

Massima n. 208 – 30 maggio 2023
**Diritto di opzione e diritto di prelazione sull'inoptato
in presenza di più categorie di azioni o quote**
(Artt. 2441 e 2481-bis c.c.)

MASSIMA

In presenza di una pluralità di categorie di azioni o di quote, qualora sia aumentato il capitale sociale senza esclusione o limitazione del diritto di opzione (o di sottoscrizione ex art. 2481-bis c.c.), le azioni o quote di nuova emissione devono essere offerte in opzione a tutti i soci, per un numero di azioni o quote proporzionale alla rispettiva partecipazione, con priorità sulle azioni o quote della medesima categoria. Pertanto:

(i) in caso di emissione di un numero di nuove azioni o quote proporzionale rispetto al numero delle azioni o quote di ciascuna categoria esistente, il diritto di opzione (o di sottoscrizione ex art. 2481-bis c.c.) ha ad oggetto esclusivamente le nuove azioni o quote della medesima categoria, mentre il diritto di prelazione sull'inoptato, ai sensi dell'art. 2441, comma 3, c.c., ha ad oggetto (salvo diversa disposizione statutaria) le azioni inoptate, con priorità sulle azioni o quote della medesima categoria nei limiti della loro disponibilità;

(ii) in caso di emissione di un numero di nuove azioni o quote non proporzionale rispetto al numero delle azioni o quote di ciascuna categoria esistente, il diritto di opzione (o di sottoscrizione ex art. 2481-bis c.c.) ha ad oggetto anzitutto le nuove azioni o quote della medesima categoria, nonché, per la parte corrispondente ai diritti di opzione eventualmente non soddisfatti in tal modo, le nuove azioni o quote della o delle altre categorie.

Lo statuto di s.p.a. non può limitare il diritto di opzione di una o più categorie di azioni negando la spettanza del diritto di opzione per le azioni di diversa categoria, ferma restando la possibilità che una simile limitazione venga disposta, di volta in volta, dalla deliberazione di aumento di capitale, nel rispetto della disciplina prevista dall'art. 2441 c.c.

È peraltro legittima la clausola statutaria (o la delibera assunta di volta in volta contestualmente alla delibera di aumento di capitale) che deroga al diritto di prelazione sull'inoptato, di cui all'art. 2441, comma 3, c.c.: (i) vuoi nel senso di circoscriverlo, per ciascun socio che ne faccia richiesta, alle sole azioni della medesima categoria di quelle sottoscritte nell'esercizio del diritto di opzione; (ii) vuoi nel senso di escluderlo del tutto, una volta scaduto il termine fissato per l'esercizio del diritto di opzione, in relazione a tutte le azioni inoptate di qualsiasi categoria. Analoga facoltà spetta alle s.p.a. con azioni quotate in mercati regolamentati o negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione, le quali possono quindi derogare al collocamento dei diritti di opzione non esercitati allo scadere del termine concesso per il diritto di opzione.

È altresì legittima la clausola statutaria (o la delibera assunta di volta in volta contestualmente alla delibera di aumento di capitale) che prevede che, in caso di esercizio del diritto di prelazione sull'inoptato o comunque in tutti i casi di sottoscrizione delle azioni di nuova emissione, le azioni così sottoscritte assumano la natura di azioni della medesima categoria delle azioni detenute dal socio sottoscrittore o la natura di una determinata categoria di azioni, qualora il sottoscrittore non fosse già socio.

MOTIVAZIONE

1. — La massima affronta alcuni interrogativi interpretativi aventi ad oggetto la disciplina del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441 c.c. (e in parte anche dell'analogo diritto di sottoscrizione ai sensi dell'art. 2481-*bis* c.c.) qualora la società che delibera l'aumento di capitale abbia una pluralità di categorie di azioni o di quote. Si tratta pertanto di un aspetto complementare a quello esaminato nella precedente Massima n. ..., avente ad oggetto i problemi che si pongono, nella medesima fattispecie, con riguardo alla disciplina dell'approvazione da parte delle assemblee speciali, ai sensi dell'art. 2376 c.c.

Con riferimento a quanto in oggetto, la massima si può dividere in due parti. Nella prima, si cerca di ricostruire l'insieme delle regole applicabili in tema di diritto di opzione in presenza di una pluralità di categorie di azioni o quote, al di là di quanto espressamente stabilito dalla legge. Nella seconda parte, dopo aver esaminato il regime legale, si analizzano tre specifiche questioni riguardanti i limiti e le facoltà dell'autonomia statutaria e/o deliberativa al fine di derogare al regime legale stesso.

2. — Quanto al primo aspetto, si ritiene che la disciplina del diritto di opzione, in presenza di più categorie di azioni o quote, vada integrata con le seguenti regole, seppur non espressamente stabilite dalla legge.

2. 1. — Anzitutto, si deve affermare che *il diritto di opzione spetta sempre*, con riferimento a tutte le azioni o quote esistenti, *su tutte le azioni o quote di nuova emissione*, a prescindere da quale sia la categoria delle azioni o quote di nuova emissione e a prescindere da quale sia il loro numero, proporzionale o non proporzionale rispetto alle azioni o quote esistenti. A sostegno di tale interpretazione milita anzitutto il carattere imperativo e inderogabile della norma sovranazionale che impone agli Stati membri di riconoscere il diritto di opzione a favore di tutte le azioni (cfr. art. 72 Dir. UE 2017/1132). La norma unionale, invero, pur sancendo espressamente l'impossibilità per lo statuto di derogare o limitare il diritto di opzione, prevede alcune possibilità per gli Stati membri di consentire limitazioni del diritto di opzione proprio in presenza di una pluralità di categorie di azioni (art. 72, par. 2, Dir. UE 2017/1132), ma si tratta evidentemente di una facoltà concessa dal legislatore europeo al legislatore nazionale, e non esercitata, a conferma della applicazione "trasversale" del diritto di opzione nei confronti di tutte le categorie di azioni.

Siffatta argomentazione è stata confermata da due importanti interventi legislativi, in tema di azioni di risparmio: dapprima l'art. 14, comma 6, l. 216/1974 (là dove sanciva che *"In caso di aumento del capitale sociale i possessori di azioni di risparmio hanno diritto di ricevere in opzione azioni di risparmio di nuova emissione e in mancanza, o per la differenza, azioni ordinarie"*); e quindi la norma che ha sostituito la prima versione della disciplina delle azioni di risparmio, ossia l'art. 145, comma 8, TUF (ai sensi del quale *"Salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo, in caso di aumento di capitale a pagamento per il quale non sia stato escluso o limitato il diritto di opzione, i possessori di azioni di risparmio hanno diritto di opzione su azioni di risparmio della stessa categoria ovvero, in mancanza o per la differenza, nell'ordine, su azioni di risparmio di altra categoria, su azioni privilegiate ovvero su azioni ordinarie"*).

Si tratta di norme che, seppur dedicate una singola categoria di azioni, sono sempre state – e meritano di continuare ad essere – lette come espressione di un principio generale applicabile a tutte le categorie di azioni.

2. 2. — In secondo luogo, una volta affermata la sussistenza e la rilevanza del diritto di opzione per tutte le categorie, si deve comunque ritenere presente una regola di “priorità”, per ciascuna categoria di azioni o quote, verso le azioni o quote di nuova emissione della medesima categoria. Ciò significa che – a parte l’ipotesi in cui le azioni di nuova emissione siano tutte di una sola categoria, preesistente o nuova, nel quale caso il diritto di opzione spetta a tutte le azioni di tutte le categorie senza ordine di priorità – qualora le azioni o quote di nuova emissione siano di diverse categorie, in tutto o in parte corrispondenti alle categorie esistenti, il diritto di opzione di ciascuna categoria ha ad oggetto *in via prioritaria* azioni o quote della medesima categoria, nei limiti del numero di azioni o quote emesse della categoria stessa.

Il che, come specificato nella massima, può dar luogo a due diverse situazioni, a seconda che l’aumento sia “proporzionale” (ossia preveda un numero di azioni o quote di nuova emissione *proporzionale* al numero delle azioni o quote delle categorie già esistenti) o “non proporzionale” (ossia preveda un numero di azioni o quote di nuova emissione *non proporzionale* al numero delle azioni o quote delle categorie già esistenti).

Nel primo caso, le azioni o quote di ciascuna categoria avranno diritto di opzione esclusivamente su azioni o quote della categoria stessa. Solo in ipotesi di mancato integrale esercizio dei diritti di opzione potrebbe darsi il caso che vi sia un numero di azioni non proporzionale” di azioni inoptate, da riservare in prelazione, ai sensi dell’art. 2441, comma 3, c.c., ai soci che ne abbiano fatto richiesta. Ebbene, anche in questa seconda fase, salve le deroghe convenzionali di cui si dirà a breve, devono ritenersi applicabili le stesse regole “implicite” sin qui dedotte dal regime legale del diritto di opzione: le azioni inoptate, in altre parole, saranno riservate agli azionisti che abbiano fatto richiesta, *in proporzione* alla partecipazione da essi sottoscritta, a prescindere dalla categoria delle loro azioni, nonché a prescindere dalla categoria delle azioni rimaste inoptate. Tuttavia, fatta salva tale proporzionalità “quantitativa”, rimane pur sempre una *priorità* “qualitativa”, nel senso che a ciascun azionista che chiede le azioni inoptate devono essere anzitutto riservate le azioni della medesima categoria, nei limiti del numero di azioni che residuano della categoria stessa.

Nel secondo caso, le azioni o quote di ciascuna categoria, una volta stabilito il numero di “pezzi” sul quale hanno diritto di opzione (numero che deve necessariamente derivare da un *rapporto uguale per tutte le categorie di azioni*), hanno diritto ricevere in offerta *anzitutto* le nuove azioni o quote della medesima categoria, nonché, per la parte corrispondente ai diritti di opzione eventualmente non soddisfatti in tal modo, le nuove azioni o quote della o delle altre categorie. Ad esempio, se il capitale di Alfa S.p.A. fosse suddiviso in 1000 azioni, delle quali 500 di categoria A, 300 di categoria B e 200 di categoria C, in caso di aumento di capitale con emissione di 800 azioni A, 100 azioni B e 100 azioni C, il diritto di opzione andrebbe soddisfatto come segue: alle azioni A andrebbero offerte 500 azioni A; alle azioni B andrebbero offerte 100 azioni B e 200 azioni A; alle azioni C andrebbero offerte 100 azioni C e 100 azioni A. Per quanto riguarda la fase di prelazione sull’inoptato, poi, si potrebbe creare la medesima situazione poc’anzi esaminata in caso di aumento proporzionale, con applicazione del medesimo diritto di priorità sulle azioni o quote residue della medesima categoria.

Siffatto diritto di priorità – tanto nella fase dell’offerta in opzione, quanto nella successiva fase della prelazione sull’inoptato – non è previsto espressamente dalla legge, ma trova fondamento anzitutto nella esigenza funzionale di permettere il mantenimento delle caratteristiche delle partecipazioni spettanti a ciascun socio, che a sua volta può essere ravvisata in diverse norme del diritto societario (a partire dall’art. 2376 c.c., per passare all’art. 2437, comma 1, lett. g), c.c., ecc.). Esigenza che può trovare limiti nel compimento di determinate operazioni straordinarie di modifica dello statuto, come potrebbe accadere proprio in caso di aumento di capitale, ma che ove non derogata permane a giustificare l’interpretazione del regime legale del diritto di opzione nel senso poc’anzi illustrato.

Nuovamente, una conferma di questo principio può essere ravvisata nell’art. 145, comma 8, TUF, sopra citato, proprio nella parte in cui espressamente sancisce il diritto di “priorità” nel diritto di opzione spettante alle azioni di risparmio. Ciò che tale norma parrebbe introdurre di nuovo – pertanto limitato alle sole azioni di risparmio – è un’ulteriore “graduatoria di preferenza” con riguardo alle altre categorie di azioni, in caso di insufficienza delle azioni di risparmio di nuova emissione. Là dove la norma sancisce che “i possessori di azioni di risparmio hanno diritto di opzione su azioni di risparmio della stessa categoria ovvero, in mancanza o per la differenza, *nell’ordine, su azioni di risparmio di altra categoria, su azioni privilegiate ovvero su azioni ordinarie*”, si può dire che essa detti una regola *ad hoc* per le sole azioni di risparmio, e che solo ad esse possa riferirsi la facoltà di deroga statutaria prevista dall’inciso “*Salvo diversa disposizione dell’atto costitutivo*”.

3. — Nella seconda parte della massima si analizzano tre specifiche questioni riguardanti il possibile spazio dell’autonomia statutaria e/o deliberativa al fine di derogare il regime legale sin qui esaminato. Il tratto comune che connota tali questioni può essere ravvisato nell’interesse, che sovente si presenta nella pratica allorché siano previste diverse categorie di azioni o di quote, volto a preservare nel tempo l’appartenenza delle azioni delle diverse categorie ai medesimi soggetti o gruppi di soggetti ai quali esse sono state originariamente destinate. In altre parole, la prassi manifesta l’esigenza di creare delle sorte di “recinti”, corrispondenti alle diverse categorie di azioni, per impedire che gli azionisti di ciascun recinto possano spostarsi e andare anche nei recinti degli altri azionisti. Si tratta di un interesse che, in sé e per sé considerato, appare certamente meritevole di tutela, ma che non sempre può essere interamente realizzato mediante apposite clausole statutarie.

Si noti che questa parte della massima, e le considerazioni che seguono, sono riferite alle sole s.p.a., stante la mancanza, nelle s.r.l., di alcun regime legale del diritto di prelazione sull’inoptato.

3.1. — In primo luogo, si nega la legittimità delle clausole statutarie che limitino il diritto di opzione di una o più categorie di azioni, *escludendo* che le azioni di una o più categorie abbiano diritto di ricevere in opzione, ai sensi dell’art. 2441 c.c., azioni di categoria *diversa* dalla propria.

Il fondamento di tale affermazione è radicato nel già citato art. 72 Dir. UE 2017/1132, nella parte in cui nega espressamente la possibilità per lo statuto di limitare o escludere il diritto di opzione, fatte salve due eccezioni, rimesse alla scelta dei legislatori nazionali (facoltà di cui il nostro legislatore non si è avvalso). Si tratta del chiaro indice della natura inderogabile delle disposizioni che riconoscono a *tutte* le azioni il diritto di

opzione in proporzione al numero delle azioni esistenti al momento dell'aumento di capitale, *a prescindere dalla tipologia o categoria cui esse appartengono*. Di conseguenza, l'imperatività della norma sovranazionale non può che indurre alla coerente interpretazione della norma nazionale, nel senso della sua inderogabilità da parte dell'autonomia statutaria.

Siffatta affermazione richiede tuttavia una duplice precisazione.

Anzitutto, si deve ricordare che ciò che è chiaramente interdetto allo statuto è invece consentito all'autonomia deliberativa dell'assemblea, non già per introdurre una regola statutaria che limiti il diritto di opzione, bensì stabilendo, di volta in volta, che il diritto di opzione sia circoscritto alle azioni di una o più categorie di azioni, e sia invece escluso o limitato per le azioni delle altre categorie. Una deliberazione di questo tipo, riferita a un singolo aumento di capitale, non soggiacerebbe infatti al limite dell'art. 72 Dir. UE 2017/1132, bensì sarebbe consentita nel rispetto e nei limiti delle regole stabilite dall'art. 2441, commi 5 e 6, c.c., nonché, ove ne sussistano i presupposti, nel rispetto dell'art. 2376 c.c. qualora sia configurabile, nelle circostanze del caso concreto, un pregiudizio per i diritti di una o più categorie.

Inoltre, il divieto di stabilire in statuto che il diritto di opzione sia circoscritto alle azioni della medesima categoria, nel senso appena chiarito, non impedisce che un analogo risultato sia raggiunto – in modo pienamente legittimo – mediante la combinazione di due regole statutarie di indubbia validità. Così accadrebbe, ad esempio, qualora lo statuto stabilisse: (i) che tutti gli aumenti di capitale a pagamento in denaro debbano avere ad oggetto l'emissione di un numero di azioni delle diverse categorie *proporzionale* al numero delle azioni delle categorie esistenti (come viene ipotizzato, da ultimo, nella precedente Massima n. ...); (ii) che tutte le azioni di compendio dell'aumento di capitale debbano essere offerte in opzione unicamente ai titolari delle azioni della medesima categoria. Un simile assetto di regole, a ben vedere, non comporterebbe una limitazione del diritto di opzione, bensì eliminerebbe a monte la possibilità di attribuire in opzione azioni di diversa categoria rispetto a quelle già possedute da ciascun socio.

3.2. — La seconda questione affrontata dalla massima concerne la derogabilità delle disposizioni che attribuiscono il c.d. diritto di prelazione sull'inoptato, ai sensi dell'art. 2441, comma 3, c.c. Per un verso, può darsi per scontato che la singola deliberazione di aumento di capitale possa graduare, limitare o anche escludere del tutto il diritto di prelazione sull'inoptato, a condizione che siano rispettate le prescrizioni dell'art. 2441, comma 6, c.c.: è evidente infatti che se la maggioranza dell'assemblea può escludere il diritto di opzione, alle medesime condizioni possa anche escludere il (solo) diritto di prelazione sull'inoptato. Per altro verso, ci si deve chiedere se analoga facoltà possa essere riconosciuta all'autonomia statutaria, al fine di introdurre in statuto una deroga all'art. 2441, comma 3, c.c., nel senso di eliminare o circoscrivere il diritto di prelazione sull'inoptato per tutte le deliberazioni di aumento di capitale a pagamento in denaro, da assumere in futuro, o per parte di esse.

La soluzione affermativa di questo secondo interrogativo, sostenuta dalla presente Massima, pur in assenza di precedenti dottrinali e giurisprudenziali, è motivata dalle ragioni che seguono.

Anzitutto, appare di grande rilevanza la circostanza che il diritto europeo, laddove impone agli Stati membri di assicurare in via inderogabile a tutti gli azionisti il diritto di opzione, del quale non viene tollerata alcuna limitazione statutaria (art. 72, Dir. UE 2017/1132), non prevede nemmeno quale strumento facoltativo il c.d. diritto di prelazione

sull'inoptato, che rappresenta dunque un diritto “aggiuntivo” previsto solo dal diritto interno. Ciò induce a pensare – pur non potendosi escludere che il diritto interno inserisca una disposizione imperativa anche se non imposta dal diritto europeo – che si tratti di una norma di carattere suppletivo, che dà vita a una regolamentazione degli interessi in gioco certamente ragionevole, ma non necessariamente imperativa e inderogabile per la l'auto-nomina statutaria e/o deliberativa.

In quest'ottica, del resto, parrebbe doversi leggere la norma italiana in sé e per sé considerata, tenuto conto che lo stesso legislatore italiano non attribuisce tale diritto di prelazione sull'inoptato un connotato irrinunciabile della partecipazione azionaria, tant'è che la stessa legge lo esclude per le società con azioni quotate in mercati regolamentati e per le società con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione, a favore del collocamento all'asta degli stessi diritti di opzione non esercitati entro il termine dell'offerta. Il che significa che, in luogo dell'interesse dei soci ad avere una prelazione sulle azioni non sottoscritte, viene privilegiato l'interesse sociale a ricavare un ulteriore corrispettivo in sede di offerta dei diritti inoptati (pur aggravando i costi derivanti dall'ampliamento dei tempi di chiusura dell'operazione di aumento di capitale).

Dal punto di vista funzionale, inoltre, si deve sottolineare che l'interesse tutelato dal diritto di opzione – e quindi assistito dalla natura inderogabile delle norme ad esso dedicate – non viene minimamente tutelato dal diritto di prelazione sull'inoptato. Il diritto di opzione, infatti, è volto ad assicurare a ciascun socio, che sia disposto a “seguire” gli aumenti di capitale deliberati dalla società, la possibilità di mantenere intatto il peso proporzionale della propria partecipazione e di non veder alterato il valore della medesima in virtù della emissione di nuove azioni a prezzi non allineati ai valori delle azioni preesistenti. Rispetto a tale interesse, il diritto di opzione è di per sé sufficiente a conseguire la piena tutela, senza che sia necessario disporre anche del diritto di prelazione sull'inoptato, che invero consente ai soci che esercitano il diritto di opzione di essere preferiti ai terzi ai quali gli amministratori potrebbero offrire le azioni non sottoscritte.

Tutto ciò porta ad attribuire all'intero terzo comma dell'art. 2441 c.c. una natura suppletiva, interamente derogabile sia con la deliberazione assembleare di aumento di capitale, sia con apposita clausola statutaria, a valere per ogni successiva deliberazione di aumento del capitale sociale. Il che dovrebbe coerentemente riferirsi tanto al diritto di prelazione sull'inoptato, di cui si è detto sino a questo punto, quanto alla alternativa procedura di collocamento dei diritti di opzione non esercitati, mediante offerte sul mercato per almeno due sedute, successivamente alla scadenza dell'offerta in opzione. Non vi sono ragioni per impedire che la società – tramite una clausola statutaria o anche solo con la stessa delibera di aumento di capitale – valuti come preminente il proprio interesse a chiudere immediatamente la procedura di aumento di capitale, una volta terminata l'offerta in opzione (magari collocando le azioni ai componenti del consorzio di garanzia che si sono impegnati a sottoscrivere l'inoptato) rispetto al proprio interesse a ricevere il corrispettivo dei diritti inoptati (spesso vicino a zero nella prassi societaria), piuttosto che all'interesse del mercato in generale a partecipare all'offerta dei titoli inoptati (dopo aver comunque avuto la possibilità di partecipare alla negoziazione dei diritti di opzione prima della scadenza dell'offerta in opzione).

3.3. — Infine, la massima afferma la legittimità delle clausole statutarie (e a maggior ragione delle delibere assunte di volta in volta in sede di aumento di capitale) che prevedono, in caso di esercizio del diritto di prelazione sull'inoptato o comunque in tutti i casi di sottoscrizione delle azioni di nuova emissione (sia prima sia dopo la scadenza

del termine per il diritto di opzione), che le azioni sottoscritte assumano la natura di azioni della medesima categoria delle azioni detenute dal socio sottoscrittore o la natura di una determinata categoria di azioni, qualora il sottoscrittore non fosse già socio. Ciò significa che la delibera di aumento di capitale, pur fissando il numero massimo delle azioni di compendio dell'aumento, non ne stabilisce in modo predeterminato la natura di azioni dell'una o dell'altra categoria, in quanto essa viene definita solo al momento della sottoscrizione, in dipendenza delle azioni possedute dal socio sottoscrittore o della circostanza che il sottoscrittore sia un terzo non socio.

Anche questa clausola e questa deliberazione accessoria alla deliberazione di aumento del capitale sociale si muovono nel senso di mantenere tendenzialmente chiusi i “recinti” delle azioni di ciascuna categoria, impedendo che vi entrino soggetti che non siano già titolari di azioni della medesima categoria (con effetto analogo a quello ottenuto dalle frequenti clausole di conversione delle azioni in seguito al loro trasferimento a un azionista titolare di azioni di una diversa categoria). La legittimità di questa “elasticità” del procedimento di creazione delle nuove azioni non sembra revocabile in dubbio, essendo rimessa alla competenza dell'assemblea straordinaria (o dell'organo di gestione ove delegato) la scelta del numero e della categoria di azioni da emettere, senza necessità alcuna che tale determinazione sia cristallizzata sin dal momento della delibera di aumento, ben potendo essere rimessa a criteri stabiliti dallo statuto o dalla stessa delibera di aumento.