli 505 e 506 della *Ley de Sociedades de Capital* intervengono sulla precedente disciplina della delega all'organo amministrativo, rispettivamente qualificabile come tecnica (art. 505) oppure vera e propria (art. 506), in materia di aumento di capitale o di emissione di obbligazioni convertibili in azioni. Anche in tal caso si rendeva necessario adeguare la normativa spagnola alla prassi internazionale degli aumenti, e in particolare alla tecnica dei collocamenti accelerati⁴⁸.

La prima disposizione consente la delega (cd. tecnica o esecutiva⁴⁹) all'organo amministrativo della fissazione della data o del prezzo di emissione delle azioni o di altre condizioni dell'emissione; in particolare il prezzo può essere determinato direttamente dal consiglio che può anche scegliere, in alternativa ad una sua determinazione al momento dell'esercizio della delega, di limitarsi a stabilire il procedimento che ritiene adeguato per la sua fissazione, tenendo conto della prassi di mercato e fermo restando che il prezzo di emissione corrisponda al valore ragionevole dell'azione⁵⁰.

Si tratta di una norma significativa per l'ordinamento spagnolo dato che la regola generale è che sia l'assemblea a dover necessariamente determinare il prezzo di emissione (art. 297, c. 1 a) della *Ley de Sociedades de Capital*). La nuova regola dovrebbe servire in particolare, come si diceva, per le operazioni di *accelerated bookbuilding*⁵¹, sebbene, secondo la dottrina, lasci uno spazio di manovra tutto sommato limitato: da un lato la convocazione dell'assemblea per l'attribuzione della delega all'organo amministrativo deve essere comunque accompagnata da una relazione degli amministratori che potrebbe (anche se non pare dovrebbe) dare indicazioni

⁴⁸ C. Alonso Ledesma, *Algunas cuestiones sobre el aumento de capital en la sociedad cotizada con exclusión del derecho de suscripción preferente*, cit., 175.

⁴⁹ V. per le conseguenze applicative della distinzione tra delega tecnica e vera e propria, nonché le difficoltà di distinzione nei casi concreti, G. Sandrelli, *Delega ad aumentare il capitale e aumenti delegati con e senza diritto di opzione: questioni aperte*, in AGE, 2017, 296 ss., ove ulteriori riferimenti.

⁵⁰ Sulla determinazione del valore ragionevole dell'azione v. il paragrafo precedente.

⁵¹ C. Alonso Ledesma, *La reforma de los aumentos de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades cotizadas*, cit., 12.

sul prezzo minimo di emissione; d'altro lato la discrezionalità di fissare un prezzo inferiore al valore ragionevole (e quindi con uno sconto superiore al 10%) sembra possa essere riservata (v. art. 504, par. 4) - ma il punto non è pacifico - solo all'assemblea dei soci⁵².

Sulla base del nuovo art. 506 della *Ley de Sociedades de Capital*, disposizione ritenuta molto importante, alla luce dei dubbi che la previa impostazione conservatrice della legge spagnola aveva sollevato sul tema⁵³, può essere attribuita all'organo amministrativo una vera e propria delega, ossia il potere di decidere l'aumento del capitale sociale (o l'emissione di obbligazioni convertibili), nonché l'ulteriore potere di escludere il diritto di opzione dei soci, sempre che l'interesse della società lo esiga⁵⁴. La proposta di delega all'organo amministrativo di tali facoltà deve essere espressamente indicata nell'avviso di convocazione, e non può riferirsi ad un ammontare superiore al 20% del capitale esistente al momento della delega, al fine di consentire un uso, definito prudente, dell'istituto della doppia delega, soprattutto nell'ottica della protezione degli investitori istituzionali, come già indicato dal *Principio 5* delle *Recomendaciones del Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas* del 2020⁵⁵. Inoltre deve essere messa a disposizione degli azionisti la relazione dell'organo amministrativo che giustifica le proposte di delega⁵⁶, così come dopo l'esercizio della delega deve essere posta a disposizione degli azionisti (e comunicata nel corso della prima

⁵² Favorevole anche ad un aumento con delega all'organo amministrativo alla fissazione di un prezzo inferiore al valore ragionevole dell'azione (purché accompagnato, allora, dalla relazione dell'esperto) C. Alonso Ledesma, *Algunas cuestiones sobre el aumento de capital en la sociedad cotizada con exclusión del derecho de suscripción preferente*, cit., 175.

⁵³ C. Alonso Ledesma, *La reforma de los aumentos de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades cotizadas*, cit., 7.

⁵⁴ La ripetizione del requisito dell'interesse sociale anche nella norma sulla delega evidenzia che il legislatore spagnolo è stato conservatore sul punto, come si ricordava *supra*: v. ancora, in senso particolarmente critico, C. Alonso Ledesma, *La reforma de los aumentos de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades cotizadas*, in *Rev. der. del mercado de valores*, n. 27, 2020, 9.

⁵⁵ C. Alonso Ledesma, *Algunas cuestiones sobre el aumento de capital en la sociedad cotizada con exclusión del derecho de suscripción preferente*, cit., 177, e v. in precedenza Ead., *La reforma de los aumentos de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades cotizadas*, cit., 8, la quale già segnalava, in presenza di una percentuale, indicata nel progetto di legge del 2020, pari al 25%, che i *proxy advisors* non vedono positivamente l'attribuzione di un ampio potere all'organo amministrativo di esclusione dell'opzione in termini percentuali, per non alterare significativamente le quote degli investitori istituzionali. Sottolinea la trasformazione in legge della *soft law* in materia L. Hernando Cebriá, *Exclusión del derecho de preferencia en los aumentos de capital en las sociedades cotizadas*, cit., 5; v. anche J. Pulgar Ezquerro-M. Iribarren Blanco, in *Comentario del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas*, cit., 336 ss.

⁵⁶ Secondo C. Alonso Ledesma, *La reforma de los aumentos de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades cotizadas*, cit., 8, la relazione non deve contenere alcuna indicazione della concreta proposta di esclusione del diritto, né alcuna specifica giustificazione, fermo restando che l'assemblea nel concedere la delega può limitare la discrezionalità dell'organo amministrativo.

assemblea successiva) la relazione dell'organo amministrativo che giustifica le ragioni dell'esclusione del diritto dei soci⁵⁷.

Un'apertura, dunque, all'utilizzo della delega vera e propria rispetto al precedente quadro legislativo, ma con molteplici contrappesi.

Per quanto riguarda, infine, le ulteriori disposizioni introdotte dalla legge del 2021 che intendono favorire il collocamento dell'aumento di capitale, va menzionato in primo luogo il nuovo art. 507 della *Ley de Sociedades de Capital*, che, in deroga alla previsione generale dell'art. 311 secondo cui vige la regola generale dell'inscindibilità dell'aumento per le società azionarie⁵⁸, stabilisce ora che, in mancanza di diversa disposizione della delibera (sia essa assembleare, sia essa consiliare in caso di delega), l'aumento risulti efficace anche in caso di sottoscrizione parziale. Si tratta di una previsione ritenuta idonea a realizzare maggiormente la finalità del collocamento del nuovo capitale nelle società quotate e che accoglie ciò che risulta una prassi di mercato, ossia l'inserimento della clausola della scindibilità dell'aumento⁵⁹.

La norma per parte della dottrina rappresenta una violazione dell'art. 71 della direttiva 2017/1132 (che, come noto, prevede di *default* la inscindibilità dell'aumento), sebbene si sottolinei l'importanza relativa di tale considerazione dato il carattere dispositivo della stessa e, quindi, la possibilità per la società di optare per soluzioni differenti⁶⁰; altra parte della dottrina sottolinea, invece, l'opportunità della stessa anche per la riduzione dei costi nei confronti dei garanti del collocamento per la sottoscrizione incompleta⁶¹.

Infine si è previsto, con il nuovo art. 508, che la delibera di aumento di capitale possa essere iscritta nel *Registro Mercantil* anche prima della sua esecuzione, salvo che

⁵⁷ In particolare, come osserva L. Hernando Cebriá, *Exclusión del derecho de preferencia en los aumentos de capital en las sociedades cotizadas*, cit., 7, la relazione deve dare conto della ragionevolezza, adeguatezza e proporzionalità dell'operazione.

⁵⁸ È diversamente da quanto stabilisce l'art. 310 *LSC* per le *sociedades de responsabilidad limitada*, in ragione della finalità di rafforzare la struttura finanziaria di società strutturalmente sottocapitalizzate: v., già in precedenza, A. Rojo, *El aumento del capital de la sociedad de responsabilidad limitada*, in C. Paz-Ares (coordinador), *Tratando de la Sociedad Limitada*, Civitas, Madrid, 1997, 851 ss.

⁵⁹ M.J. Castellano Ramírez, *La ejecución del aumento del capital de las sociedades cotizadas tras la ley 5/2021, de 12 de abril*, cit., 184 ss., secondo la quale la ragione sottostante alla regola preventiva – ossia la tutela dei sottoscrittori che potrebbero perdere il valore economico dell'azione a seguito di un aumento collocato solo parzialmente, e quindi giudicato negativamente dal mercato – non è tale da giustificarla rispetto al prevalente interesse sociale al collocamento anche parziale dell'aumento.

⁶⁰ V. ancora M.J. Castellano Ramírez, *La ejecución del aumento del capital de las sociedades cotizadas tras la ley 5/2021, de 12 de abril*, cit., 189.

⁶¹ C. Alonso Ledesma, *Algunas cuestiones sobre el aumento de capital en la sociedad cotizada con exclusión del derecho de suscripción preferente*, cit., 181.

sia prevista la clausola di inscindibilità, così derogando alla regola spagnola, tuttora vigente per le società non quotate (né quotande), dell'iscrizione simultanea dell'aumento e dell'attestazione di esecuzione dello stesso.

Si tratta di norma strumentale, ancora una volta, ad accelerare il processo di ammissione alla negoziazione delle nuove azioni, la cui registrazione nei conti e trasmissione può così avere inizio prima dell'iscrizione della delibera nel registro commerciale, a tal fine riducendo il periodo di illiquidità e quindi favorendo, ancora una volta, il collocamento dell'operazione⁶². La sua portata interpretativa viene giudicata, tuttavia, essere anche ulteriore, nel senso di chiarire definitivamente, in modo conforme alla dottrina spagnola maggioritaria anche se non pacifica, che l'iscrizione dell'aumento del capitale nel *Registro Mercantil* rivesta un'efficacia meramente dichiarativa, e non costitutiva⁶³; inoltre essa facilita un'interpretazione degli effetti della dichiarazione di annullamento della delibera di aumento del capitale limitata alla stessa, senza alcun effetto sulle operazioni compiute in esecuzione dell'aumento del capitale, in particolare in materia di emissione e circolazione delle azioni⁶⁴.

5. CONSIDERAZIONI DI INSIEME: L'ESCLUSIONE SEMPLIFICATA DEL DIRITTO DI OPZIONE E LA FUNZIONE DELLA PERCENTUALE PREDETERMINATA DEL CAPITALE.

L'esame della disciplina spagnola e del dibattito che ha accompagnato la novella consente alcune valutazioni in un'ottica di confronto comparatistico⁶⁵.

In generale le recenti modifiche alla disciplina dell'aumento di capitale (sia quella esaminata, sia altre recenti, come quella tedesca o francese) sono state valutate positivamente, in virtù degli obiettivi di politica legislativa perseguiti: come si diceva, è fuori discussione che il rafforzamento del mercato dei capitali europei risulti uno dei principali obiettivi sia a livello euro-unitario, sia nei singoli Stati membri, e che quest'ultimi, in via concorrenziale, seguano i modelli in cui si cerca di rendere la

⁶² M.J. Castellano Ramirez, *La ejecución del aumento del capital de las sociedades cotizadas tras la ley 5/2021, de 12 de abril*, cit., 205.

⁶³ V. ancora M.J. Castellano Ramirez, *La ejecución del aumento del capital de las sociedades cotizadas tras la ley 5/2021, de 12 de abril*, cit., 194 ss. per tutte le questioni sollevate da tale disciplina soprattutto dal punto di vista del diritto dei mercati finanziari.

⁶⁴ Tema, come noto, molto discusso a livello giurisprudenziale anche in Italia.

⁶⁵ In questo lavoro si esamina dal punto di vista comparatistico solo la disciplina generale dell'esclusione semplificata, riservando quella relativa all'aumento del capitale ad altro scritto.

disciplina più flessibile⁶⁶. L'obiettivo indicato è poi spesso declinato in quello della facilitazione delle modalità di raccolta del capitale per favorire le *start-ups* e comunque le imprese in forte crescita. Un notevole ruolo nel processo legislativo è stato attribuito alle valutazioni degli investitori istituzionali e dei consulenti di voto, soprattutto con riferimento alle percentuali del capitale che possono consentire una semplificazione dell'operazione di aumento del capitale, sia in termini di rapporto tra assemblea e amministratori che di condizioni per l'esclusione del diritto⁶⁷.

A seguito delle novità introdotte può, in primo luogo, dirsi accresciuto il distacco e la specialità della disciplina delle società quotate (o, più ampiamente, *aperte al mercato anche solo potenzialmente*) rispetto al regime generale della sottoscrizione dell'aumento del capitale⁶⁸, aspetto che pare rivestire un'indubbia rilevanza interpretativa.

In secondo luogo, emerge come obiettivo comune delle riforme sia l'ulteriore rafforzamento e ampliamento della facoltà di esclusione semplificata del diritto di opzione, nonché del ruolo dell'organo amministrativo, in linea con l'apprezzamento del mercato e l'utilizzo di tali strumenti, in special modo per il collocamento attraverso le diffuse operazioni di *accelerated bookbuilding offering*⁶⁹. Pare, pertanto, che possa ritenersi confermata la portata precettiva *autonoma* dell'ipotesi di esclusione⁷⁰, considerata una *lex specialis*, in quanto l'esistenza di un mercato delle partecipazioni azionarie consente soluzioni ulteriori rispetto alla disciplina generale; circostanza confermata sia dalla disciplina spagnola, sia dalla novella tedesca del *Zukunftsfinanzierungsgesetz* del 2023⁷¹.

⁶⁶ V. in Spagna l'*Apartado VIII del Preámbulo de la Ley 5/2021* e C. Alonso Ledesma, *La reforma de los aumentos de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades cotizadas*, cit., 6. Nelle linee guida recentemente modificate in Gran Bretagna, particolare attenzione è stata data alla disciplina australiana o belga: v. M. Austin, *UK Secondary Capital Raising Review*, July 2022, in www.gov.uk, 64 ss. e 109. Inoltre risulta significativo il richiamo, in Germania, contenuto nella *Begründung Regierungsentwurf ZuFinG*, in *BT-Drucks.* 20/8292, 132 ss. all'ordinamento francese in materia di soglia per la disciplina semplificata dell'esclusione del diritto di opzione.

⁶⁷ Questo dato risulta evidente sia nella discussione del progetto di riforma spagnolo (v. C. Alonso Ledesma, *La reforma de los aumentos de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades cotizadas*, cit., 8), sia in quello tedesco del 2023 (v. K. von der Linden, *Neuerungen im Kapitalerhöhungsrecht*, cit., 24).

⁶⁸ M.J. Castellano Ramirez, *La ejecución del aumento del capital de las sociedades cotizadas tras la ley 5/2021, de 12 de abril*, cit., 172.

⁶⁹ V. G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e del suo utilizzo*, cit., 255; M.M. Fumagalli, *La struttura finanziaria*, in *Diritto delle società quotate e dei mercati finanziari*, a cura di M. Ventoruzzo, Torino, 2023, 248.

⁷⁰ V. in Italia già P. Marchetti, *Gli aumenti di capitale*, in *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2003, 274; M. Maugeri, *Partecipazione sociale, quotazioni di borsa e valutazione delle azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 145; di recente C. Angelici, *Orientamenti e questioni in tema di diritto di recesso*, in *Riv. dir. comm.*, 2024, II, 131, nt. 5.

⁷¹ V. H. Bungert-C. Strothotte, *Neue Ära im Kapitalerhöhungsrecht*, in *DB*, 2024, 37; J. Lieder-R. Hil-

Permangono, tuttavia, anche differenze non irrilevanti di disciplina tra gli ordinamenti presi in considerazione.

Innanzitutto, l'art. 2441 c.c. presenta, rispetto al sistema spagnolo (ma in realtà anche rispetto ad altri sistemi), la peculiarità di richiedere la previa *clausola statutaria*, che anticipa ad una fase anteriore alla singola operazione la valutazione della composizione degli interessi⁷².

Si potrebbe ritenere, in prima battuta, che l'inserimento nello statuto della clausola rappresenti una previsione non necessaria o inutile, dato che sarebbe in ipotesi sufficiente la delibera assembleare di esclusione del diritto (o di delega, con attribuzione dell'ulteriore facoltà di esclusione all'organo amministrativo); tuttavia questa conclusione non pare, come si vedrà, condivisibile⁷³.

In secondo luogo, rappresenta un carattere comune agli ordinamenti considerati l'esistenza di una percentuale predeterminata del capitale sociale preesistente per facilitare l'esclusione del diritto, ma tale soglia risulta di importo differenziato: in Italia risulta ancora fissata al 10%, mentre in Spagna (come anche in Germania all'esito della modifica del 2023) è stata fissata al 20%. La percentuale corrisponde ad una valutazione normativa di tolleranza (massima⁷⁴) dell'effetto di riduzione della posizione organizzativa e amministrativa dell'azionista, sul presupposto della possibilità di quest'ultimo di mantenerla mediante acquisti a condizioni di mercato⁷⁵; nonché essa consentirebbe la non alterazione significativa della posizione patrimoniale, e quindi del valore di scambio della partecipazione, che dovrebbe rimanere, anche

ser, *Die Reform der Eigenkapitalfinanzierung durch das Zukunftsfinanzierungsgesetz*, cit., 207.

⁷² Si è discusso in Italia, del resto, se possa ritenersi attribuito, a seguito dell'inserimento *durante* *societate* della clausola, il diritto di recesso, ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. g, c.c., a favore dei soci non favorevoli, in considerazione della modifica incidente sui diritti di voto e di partecipazione: secondo una tesi la risposta è positiva, in quanto vi sarebbe una limitazione del diritto astratto di opzione, in cui verrebbe adottato un sub-modello organizzativo rivolto al mercato A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, cit., 194 ss. Secondo un'altra tesi, che pare prevalere (v. G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e del suo utilizzo*, cit., 288 ss., ove ampia analisi del problema), è preferibile la soluzione negativa, in quanto si incide solo sulla possibile e potenziale esclusione del diritto, e quindi gli effetti sulla posizione partecipativa sono meramente indiretti.

⁷³ V. il par. 7.

⁷⁴ Nella prassi italiana risultano anche clausole statutarie che prevedono un ammontare inferiore a quello di legge (di norma il 5%), soprattutto in collegamento con la delega all'organo amministrativo del relativo potere di esclusione.

⁷⁵ A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, cit., 110 ss. e 129 ss., secondo la quale la possibilità di acquisto diretto da parte degli azionisti rappresenta l'elemento centrale di interpretazione della norma.

dopo l'operazione, allineato⁷⁶. Ciò fermo restando che, nell'ottica soggettiva, la titolarità del diritto di priorità nella sottoscrizione o l'aspettativa di acquistare azioni nella misura necessaria per mantenere inalterata la posizione non sono tutele del tutto equivalenti⁷⁷, e che quindi la scelta di escludere il diritto ha un impatto che può essere significativo nei rapporti tra gli azionisti, in particolare nei sistemi a proprietà concentrata come quelli dell'Europa continentale⁷⁸.

L'immissione sul mercato di un quantitativo predeterminato di nuove azioni, funzionale anche a collocamenti privati che devono garantire comunque la liquidità del mercato⁷⁹, svolge, altresì, una funzione di controllo preventivo di eventuali alterazioni dei prezzi di quotazione determinate dall'aumento, nonché risulta gradita, come si accennava, dagli investitori istituzionali, che non vedono significativamente modificata la loro partecipazione⁸⁰.

Risulta pertanto necessario chiedersi se la possibilità di acquisti diretti sul mercato secondario, che, come detto, giustifica la facilitazione dell'esclusione del diritto e rappresenta un correttivo al rischio di illiquidità del mercato, costituisca un vero e proprio presupposto applicativo implicito, da verificarsi al momento della delibera di esclusione. Tale posizione è, in Germania, sostenuta in letteratura, sebbene il quesito sia stato

⁷⁶ V. G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e del suo utilizzo*, cit., 260 ss. e 270 ss., secondo la quale la componente valoristica riceve una tutela assoluta, mentre quella amministrativa riceve una tutela relativa, in quanto richiede una condotta attiva e un impegno economico dell'azionista.

⁷⁷ V. J. Koch, § 255 *AktG nach dem ZuFinG – Was wird aus den Rechten des Aktionärs?*, in *AG*, 2024, 2; in Italia v., ancora, G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e del suo utilizzo*, cit., 261, la quale nota che il sistema alternativo dell'acquisto da un lato implica di norma un impegno finanziario superiore a quello della sottoscrizione (dato l'assenza dell'obbligo di un sovrapprezzo e la normale offerta a sconto rispetto al valore di mercato), e d'altro lato comporta la negazione dell'aspettativa dell'azionista di negoziare il valore di scambio del diritto.

⁷⁸ G. Balp-M. Ventoruzzo, *Esclusione del diritto di opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, cit., 808, secondo cui la percentuale limitata al dieci per cento prevista in Italia è stata scelta in funzione di opportunità alla luce dell'elevata concentrazione del capitale.

⁷⁹ C. Alonso Ledesma, *La reforma de los aumentos de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades cotizadas*, cit., 4; v. anche A. Picciau, *Art. 2441*, cit., 400.

⁸⁰ V. ancora C. Alonso Ledesma, *La reforma de los aumentos de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades cotizadas*, in *Rev. der. del mercado de valores*, cit., 8, la quale segnala l'espresso intervento sul tema della percentuale da parte dei *proxy advisors* nel processo legislativo spagnolo per non alterare significativamente le quote degli investitori istituzionali.

Il tema è molto dibattuto anche in Germania dopo la novella del 2023 che ha innalzato al 20% la percentuale (in particolare in virtù della concorrenza con il sistema francese): v. M. Schlitt, *"Kapitalerhöhung"*, in *ZGR*, 2024, 363 ss.; J. Lieder-R. Hilser, *Die Reform der Eigenkapitalfinanzierung durch das Zukunftsfinanzierungsgesetz*, cit., 190 ss.; N. Joser, *Wettbewerb der Finanzstandorte*, cit., 684.

lasciato aperto dalla Suprema Corte nel caso *Hyrican*⁸¹. Anche in Spagna l'esistenza di un mercato sufficientemente liquido è considerato da parte della dottrina un ulteriore presupposto, implicito, di applicazione della facoltà prevista all'art. 504 LSC⁸².

In Italia la questione rimane senz'altro discussa⁸³; anche alla luce del dibattito comparatistico e della progressiva estensione della facoltà di esclusione semplificata, pare possa considerarsi preferibile la risposta positiva, coerente con la *ratio* della norma⁸⁴.

6. (SEGUE)...E I SUOI ULTERIORI PRESUPPOSTI: RELAZIONE DELL'ORGANO AMMINISTRATIVO E PREZZO DI MERCATO.

Come si diceva, la percentuale predeterminata del capitale sociale preesistente corrisponde ad una valutazione normativa che tipizza l'interesse sociale al reperimento di nuova liquidità a condizioni favorevoli. Nella dottrina italiana si escludeva, di conseguenza, prima del 2020, la necessità di una relazione specifica dell'organo amministrativo illustrativa delle ragioni dell'esclusione del diritto di opzione⁸⁵, mentre la disciplina di fonte secondaria (art. 72 Regolam. Consob n. 11971) richiedeva una relazione ai soli fini della comunicazione al mercato delle caratteristiche dell'emissione (entità, destinatari e prezzo)⁸⁶.

In Germania, in conformità ai lavori preparatori alla legge del 1994 che ha introdotto l'esclusione semplificata di cui al § 186, *Abs. 3, AktG*, la conformità all'interesse sociale è nell'ipotesi in esame presunta (si discute se la presunzione sia da

⁸¹ BGH, 10 luglio 2018, in NZG, 2018, 1019 ss. (*Hyrican*), pubblicata tradotta in *Giur. comm.*, 2020, II, 701 ss.

⁸² A. Vaquerizo Alonso, *La nueva regulación de la exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades anónimas cotizadas*, cit., 103.

⁸³ V. per riferimenti M. Speranzin, *Aumento del capitale delegato con esclusione «semplificata» del diritto di opzione: tutela dell'azionista dal punto di vista informativo e della parità di trattamento*, in *Giur. comm.*, 2020, II, 712, ove citazione delle diverse tesi in Italia sul punto.

⁸⁴ Implicitamente favorevole pare di recente anche E. Ginevra, *Le società di capitali «aperte», tra codice civile e TUF*, in *Governance e mercati. Studi in onore di P. Montalenti*, I, Torino, 2022, 479, secondo cui il connotato della liquidità dell'azione, collegato alla negoziazione nei mercati secondari, è ciò che giustifica la regola speciale.

⁸⁵ G. Balp-M. Ventoruzzo, *Esclusione del diritto di opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, cit., 818.

⁸⁶ P. Marchetti, *Gli aumenti di capitale*, in *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2003, 274; G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e del suo utilizzo*, cit., 257.

considerarsi assoluta o relativa⁸⁷), e quindi non è necessaria una specifica motivazione dell'esclusione del diritto di opzione, altrimenti richiesta in generale dalla giurisprudenza successiva al caso *Kali & Salz*⁸⁸. La relazione degli amministratori risulta, pertanto, di contenuto semplificato, in quanto deve indicare i presupposti di applicazione della norma, e non anche alla motivazione, in concreto, dell'esclusione⁸⁹.

In Spagna, d'altro lato, ove è in generale rimasta la necessità della motivazione dell'interesse sociale che giustifica l'esclusione del diritto di opzione, vi sono state, come già accennato, molte critiche sull'opportunità della mancata eliminazione della relazione dell'organo amministrativo nel caso in esame⁹⁰.

L'art. 2441, comma 4, seconda parte, c.c. nella versione risultante dall'intervento normativo del 2020⁹¹, prevede che la relazione dell'organo amministrativo debba sempre specificare le ragioni dell'esclusione o limitazione del diritto di opzione, nonché i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione; la relazione deve essere depositata e pubblicata entro il termine della convocazione dell'assemblea.

Si tratta di una previsione che potrebbe essere giustificata dall'ampliamento - con la finalità di accrescere l'attrattività per le piccole e medie imprese e in linea con gli altri ordinamenti⁹² - del presupposto di applicazione dell'esclusione semplificata anche alle società partecipanti a sistemi multilaterali di negoziazione, in cui la determinazione del (o di un) valore di mercato può risultare maggiormente problematica⁹³;

⁸⁷ Punto lasciato aperto da BGH, 10 luglio 2018, cit., 1019 ss. (*Hyrican*).

⁸⁸ C. Decher, *Von der Kontrolle des Bezugsrechtsausschlusses nach Kali + Salz zur (eingeschränkte) Kontrolle nach allgemeinen Schranken?*, in ZGR, 2019, 1122 ss., e P. Kindler, *Vereinfachter Bezugsrechtsausschluss und Gleichbehandlung der Aktionäre - Eine Nachlese zu BGH AG 2018, 706* ("Hyrican Informationssysteme AG"), in *Festschrift für E. Vetter*, Köln, 2019, 307 ss., ove ulteriori riferimenti.

⁸⁹ V. per tutti J. Koch, § 186, in *Aktiengesetz* 18, München, 2024, Rd. 39k, 1730, che comunque è favorevole all'indicazione dell'interesse della società che l'esclusione vuole raggiungere.

⁹⁰ C. Alonso Ledesma, *La reforma de los aumentos de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades cotizadas*, cit., 9; A. Vaquerizo Alonso, *La nueva regulación de la exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades anónimas cotizadas*, cit., 86 e 91.

⁹¹ V. il par. 2.

⁹² V. per la Spagna *supra*, par. 3. In Germania è ritenuta sufficiente per l'esclusione semplificata la negoziazione in un mercato in cui le partecipazioni hanno un valore di scambio: *Freiverkehr* o *Open Market* ai sensi del § 48 Abs. 3 BörsG: v. J. Koch, § 186, cit., Rd. 39f, 1728. Sono casi di applicazione della norma a società con azioni quotate in un mercato non regolamentato (MTF) le due principali controversie in materia decise da BGH, 10 luglio 2018, cit., 1019 ss. (*Hyrican*); OLG Nürnberg, 18 ottobre 2021, in AG, 2021, 721 ss. e BGH, 23 maggio 2023, in ZIP, 2023, 1477 ss. (*Zapf Creation*).

⁹³ V. per questa motivazione P. Marchetti, *Provvedimenti emergenziali (c.d. decreto "Semplificazioni") ed aumento di capitale*, cit., 1171; Circolare Assonime n. 25 del 2 ottobre 2020, in *Rin. soc.*, 2020, 1184; cfr. anche E. Ginevra, *Le società di capitali "aperte", tra codice civile e TUF*, cit., 479, secondo il quale ciò che giustifica la norma dell'art. 2441, comma 4, seconda parte, c.c. è il carattere della liquidità della partecipazione, connotato tipicamente collegato alla negoziazione in mercati secondari regolamentati.

la regola ha, tuttavia, assunto carattere generale, ed è quindi applicabile anche alle società con azioni quotate sui mercati regolamentati⁹⁴.

Il significato di tale generalizzazione, oltre forse a rappresentare un formale tentativo di risultare in armonia con l'art. 72, comma 4, della direttiva⁹⁵, può essere anche quello di richiedere all'organo amministrativo l'assunzione di una espressa posizione (e la conseguente responsabilità) circa le ragioni dell'esclusione, e i criteri di determinazione del prezzo che poi - in Italia - devono essere alla base della relazione di corrispondenza ai valori di mercato da parte del revisore legale, e quindi, in sostanza, di consentire un maggiore controllo *ex ante* sull'operazione e sui possibili abusi dell'utilizzo della facoltà di esclusione semplificata. La motivazione contenuta nella relazione è senz'altro essenziale, ad esempio, qualora la sottoscrizione sia riservata ad uno o più determinati azionisti, al fine di giustificare le ragioni della diversità di trattamento⁹⁶.

In connessione con la relazione dell'organo amministrativo va poi sottolineato che l'analisi comparatistica conferma la rilevanza crescente del presupposto del prezzo di borsa o di quotazione, nella prospettiva della considerazione dell'azione come prodotto finanziario, avente un valore di mercato e quindi di scambio⁹⁷. Il prezzo di emissione delle nuove azioni, fissato con modalità sempre più rapide e vicine al collocamento, come evidenziato anche dalla nuova disciplina spagnola, viene determinato attraverso un processo di natura fondamentalmente ricognitiva, che circoscrive l'effetto diluitivo degli azionisti connesso alla possibile esistenza di una differenza di valore rispetto al valore intrinseco o fondamentale⁹⁸. Inoltre, se vi è corrispondenza tra prezzo di emis-

⁹⁴ V. Circolare Assonime n. 25 del 2 ottobre 2020, cit., 1184, che ha fin da subito sottolineato criticamente che la modifica del 2020 ha fatto venir meno un importante profilo di specialità della disciplina dell'esclusione semplificata, aumentando le possibilità di impugnazione basate sulle motivazioni dell'esclusione.

⁹⁵ La compatibilità è argomentata, sulla base di diverse ricostruzioni, da A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, cit., 158 ss., nonché, più di recente, da A. Picciau, *Art. 2441*, cit., 399 ss.

⁹⁶ V. già P. Marchetti, *Gli aumenti di capitale*, cit., 274; G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e del suo utilizzo*, cit., 284. E v. per la rilevanza di quest'aspetto le peculiarità dei casi decisi da BGH, 10 luglio 2018, cit., 1019 ss. (*Hyrican*); nonché BGH, 23 maggio 2023, cit., 1477 ss. (*Zapf Creation*).

⁹⁷ Per la discussione sul rapporto tra prezzo di borsa e valore della partecipazione si v. G. Giannelli, *L'aumento di capitale a pagamento*, cit., 289; E. Ginevra, *La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale a pagamento*, in *Riv. soc.*, 2008, 518; e soprattutto M. Maugeri, *Partecipazione sociale, quotazioni di borsa e valutazione delle azioni*, cit., in particolare 107 ss., anche per la distinzione, che rileva per l'ipotesi in discussione, tra considerazione dell'azione come partecipazione all'impresa o come bene facilmente negoziabile quale prodotto finanziario (prospettiva quest'ultima che, secondo l'Autore, rileva nel caso dell'art. 2441, comma 4, seconda parte, c.c.: v. 139 ss.).

⁹⁸ G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quar-*

sione e valore di mercato delle azioni il valore teorico di scambio del diritto di opzione si avvicina allo zero perdendo la sua funzione economica⁹⁹.

Seppure si discuta, nei vari ordinamenti in considerazione, come tale prezzo vada determinato¹⁰⁰, ed entro che misura sia consentito uno sconto¹⁰¹, la centralità del prezzo di negoziazione nell'operazione in esame è quindi indiscussa. In Germania tale prezzo si presume il valore dell'azione salvo in casi eccezionali, e il prezzo di emissione non deve essere «significativamente inferiore» a quello di mercato¹⁰², con la conseguenza che, in tali ipotesi, l'azionista che si reputa danneggiato da una non corretta determinazione non può neppure impugnare la delibera né chiedere un indennizzo (§ 255, Abs. 5, *AktG*)¹⁰³. In Spagna, a seguito della modifica all'art. 504 della *LSC*, come si diceva non è più richiesta la relazione dell'esperto (ma rimane quella dell'organo amministrativo) se il prezzo di emissione si situa entro il 10% rispetto a quello di quotazione¹⁰⁴.

Da tali considerazioni sembra convincente l'opinione di chi ritiene che, in mancanza di un prezzo effettivamente di mercato, non possa ritenersi operativa la facoltà di esclusione semplificata, ma si debba ricorrere alla procedura ordinaria¹⁰⁵.

to comma dell'art. 2441 c.c. e del suo utilizzo, cit., 75; A. Picciau, *Art. 2441*, cit., 401 ss., ove ulteriori riferimenti.

⁹⁹ M.S. Spolidoro, *Nuove e diverse soluzioni di aumento del capitale e diritto di opzione in situazioni di emergenza*, cit., 414, ove anche le critiche a questa considerazione per le difficoltà collegate alla determinazione della nozione di valore di mercato.

¹⁰⁰ Secondo una tesi va considerato una data fissa, e in particolare l'ultimo prezzo seguito nelle negoziazioni di mercato (il giorno antecedente alla data della comunicazione dell'operazione), perché si tratta del criterio esclusivo di valutazione delle azioni della società emittente: M. Maugeri, *Partecipazione sociale, quotazioni di borsa e valutazione delle azioni*, cit., 143 ss.; E. Ginevra, *Art. 2441*, cit., 2638. In questo senso anche BGH, 19 luglio 2010, in BGHZ 186, 229 ss. (*Stollwerck*); J. Koch, § 186, cit., Rd. 39h, 1729, con la precisazione che occorre lasciare sul punto flessibilità all'organo amministrativo. Secondo altri è necessario fare riferimento ad una media ponderata degli ultimi tre o sei mesi: v., con ampia analisi, G. Balp-M. Ventoruzzo, *Esclusione del diritto di opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione*, cit., 804 ss.; dopo la riforma del 2023 in Germania K. von der Linden, *Neuerungen im Kapitalerhöhungsrecht*, cit., 26 e 28: periodo di riferimento trimestrale.

¹⁰¹ Che mediamente è consentito in un intervallo dal tre al dieci per cento rispetto al prezzo rilevato nel periodo di riferimento.

¹⁰² J. Koch, § 186, cit., Rd. 39i, 1729: dal tre al cinque per cento; nello stesso senso J. Lieder-R. Hilser, *Die Reform der Eigenkapitalfinanzierung durch das Zukunftsfinanzierungsgesetz*, cit., 207; M. Schlitt, *"Kapitalerhöhung"*, cit., 368; più permissivo (anche sopra il cinque per cento in casi particolari) K. von der Linden, *Neuerungen im Kapitalerhöhungsrecht*, cit., 26, sulla base dei lavori preparatori al *ZuFinG*.

¹⁰³ V. sul nuovo § 255 *AktG* J. Koch, *Die Reform des Kapitalerhöhungsrechts durch das ZuFinG*, cit., 51 ss.; P.O. Mühlbert, § 255 Abs. 4 Hs. 1 *AktG: ein deklaratorischer Vorbehalt, in Rechtsprechung in Wissenschaft, Praxis und Lehre. Festschrift B. Dauner-Lieb*, Baden-Baden, 2025, 1125 ss.

¹⁰⁴ A. Vaquerizo Alonso, *La nueva regulación de la exclusión del derecho de suscripción preferente en las sociedades anónimas cotizadas*, cit., 86 ss.

¹⁰⁵ J. Koch, *Die Reform des Kapitalerhöhungsrechts durch das ZuFinG*, cit., 46.

7. CONCLUSIONI.

L'analisi pare in definitiva confermare la specificità che assume, per la soluzione dei problemi in materia di aumento del capitale sociale, il dato della negoziazione della partecipazione su un mercato dei capitali, che determina forme di protezione dell'azionista diverse a fronte dell'esclusione del diritto d'opzione¹⁰⁶.

Gli studi economici empirici, nonché la competizione tra gli ordinamenti sembrano spingere, per le società con azioni quotate, verso una semplificazione ulteriore della disciplina lasciando più libertà di scelta alla società, perché gli aumenti nel rispetto del diritto d'opzione, oltre ad essere più impegnativi dal punto di vista dei tempi, creano maggiore variabilità dei prezzi di mercato rispetto a quelli senza diritto¹⁰⁷.

Occorre dunque ripensare, a livello europeo, le tecniche e il grado di tutela di un diritto tradizionalmente definito *als einer der wichtigsten wirtschaftlichen Mitgliedschaftsrechte*¹⁰⁸ oppure *cornerstone of company law*; in particolare chiedersi se sia opportuno pensare ad un sistema di *soft pre-emption right* come sostanzialmente in Gran Bretagna, soprattutto nel momento in cui si richiede, secondo la disciplina italiana (v. art. 2441, quarto comma, seconda parte, c.c.), una previa clausola statutaria per l'esclusione semplificata del diritto, che è funzionale a risolvere in via anticipata, seppure con i limiti indicati, il conflitto tra la spettanza dell'opzione e l'esistenza di meccanismi di protezione dell'interesse conservativo dei soci da ritenersi alternativi, seppure non equiparabili.

¹⁰⁶ P. Marchetti, *Gli aumenti di capitale*, cit., 274; A. Abu Awwad, *Il diritto di opzione nelle società quotate*, cit., 124 ss.; G. Balp, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e del suo utilizzo*, cit., 257 ss. Nella dottrina spagnola L. Hernando Cebriá, *Exclusión del derecho de preferencia en los aumentos de capital en las sociedades cotizadas*, cit., 1: crescente separazione tra la disciplina generale e quella delle società quotate; M.J. Castellano Ramirez, *La ejecución del aumento del capital de las sociedades cotizadas tras la ley 5/2021, de 12 de abril*, cit., 172: specialità della disciplina delle società quotate o, più ampiamente, aperte al mercato anche solo potenzialmente.

¹⁰⁷ V. P. Gualtieri-M. Musci-A. Ometto-M. Saracino, *L'attualità del diritto di opzione negli aumenti di capitale di società quotate*, in *AGE*, 2017, 233 ss.; N. Joser, *Wettbewerb der Finanzstandorte*, cit., 677 ss.

¹⁰⁸ *Begründung zu RegE AktG 1965*, Kropff, 305.