

IN RELAZIONE ALLA CONSULTAZIONE SUGLI AUMENTI DI CAPITALE CON RILEVANTI EFFETTI DILUITIVI, RITENGO RILEVANTE SOTTOPORRE ALL'ATTENZIONE DELLA CONSOB LA PALESE VIOLAZIONE DELLA DISCIPLINA DEL PREZZO MINIMO DI EMISSIONE DELLE AZIONI, DETTATA DALL'ART. 8 DELLA DIRETTIVA 2012/30. TALE VIOLAZIONE SI È REALIZZATA, CON RILEVANTI EFFETTI DILUITIVI, IN OCCASIONE DI TALUNI AUMENTI DI CAPITALE "SOTTO LA PARITÀ CONTABILE" CHE SONO STATI PORTATI A TERMINE IN ITALIA NEGLI ULTIMI TEMPI. TALI AUMENTI DI CAPITALE, CHE HANNO COINVOLTO SOCIETÀ QUOTATE, SONO STATI DELIBERATI E ATTUATI SULLA BASE DI UN'ERRATA INTERPRETAZIONE DELLA NORMA DELLA DIRETTIVA E DELLE NORME INTERNE CHE LA ATTUANO, AVALLATA DALLA MASSIMA 36 DELLA COMMISSIONE DEL CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO. UNISCO UN MIO SCRITTO SUL TEMA, ANCORA NON COMPLETATO NEI DETTAGLI, MA GIÀ SUFFICIENTEMENTE SVILUPPATO, CHE CONTIENE UN AMPIO RIESAME DELLA MATERIA.

MARCO SAVERIO SPOLIDORO
ORDINARIO DI DIRITTO INDUSTRIALE
NELL'UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL SACRO CUORE DI MILANO

*Valore nominale, azioni senza indicazione del valore nominale
e aumento del capitale sociale*

SOMMARIO: 1. Significato attuale del valore nominale delle azioni. 2. Prima critica della tesi dominante e programma dell'indagine. 3. Fondamento del divieto di emissione delle azioni per un prezzo inferiore al valore nominale. 4. Dimensione "politica" della disciplina del valore nominale. 5. Contrasto dell'abolizione del divieto di emissione di ciascuna singola azione per un prezzo inferiore al suo valore nominale con l'art. 8.1 della direttiva 2012/30. 6. Aumento di capitale e azioni con indicazione esplicita del valore nominale. 7. Emissione di azioni senza indicazione del valore nominale nella *Massima 36* della Commissione del Consiglio notarile di Milano. 8. Precisazione sulla nozione di azioni senza valore nominale e di azioni senza indicazione del valore nominale. 10. Motivazioni della *Massima 36*. 9. Prezzo di emissione delle azioni nell'art. 8 della direttiva 2012/30 (seconda direttiva in materia di società, versione codificata). 11. Nozione di «valore contabile» come limite inferiore del prezzo di emissione delle azioni senza indicazione del valore nominale. 12. Conferma dei risultati raggiunti sul piano dell'indagine storica e del ragionamento sistematico. 13. Ulteriore conferma alla luce del diritto comparato. 14. L'eccezione del Belgio: l'art. 582 del *Code des Sociétés*. Condizioni e limiti dell'ammissibilità di emissioni «*en dessous du pair*». 15. Conclusioni derivanti dall'indagine di diritto comparato europeo. 16. Infondatezza e irrilevanza dell'argomento secondo cui l'emissione di azioni al di sotto della pari non nuoce

ai creditori e non viola la tutela del capitale. 17. Irrilevanza dell'argomento secondo cui i vecchi azionisti sono sufficientemente tutelati dal diritto di opzione o da altre norme e non hanno bisogno di essere tutelati contro la potenziale diluizione derivante da emissioni di azioni senza indicazione del valore nominale ad un prezzo almeno pari al valore nominale implicito delle loro azioni. 18. Irrilevanza dell'argomento secondo cui gli investitori non badano al valore nominale delle azioni. 19. Eventuale opportunità di un intervento della Corte di Giustizia. 20. Tecniche che permettono di ottenere lo stesso risultato pratico perseguito dalla *Massima 36* senza violare la direttiva e senza diluire i vecchi azionisti.

1. Secondo un'opinione molto diffusa in Italia già prima del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, il valore nominale delle azioni ha una funzione quasi esclusivamente organizzativa¹. Secondo questa tesi, il valore nominale esprimerebbe un parametro di calcolo dei diritti sociali spettanti all'azionista commisurato alla frazione del capitale sociale da questi posseduta; tale parametro farebbe appunto riferimento al rapporto tra il valore nominale delle azioni di cui l'azionista ha la proprietà o sulle quali vanta un diritto reale minore e l'ammontare complessivo del capitale sociale.

Le premesse da cui muove questa opinione sono, in primo luogo, che il capitale sociale sia diviso in azioni «di uguale valore» e dotate di «uguali diritti» (art. 2348, 1° comma, c.c.); in secondo luogo, che ciascuna azione abbia dunque un valore nominale pari a quello delle altre; in terzo luogo che tra capitale e azioni si realizzi una relazione aritmetica per cui, conoscendo due delle tre grandezze, è sempre possibile calcolare la terza.

L'implicazione che si può trarre (e che infatti si trae) da queste premesse è che la funzione del valore nominale delle azioni sarebbe la stessa del capitale sociale²; anzi, poiché l'ordine logico sarebbe dato dalla divisione del capitale sociale in azioni, si può sostenere che la funzione giuridica del valore nominale *dipenda* da quella del capitale sociale.

Poiché inoltre dalla «proprietà» del capitale deriva il diritto degli azionisti sull'impresa, ecco che il valore nominale delle azioni definisce il

¹ Fra molti si vedano G. FIGÀ TALAMANCA, *Il valore nominale delle azioni*, Milano, 2001, 4 («In questo contesto il valore nominale delle azioni è per lo più considerato quale corollario delle discipline del capitale nominale: in particolare il divieto di emissione sotto la pari, la più significativa delle regole correlate al valore nominale delle azioni, è spesso riguardato quale modalità di salvaguardia dell'integrità del capitale nominale. Sicché le riflessioni sul valore nominale delle azioni hanno finito per stemperarsi nella discussione sul residuo significato del capitale nominale nell'ordinamento delle società per azioni»).

² Oltre a G. FIGÀ TALAMANCA (nota 1), 4, v. P. SPADA, *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, I, 95, specie 108 e ss. (dove, a p. 112, nota 33, si legge che il divieto di emissione sotto la pari «ha il significato di “saldare” le funzioni (i) di indicatore (minimo) dell'investimento collettivo e (ii) organizzativa del capitale»); M. SCIUTO e P. SPADA, *Il tipo della società per azioni*, in *Trattato delle s.p.a.* diretto da G.B. Portale e G. Colombo, vol. I, t. 1, Torino, 2004, 29 e ss.; B. VISENTINI, *Azioni di società*, in *Enc. del dir.*, IV; Milano, 1959, 970.

quantum dei diritti di ciascun singolo azionista; ed infine, poiché il capitale sociale costituisce una garanzia per i creditori sociali, la disciplina del valore nominale deve essere coerente con tale garanzia.

Un primo compito di questo scritto è verificare la «tenuta» di queste proposizioni.

Per affrontare questa parte dello studio, giova una considerazione preliminare. Fino alla riforma del 2003, la legge italiana conteneva un'espressa previsione che impediva l'emissione di azioni per un prezzo inferiore al valore nominale³. Tale disposizione (così come altre ad essa collegate, per esempio quella che imponeva la verifica del valore di conferimento dei beni e crediti conferiti in natura o quella che sanzionava la restituzione dei conferimenti ai sottoscrittori o ai soci) veniva da alcuni spiegata in chiave di tutela dei creditori sociali, mentre da altri veniva giustificata facendo riferimento anche all'interesse degli altri sottoscrittori⁴. Oggi invece il divieto di emissione di ciascuna singola azione al di sotto della pari (cioè per un prezzo inferiore al valore nominale) è stato soppresso ed è stato sostituito dal 4° e dal 5° comma dell'art. 2346 c.c.⁵. Dalla combinazione di tali disposizioni si desume che (sempre salva la necessità di coprire l'intero capitale) le azioni possono essere emesse l'una a un prezzo inferiore al valore nominale e l'altra a un prezzo superiore, di modo che il *deficit* sia compensato dal *surplus*. Una norma coerente con questo principio è stata introdotta anche nel 4° comma dell'art. 2343 c.c.

Il legislatore italiano evidentemente ritiene che, una volta garantito l'interesse dei creditori all'esistenza effettiva del capitale sociale, i soci possano fare quel che vogliono in merito al prezzo di emissione delle azioni. L'unico limite, non espresso, ma abbastanza sicuramente desumibile dalla legge, è che la deroga al principio della parità di trattamento nell'emissione delle azioni non può essere imposta dalla maggioranza alla minoranza⁶.

³ Non senza ragione, G. FIGÀ TALAMANCA, (nota 1), 4 scriveva, come si è già notato, che il divieto di emissione sotto la pari è la regola più significativa tra quelle dedicate al valore nominale delle azioni. Può aver qualche interesse notare che Julius Lehmann, nel suo parere del 1926 al Deutscher Juristen Tag, aveva osservato che, senza il divieto di *Unterpriemission*, non si capirebbe che senso avrebbe prevedere che le azioni abbiano un valore nominale (*Gutachten zum 34. DJT*, 1926, Bd. 1, 278, citato da G. SPINDLER, *Kriegsfolgen, Konzernbildung und Machtfrage als zentrale Aspekte der aktienrechtlichen Diskussion in der Weimarer Republik*, in *Aktienrecht im Wandel*, a cura di W. Bayer e M. Habersack, Bd. 1, Tübingen, 2007, 470).

⁴ La questione era emersa soprattutto con riferimento ai conferimenti in natura e alla funzione della relazione di stima. Sul punto si sono scontrati autori che nella stima dei conferimenti vedevano uno strumento di tutela dei soli creditori sociali (senza negare un'indiretta tutela dei soci, e autori che sostenevano la prevalenza della tutela dei sottoscrittori. Tra i primi v. A. PAVONE LA ROSA, *Aumento di capitale mediante conferimenti in natura*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1964, I, 399; ID., *Gli interessi tutelati dalla disciplina dell'art. 2343 c.c.*, in *Riv. soc.*, 1965, 769 e ss.; tra i secondi v. F. FERRARA jr., *Sulle modalità di aumento del capitale con conferimenti in natura nella s.p.a.*, in *Riv. dir. comm.*, 1963, I, 79 e ss.; ID., *Ancora sui conferimenti in natura nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 1965, 264 e ss.

⁵ Sui problemi applicativi suscitati da questa disposizione v. tra gli altri M. S. SPOLIDORO, *I conferimenti in denaro*, in *Trattato delle s.p.a.*, diretto da G.B. Portale e G.E. Colombo, vol. 1, t. 2, Torino, 2004, 309 e ss.

⁶ M. S. SPOLIDORO (nota 5), 342 e ss.

Lo schema di ragionamento sopra tratteggiato porta evidentemente a togliere quasi ogni rilievo al valore nominale delle azioni, riducendolo a una mera (e scarsamente utile) reliquia di un passato ormai remoto. Una reliquia, si può aggiungere, di cui sarebbe probabilmente utile sbarazzarsi senza rimpianto. Infatti, per svolgere la funzione organizzativa, cioè la funzione che sarebbe la più rilevante tra quelle del valore nominale⁷, basta conoscere il numero delle azioni emesse e tener a mente la norma secondo cui, salve le note eccezioni, «le azioni devono essere di uguale valore e conferiscono ai loro possessori uguali diritti» (art. 2348, 1° comma, c.c.). Il che viene puntualmente affermato dal legislatore nell'art. 2346, 3° comma, c.c. allorché si ammette che le azioni possono essere prive dell'indicazione del valore nominale e si afferma che, in tal caso, le disposizioni che si riferiscono al valore nominale «si applicano con riguardo al loro [*delle azioni*] numero in rapporto al totale delle azioni emesse».

Questa è oggi l'opinione forse più autorevolmente sostenuta. Tuttavia, si può dimostrare che il ragionamento appena riassunto è in contrasto con la direttiva 2012/30/CE (versione codificata della seconda direttiva in materia societaria) e non può essere accolto.

In questo scritto sarà dunque svolta, in primo luogo, un'argomentazione generale sul valore nominale, che metterà capo ad esprimere dubbi sulla conformità alla direttiva dell'art. 2346 c.c., e poi sarà affrontata una questione pratica specifica, che rappresenta nella vita concreta degli affari l'applicazione forse più importante della tesi che qui si intende criticare e che può essere presa come banco di prova di quanto qui si vuole sostenere.

2. La premessa secondo cui il valore nominale delle azioni si può ricavare dalla divisione del capitale in azioni può diventare fuorviante, allorché indebitamente la si carichi di valore e si pretenda di dedurre da essa una specie di *dipendenza* della funzione del valore nominale delle azioni dalla funzione del capitale. A parte il fatto che l'affermazione di un rapporto aritmetico può essere agevolmente rovesciata nel suo opposto (ed infatti il valore nominale delle azioni è il risultato di una divisione del capitale non più di quanto il capitale sia il risultato della moltiplicazione del valore nominale delle azioni per il numero delle azioni emesse), è dubbio il valore interpretativo della premessa secondo cui il capitale *sociale* sarebbe *diviso* in azioni, ciascuna delle quali sarebbe una frazione del capitale sociale.

Dal diritto positivo risulta invece che sia l'ammontare del capitale, sia il valore nominale delle azioni devono essere indicati nell'atto costitutivo, nello statuto e sui singoli certificati azionari, salvo che nell'atto costitutivo o statuto non sia stabilito che le azioni siano prive dell'indicazione del valore nominale.

Stabilire perciò che tra capitale e valore nominale delle azioni esiste una certa relazione *aritmetica* per la verità non dice nulla sul significato *giuridico* di tale relazione. Si deve inoltre notare che, nella realtà normativa i termini del rapporto aritmetico sono, da un lato, il valore nominale e il numero delle azioni

⁷ Anzi, dopo la soppressione del divieto di emissione delle singole azioni al di sotto del valore nominale, si potrebbe dire che sia l'unica superstite delle funzioni di tale istituto.

emesse e sottoscritte e, dall'altro lato, il capitale *sottoscritto*, non genericamente il capitale *statutario*. Occorre dunque riflettere già sul significato della formula (dottrinale) secondo cui il capitale è diviso (?) in azioni. Di che capitale si parla? Non certo del capitale statutario!

Si consideri infatti il caso dell'aumento di capitale in corso di esecuzione o dell'aumento di capitale delegato: la relazione tra valore nominale delle azioni e capitale statutario è infatti non già la conseguenza di una verità logico-matematica *a priori*, ma una verità temporalmente circoscritta alla costituzione formale della società (peraltro valida anche nel caso della costituzione per pubblica sottoscrizione) ed è *frutto di una ben precisa norma di legge*: quella che impone l'integrale sottoscrizione del capitale statutario come condizione dell'iscrizione della società nel registro delle imprese⁸. Il capitale sociale *sottoscritto* è dunque la somma dei valori nominali delle azioni *sottoscritte*, e in questo senso il capitale è costituito da una somma di valori nominali.

La funzione del valore nominale delle azioni non si ricava perciò *immediatamente* da quella (o da quelle) del capitale, pur essendo del tutto evidente che le funzioni del capitale e quella del valore nominale delle azioni sono tra loro coordinate e comunque non possono contrastarsi. Al contrario, la funzione del valore nominale delle azioni deve essere compresa indipendentemente da quella del capitale. Ne segue che sia il capitale statutario sia il valore nominale delle azioni sono in primo luogo e soprattutto *informazioni* a proposito delle quali (salva l'opzione per le azioni senza indicazione del valore nominale) la legge prevede che siano rese disponibili e pubblicate nelle forme a ciò deputate.

Si vedrà nel paragrafo seguente quale possa essere questa *indipendente* funzione del valore nominale.

3. La prospettiva storica può aiutare e forse è decisiva per comprendere quale sia l'autentica funzione *propria* del valore nominale delle azioni.

L'indagine non è peraltro agevole, perché i materiali più importanti non sono facilmente reperibili e molto spesso ci si deve accontentare di fonti indirette. In ogni caso, merita attenzione il fatto che vi siano molte testimonianze, prossime e remote, delle vivaci discussioni che l'introduzione o il mantenimento del divieto di emissione delle azioni al di sotto della pari ha suscitato in diversi Paesi europei, specie in Inghilterra, in Svizzera, in Germania.

In Inghilterra, il divieto dell'emissione delle azioni per un prezzo inferiore al valore nominale fu dettato dalla section 21 del *Companies Clauses Act* 1863 («Subject to the foregoing provisions, the company may from time to time dispose of new shares and new stock at such times, to such persons, on such terms and conditions, and in such manner, as the directors think advantageous to the company, but so that not less than the full nominal amount of any share or portion of stock be payable or paid in respect thereof»). Pochi anni dopo la section 27 del *Railways Companies Act* 1867 stabilì un'eccezione al divieto, che fu poi estesa a tutte le società dalla section 5 del *Companies Clauses Act* 1869

⁸ M. S. SPOLIDORO (nota 5), 286 e ss.

(«Section 21 of the Companies Clauses Act, 1863, shall, with respect to any company to which it is applicable under the provisions of this or any other Act, be read and have effect as if the following words, that is to say, “but so that not less than the full nominal amount of any share or portion of stock be payable or paid in respect thereof,” had not been inserted in that section»). Malgrado ciò, la giurisprudenza resistette e, nel 1892, la *House of Lords* si pronunciò a favore del divieto di emissione delle azioni al di sotto della pari argomentando in base alla tutela dei creditori e della parità di trattamento dei soci. L'importante decisione dei Lords venne trasfusa nella section 89 del *Companies (Consolidated) Act* 1908 ed è stata mantenuta nella section 53 del *Companies Act* 1948 e si trova ancora nella corrispondente section del *Companies Act* 2006.

Dall'Inghilterra la regola passò non senza contrasti, nel resto del mondo: In Germania e in Svizzera, una volta recepita, essa fu attaccata duramente, a intervalli di tempo, sempre basandosi sull'argomento che la sua introduzione avrebbe aumentato i costi dell'investimento soprattutto nelle società in difficoltà economica o finanziaria. Ma la norma resistette sempre, ovunque ne fu discussa a fondo la necessità, perché sempre fu decisiva la considerazione che il valore nominale, sebbene abbia poco rilievo economico *durante societate*, è pur sempre un valore rimborsabile – in concorso con i creditori sociali e con i soci e sia pure dopo il rimborso dei crediti chirografari - in caso di liquidazione della società.

Si può concludere che la storia dimostra che non si può affermare che il valore nominale servirebbe *genericamente* per garantire i creditori riguardo alla corretta formazione del capitale. Se così fosse, sarebbe davvero legittimo argomentare sul valore nominale assumendo come premessa che il capitale potrebbe essere formato correttamente e garantire i creditori anche discriminando tra gli azionisti. Tuttavia, l'indagine storica dimostra che il divieto di collocare le azioni al di sotto di un certo prezzo minimo intende anche ridurre la discrezionalità degli amministratori e dei soci di maggioranza nel collocamento delle azioni, impedire speculazioni e inganni ai danni dei sottoscrittori, e garantire, entro certi limiti, una parità di trattamento (più precisamente: limitare quantitativamente la possibilità che vi sia disparità di trattamento tra i sottoscrittori).

4. A queste iniziali osservazioni, si deve aggiungere un importante chiarimento. Allorché decida di non permettere l'emissione di azioni a qualunque prezzo, il legislatore persegue evidentemente un compromesso fra diversi interessi. Gli azionisti esistenti - che hanno sottoscritto le azioni a un certo prezzo o che le hanno pagate un determinato prezzo - hanno tipicamente interesse a far sì che i nuovi sottoscrittori paghino le azioni di nuova emissione al prezzo più alto possibile. I nuovi sottoscrittori hanno per contro tipicamente l'interesse contrario: infatti, se pagassero le azioni di nuova emissione ad un prezzo superiore a quello per cui sarebbero scambiate sul mercato, di fatto parteciperebbero alla perdita di valore dell'investimento dei precedenti azionisti. La posizione della società emittente è ambigua, perché essa ha interesse sia a ricevere nuovi conferimenti, sia a proteggere il valore degli investimenti precedenti: infatti, garantendo ai vecchi azionisti una qualche protezione, si

aumenta la propensione al rischio di chi è indeciso sull'opportunità dell'investimento.

Quando vi sono interessi contrapposti (contrapposti addirittura all'interno di un'unica organizzazione, come si è detto con riferimento alla società emittente), la questione deve essere risolta dall'autorità politica, ovvero dalla legge. La legge peraltro non pone un prezzo minimo di compravendita delle azioni sul mercato, perché la società è estranea al rapporto contrattuale tra alienante e acquirente. Tuttavia, quando la società *colloca* le sue azioni, i suoi organi amministrativi non possono essere interamente liberi: non lo sono quando vendono *azioni proprie*, perché in tal caso debbono osservare le prescrizioni dell'assemblea, e a maggior ragione non dovrebbero essere liberi nella fissazione del prezzo di emissione delle azioni. In effetti, anche il prezzo di emissione delle azioni è stabilito dall'assemblea, come quello di vendita delle azioni proprie; ma il valore nominale delle azioni vorrebbe costituire una garanzia *in più* per la tutela dell'interesse dei "vecchi" azionisti.

Chi scrive è in effetti perplesso sull'utilità del valore nominale e sulla necessità di mantenere il divieto dell'emissione sotto la pari. Fortunatamente queste sono questioni sulle quali deve pronunciarsi il legislatore, non chi, come noi, si propone di interpretarne la volontà.

5. Il legislatore italiano stabilisce che, se i soci sono d'accordo, il *deficit* del conferimento di Tizio può essere colmato da Caio e, come già si è detto, sembra subordinare questa possibilità al consenso di tutti i soci, o almeno dei soci che dovrebbero contribuire il *surplus* necessario per colmare il *deficit*. Sul piano dell'opportunità non vi è nulla che potrebbe opporsi a questa volontà del legislatore, così come non vi sarebbe alcun argomento ostativo, sempre dal punto di vista dell'opportunità, all'eventuale rimessione all'assemblea di una piena libertà circa il prezzo di emissione delle nuove azioni in sede di aumento di capitale (così come l'assemblea ha piena discrezionalità nel fissare il prezzo di vendita delle azioni proprie). Al limite, ma sempre dal punto di vista dell'opportunità, sarebbe pienamente accettabile una regola che eventualmente lasciasse agli amministratori o al *management* piena libertà nel collocamento delle azioni anche a qualunque prezzo, purché ragionevolmente giustificabile, con l'osservanza di idonee misure di controllo e di verifica a garanzia di trasparenza, ponderazione e imparzialità.

Il legislatore italiano non è però completamente libero a tale riguardo. Infatti è necessario che si rispetti l'art. 8 della direttiva 2012/30. Questa norma riguarda l'emissione delle azioni in sede di costituzione della società per azioni e in sede di aumento del capitale. Essa contempla due fattispecie: quella delle azioni tradizionali (il cui valore nominale è indicato nell'atto costitutivo, nello statuto e sui certificati azionari) e quella delle azioni prive di indicazione del valore nominale⁹.

⁹ «Articolo 8: 1. Le azioni non possono essere emesse per un importo inferiore al loro valore nominale o, in mancanza di questo, al valore contabile.

Riguardo alle azioni tradizionali, la formula legislativa della direttiva è del tutto simile a quella che era il tenore testuale dell'art. 2346 c.c. prima della riforma del 2003. Quest'ultima era pacificamente intesa nel senso che fosse vietata l'emissione di *ciascuna singola azione* per un prezzo inferiore al suo valore nominale. Il legislatore italiano ha abbandonato questa regola modificando il testo della legge nel senso che appunto oggi è permesso non solo emettere azioni a prezzo diverso, ma anche emettere singole azioni per un prezzo inferiore al valore nominale, purché la differenza sia colmata da altri sottoscrittori, il cui eccesso di conferimento, anziché alimentare una riserva da capitale (c.d. riserva da sopraprezzo) colmi il *deficit* del capitale conseguente alla *Unterpariemission*.

La disposizione della direttiva, secondo alcuni, sarebbe in effetti da intendere nel senso che il complesso delle azioni non potrebbe essere emesso per un prezzo inferiore alla somma dei valori nominali delle azioni stesse. La tesi peraltro non spiega come mai il tenore letterale della norma comunitaria sia del tutto uguale a quello della norma italiana abrogata: infatti se le parole della direttiva vogliono dire ciò che si sostiene (vale a dire che le singole azioni possono essere emesse a un prezzo inferiore al valore nominale di ogni singola azione), perché mai vi sarebbe stato bisogno di abrogare la norma italiana, formulata con le stesse parole della direttiva, e sostituirla con un'altra norma che oggi dice che lo statuto può prevedere un'assegnazione delle azioni «diversa» da quella proporzionale (3° comma, seconda frase, dell'art. 2346 c.c.), fermo restando che «in nessun caso il valore dei conferimenti può essere complessivamente inferiore all'ammontare globale del capitale sociale» (4° comma dell'art. 2346 c.c.)? La verità è che l'art. 8.1 della direttiva usa espressioni quali «valore nominale» e «valore contabile» che non paiono molto appropriate per il capitale (mai, infatti, la legge parla di un valore nominale e tanto meno di un valore contabile del capitale sociale), mentre sono appropriatissime per le singole azioni.

Si obietterà forse che l'interrogativo retorico e il lessico della legge non risolvono la questione; e si opporrà magari che la funzione di protezione dei terzi è l'unica che meriti riguardo e che i terzi hanno interesse alla copertura del capitale e non a quella del valore nominale delle singole azioni.

Tale obiezione tuttavia non resiste alla critica, se solo si rammenta che le funzioni di un istituto giuridico non esistono *a priori* rispetto alla disciplina dell'istituto stesso. La disciplina europea prevede che ciascuna azione sia sottoscritta a un prezzo non inferiore al suo valore nominale. L'Italia si è discostata da questa regola ed è venuta meno ai suoi obblighi nei confronti dell'Unione¹⁰. Sarebbe bene non trascurare che, come risulta dal secondo e dal

2. *Tuttavia gli Stati membri possono permettere che le persone che, professionalmente, collocano azioni, corrispondano un importo inferiore all'importo totale delle azioni da essi sottoscritte nel corso di tale operazione».*

¹⁰ Le critiche sopra richiamate prendono avvio da un rilievo di G.B. PORTALE, *Dal capitale «assicurato» alle «tracking stocks»*, in *Riv. soc.* 2002, 159 e ss.; dello stesso Autore, v. anche *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Trattato delle s.p.a.*, diretto da G.B. Portale e G.E. Colombo, vol. 1, t.2, Torino, 2004, 6, nota 3 (a p. 8).

terzo considerando¹¹, la direttiva non mira solo alla tutela dei terzi, ma anche a quella degli azionisti che investono nella società. Il divieto di emissione delle azioni al di sotto del valore nominale è infatti stato dettato anche a tutela dei sottoscrittori, al pari del divieto di restituzione dei conferimenti.

D'altronde, basta la lettura del secondo comma dell'art. 8 della direttiva per rendersi conto che la disposizione del primo comma non lascia agli Stati alcuno spazio di discrezionalità: interpretazione, questa, del tutto pacifica, come risulta anche dalle trattazioni della dottrina specialistica¹² e dall'esame delle conclusioni dell'Avvocato Generale della Corte di Giustizia nel caso *Meilicke*¹³.

La conclusione più ragionevole è che il legislatore italiano si è spinto al di là del limite che gli era posto dalla direttiva comunitaria e che, forse anticipando i tempi, ha dettato regole che non aveva il potere di dettare.

6. Come che sia, è fuori discussione che se le azioni hanno un valore nominale espresso, le azioni di nuova emissione in sede di aumento del capitale devono avere lo stesso valore nominale; che se vengono emesse 1000 nuove azioni, l'aumento del capitale deve essere pari a 1000 volte il valore nominale delle azioni e che l'intero aumento deve essere coperto da conferimenti dei nuovi sottoscrittori. Per es. se sono in circolazione un milione di azioni da un euro di valore nominale, e il capitale è dunque di un milione, l'emissione di un altro milione di nuove azioni comporta necessariamente un aumento del capitale di un milione di euro. Non sarebbe invece possibile (per esempio) aumentare il numero delle azioni in circolazione tramite l'emissione di un milione e cinquecentomila azioni a fronte di un aumento di capitale di un solo milione di euro.

7. Per le azioni prive dell'indicazione del valore nominale, almeno secondo un'interpretazione autorevole, le cose andrebbero diversamente da quanto si è appena detto per le azioni tradizionali. La *Massima 36* pubblicata il 19 novembre 2004 dalla *Commissione per i principi uniformi in tema di società*

¹¹ La direttiva 2012/30, al secondo considerando, premette che «*il coordinamento previsto dall'articolo 50, paragrafo 2, lettera g), del trattato e dal programma generale per l'abolizione delle restrizioni alla libertà di stabilimento, che ha avuto inizio con la prima direttiva 68/151/CEE del Consiglio, del 9 marzo 1968, intesa a coordinare, per renderle equivalenti all'interno della Comunità, le garanzie che sono richieste, negli Stati membri, alle società ai sensi dell'articolo 58, secondo comma, del trattato per proteggere gli interessi dei soci e di terzi, riveste particolare importanza segnatamente per le società per azioni, in quanto l'attività di queste società è predominante nell'economia degli Stati membri e supera spesso i confini nazionali*».

Inoltre il terzo considerando precisa che «*per assicurare l'equivalenza minima della protezione degli azionisti e dei creditori delle società occorre in particolare coordinare le disposizioni nazionali riguardanti la loro costituzione nonché la salvaguardia, l'aumento e la riduzione del capitale delle società per azioni*».

¹² H. DRINKUTH, *Die Kapitalrichtlinie- Mindest- oder Höchstnorm?*, Köln, 1998, 143: «*Art. 8 Abs.1 lässt den Mitgliedstaaten keinen Spielraum, denn das dort ausgesprochene Verbot ist zwingend*».

¹³ Conclusioni dell'Avvocato Generale Tesoro nella causa C-83/91 (*Meilicke*) paragrafo 12.

del Consiglio Notarile di Milano tratta di questo tema ed è stata abbastanza frequentemente applicata, anche e forse soprattutto per le società con azioni quotate in borsa e per alcune ricapitalizzazioni bancarie.

Secondo tale massima,

«in caso di aumento di capitale sociale a pagamento, da parte di una s.p.a. con azioni senza valore nominale, il prezzo di emissione delle azioni deve essere determinato in misura almeno pari alla “parità contabile” delle azioni di nuova emissione (ossia pari all'aumento di capitale diviso il numero delle azioni di nuova emissione), in modo tale che l'ammontare dei nuovi conferimenti sia complessivamente pari o superiore all'ammontare dell'aumento del capitale sociale».

«È d'altro canto legittima, sempre in sede di aumento del capitale sociale a pagamento da parte di una s.p.a. con azioni prive del valore nominale, l'emissione di nuove azioni ad un prezzo inferiore alla “parità contabile” delle azioni esistenti al momento dell'assunzione della deliberazione di aumento (ossia pari al capitale sociale ante aumento, diviso per il numero delle azioni ante aumento), fermo restando che l'ammontare dei nuovi conferimenti deve essere complessivamente pari o superiore all'ammontare dell'aumento del capitale sociale».

Le conclusioni di questo scritto su questo tema si possono riassumere affermando che il principio dettato nella massima sopra trascritta è in contrasto con l'art. 8.1 della direttiva 2012/30 e che la motivazione a sostegno della stessa non intende correttamente il senso di tale disposizione¹⁴, per di più adducendo argomenti di fatto non corrispondenti a verità.

Si deve inoltre ritenere che, se vi fosse qualche residuo dubbio, la questione dovrebbe essere rinviata alla Corte di Giustizia per un'interpretazione pregiudiziale.

Infine, si può dimostrare che gli interessi ai quali la *Massima 36* è funzionale o sono tutelabili con interpretazioni rispettose della direttiva (e della legge) oppure non sono meritevoli di considerazione positiva.

8. La questione che sarà qui discussa richiede una spiegazione preliminare circa la distinzione fra azioni “con” e azioni “senza” valore nominale. Sino alla riforma del 2003, le azioni emesse da società italiane dovevano recare l'indicazione del valore nominale, valore nominale che doveva essere stabilito nello statuto ed essere indicato su ciascun titolo azionario e che corrisponde al prezzo minimo di emissione delle azioni stesse, come emergeva

¹⁴ Sul punto, cfr. le critiche di M. S. SPOLIDORO, (nota 5), 339-345, che sono state seguite e ampliate da S.A. CERRATO, *Sub art. 2439-2440*, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 1478 e ss.; e da G.A. TRIMARCHI, *L'aumento di capitale*, Milano, 2007, 242 e ss. Ma si veda già G.B. PORTALE, *Dal capitale «assicurato» alle «tracking stocks»* (nota 10), 159 e ss.; ID. *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata* (nota10), 8 (nota 3).

dal divieto di emissione delle azioni al di sotto della pari, vale a dire a un prezzo inferiore al valore nominale¹⁵.

La riforma del 2003 ha consentito che l'indicazione del valore nominale nello statuto e conseguentemente sulle azioni sia solo «eventuale» (art. 2328, 1° comma, n. 5 c.c.; cfr. art. 2346, 2° e 3° comma c.c.; art. 2354, 1° comma, n. 3 c.c.). In questo caso talvolta la legge parla di «mancanza dell'indicazione del valore nominale» (art. 2346, 3° comma c.c.) e talvolta di «azioni senza valore nominale» (art. 2354, 1° comma, n. 3 c.c.). Peraltro è chiaro che la seconda espressione è soltanto un'abbreviazione della prima e non deve essere intesa «alla lettera».

Letteralmente, le due espressioni («azioni prive dell'indicazione del valore nominale» e «azioni senza valore nominale») avrebbero infatti un significato tecnico diverso. Anzi, è stato sicuramente per errore che le due locuzioni sono state usate promiscuamente dal legislatore italiano¹⁶. Le azioni senza valore nominale in senso proprio (*no par shares, echte nennwertlose Aktien, actions sans valeur nominale*) sono diffuse negli U.S.A. e in altri ordinamenti influenzati dal modello statunitense, come il Giappone; esse non corrispondono ad una frazione del capitale sociale o del patrimonio netto, possono essere emesse per qualsiasi prezzo e non sono compatibili con l'art. 8 della direttiva 2012/30. Invece, le azioni prive dell'indicazione del valore nominale (*unechte nennwertlose Aktien, Stuckaktien, actions de quotité*), previste da anni dalla legislazione belga, permesse dalla seconda direttiva in materia di società e diffuse nel resto d'Europa soprattutto in occasione della «transizione all'Euro», sono frazioni del capitale sociale statutario ed hanno un prezzo minimo di emissione, che è dato dal loro «valore contabile»¹⁷ (come si legge nell'art. 8.1 della direttiva citata) e deriva appunto dal fatto che esse sono comunque frazioni del capitale.

Più in generale, le azioni prive dell'indicazione del valore nominale non costituiscono azioni di una categoria diversa da quelle che sono munite di tale indicazione. La differenza tra le due specie di azioni sta solo nel fatto che all'una è attribuita l'indicazione del valore nominale, mentre all'altra basta l'indicazione della frazione di capitale ottenuta mettendo in rapporto due numeri risultanti dallo statuto: al denominatore il capitale sociale ed al numeratore il numero totale delle azioni. I diritti spettanti a ciascuna azione, che per le azioni «con» valore nominale si rapportano al capitale, per le azioni senza indicazione del

¹⁵ La fissazione di un prezzo di emissione superiore al valore nominale è consentita e la differenza si chiama «sopraprezzo».

¹⁶ La differenza è illustrata sulla base della letteratura scientifica, allora costituita soprattutto dalla dottrina americana e tedesca, in M.S. SPOLIDORO, *Capitale sociale, valore nominale delle azioni e delle quote e transizione all'euro*, in *Riv. soc.*, 1999, 356 e ss.; adde U. NOACK, *Aktien-Gattungen, Verbriefung, Übertragung*, in *Aktienrecht im Wandel*, a cura di W. Bayer e M. Habersack, Bd. 2, Tübingen, 2007, 533 e ss.

¹⁷ L'espressione «valore contabile» deve essere ovviamente interpretata: compito il cui svolgimento costituisce una (buona) parte di questo scritto, in quanto, come vedremo subito, le parole della direttiva sono state oggetto di un grave fraintendimento.

valore nominale si calcolano «con riguardo al loro numero in rapporto al totale delle azioni emesse» (art. 2346, 3° comma, c.c.).

9. Ciò premesso, la *Massima 36* è accompagnata da una motivazione, fondata sui seguenti capisaldi:

- a. «*in mancanza di valore nominale*» il principio secondo cui il valore dei conferimenti non può essere inferiore all'ammontare globale dell'aumento di capitale «*viene rispettato applicando la regola (del resto presente nella seconda direttiva CE in materia societaria) secondo la quale il prezzo delle azioni di nuova emissione deve essere almeno pari alla "parità contabile" delle azioni di nuova emissione: il che vale quanto dire che il prezzo delle nuove azioni deve essere almeno pari al risultato della divisione dell'aumento di capitale per il numero di nuove azioni. Se la società Alfa aumenta il capitale sociale di massimi euro 1.000.000 mediante l'emissione di massime n. 1.000.000 di azioni senza valore nominale, è necessario che il prezzo di emissione di ciascuna azione sia pari ad almeno un euro*»¹⁸;
- b. «*nessun principio di diritto societario – e ciò [sarebbe]*¹⁹ *confermato dal confronto comparatistico con tutti gli ordinamenti europei che conoscono le azioni senza valore nominale – impone di mantenere invariata, in occasione di un aumento di capitale, la stessa parità contabile delle azioni preesistenti all'aumento: in altre parole, il rapporto tra la parte di capitale che si forma con l'aumento e il numero delle azioni di nuova emissione può essere diverso rispetto a quello sussistente tra il vecchio capitale e le vecchie azioni, di guisa che, dopo l'aumento si avrà una nuova parità contabile, diversa sia dalla vecchia parità contabile sia da quella delle azioni di nuova emissione*»;
- c. l'emissione di azioni a un prezzo inferiore «*alla parità contabile delle vecchie azioni*» non reca «*alcun pregiudizio ai terzi*», mentre, per quanto riguarda gli azionisti, «*si deve ritenere che l'esistenza del diritto di opzione e dell'obbligo di determinare il sopraprezzo nei casi di esclusione del diritto di opzione (art. 2441 c.c.) tuteli sufficientemente la posizione dei vecchi soci, la "diluizione" dei quali potrebbe avvenire solo in caso di mancato esercizio del diritto di*

¹⁸ Come sarà dimostrato più avanti, la «parità contabile» di cui parla la seconda direttiva è tutt'altra cosa rispetto a quel che dice la motivazione della *Massima 36*, ed è il risultato della divisione del valore del capitale sociale esistente prima dell'emissione delle nuove azioni prive (dell'indicazione) del valore nominale e il numero delle azioni in circolazione prima di tale emissione.

¹⁹ Il condizionale, che sostituisce l'indicativo del testo originale, è d'obbligo, perché un confronto comparatistico serio dimostra che la soluzione seguita in altri Stati dell'Unione che conoscono le azioni senza indicazione del valore nominale è ben diversa da quella supposta dalla motivazione della *Massima 36*.

opzione (ferma restando la loro possibilità di alienarlo agli altri soci o a terzi)»;

- d. *sebbene l'operazione possa «aggravare la posizione delle minoranze», si tratterebbe «della medesima posizione in cui i soci di minoranza si trovano in caso di azioni con valore nominale e in cui si trovavano già prima della riforma del 2003», nel senso che né il valore nominale delle azioni né il loro valore contabile (inteso come risultato della divisione del valore del capitale sociale pre-aumento per il numero delle azioni in circolazione) esprimono il valore “reale” dell'azione, che (sembrerebbe) è l'unico ad avere rilievo per stabilire se vi è un pregiudizio dei vecchi azionisti;*
- e. *«il valore nominale, in altre parole, pone sì un limite alla determinazione del prezzo di emissione, ma si tratta di un limite a tutela della copertura del capitale e non già a tutela dei soci»;*
- f. *in certi casi è evidente l'interesse della società a poter aumentare il capitale emettendo le proprie azioni al di sotto di qualunque prezzo minimo di emissione, «allorché si pensi agli aumenti di capitale sociale deliberati da società che, pur non essendo costrette a ripianare perdite contabilmente evidenziatesi, si trovano in situazioni poco felici o con prospettive future poco rosee, sì da dover incentivare il conferimento di capitale di rischio mediante l'emissione di azioni sotto la vecchia parità contabile. Si tratta quindi di uno strumento a disposizione della società, la quale è libera di utilizzarlo, al di là di quanto derivi da un'effettiva situazione di difficoltà o di necessità, nei limiti ovviamente dell'abuso della maggioranza nei confronti della minoranza, al pari del resto di quanto avviene in ordine alla determinazione del prezzo delle azioni (con valore nominale) in tutte le ipotesi di aumento di capitale con diritto di opzione».*

10. Le sei argomentazioni sopra riassunte sono in parte erranee (a volte addirittura basate su falsità evidenti) a volte inconcludenti; solo la quarta e la sesta hanno un fondamento di verità ma, come sarà spiegato, esse si risolvono in una critica della legge, come tale non rilevante quando si tratti di applicare la legge vigente, e non di proporre una nuova.

Procedendo nell'ordine, è falso anzitutto che l'art. 8.1 della direttiva 2012/30, con l'espressione «valore contabile», intenda riferirsi al «risultato della divisione dell'aumento di capitale per il numero di nuove azioni».

Per rendersi conto di come stiano le cose nella realtà, occorre anzitutto rileggere con attenzione l'art. 8 della direttiva:

«Articolo 8

1. Le azioni non possono essere emesse per un importo inferiore al loro valore nominale o, in mancanza di questo, al valore contabile.

2. *Tuttavia gli Stati membri possono permettere che le persone che, professionalmente, collocano azioni, corrispondano un importo inferiore all'importo totale delle azioni da essi sottoscritte nel corso di tale operazione»²⁰.*

Ciò premesso, la norma europea parla, in tutte le sue versioni testualmente citate nella nota 20 del presente scritto, tranne quella fiamminga, di «valore contabile», senza però darne una definizione²¹. Solo la versione

²⁰ Per confronto, riproduciamo qui di seguito il testo della disposizione in alcune lingue europee:

- «Artículo 8
 1. *Las acciones no podrán emitirse por un importe inferior, a su valor nominal o, a falta de valor nominal, a su valor contable.*
 2. *No obstante, los Estados miembros podrán admitir que los que, por su profesión, se encarguen de colocar las acciones paguen menos que el importe total de las acciones que suscriban en el curso de tal operación».*
- «Artigo 8.º
 1. *As ações não podem ser emitidas a um valor inferior ao seu valor nominal ou, na falta de valor nominal, ao seu valor contabilístico.*
 2. *Todavía, os Estados-Membros podem admitir que aqueles que, por sua profissão, se encarregam de colocar ações paguem menos que o valor total das ações por eles subscritas no decurso desta operação»*
- «Article 8.
 1. *Shares may not be issued at a price lower than their nominal value, or, where there is no nominal value, their accountable par.*
 2. *However, Member States may allow those who undertake to place shares in the exercise of their profession to pay less than the total price of the shares for which they subscribe in the course of that transaction».*
- «Artikel 8
 1. *Die Aktien dürfen nicht unter dem Nennbetrag oder, wenn ein Nennbetrag nicht vorhanden ist, nicht unter dem rechnerischen Wert ausgegeben werden.*
 2. *Die Mitgliedstaaten können jedoch zulassen, dass diejenigen, die sich berufsmäßig mit der Unterbringung von Aktien befassen, weniger als den Gesamtbetrag der Aktien zahlen, die sie bei diesem Vorgang zeichnen».*
- «Article 8
 1. *Les actions ne peuvent pas être émises pour un montant inférieur à leur valeur nominale ou, à défaut de valeur nominale, à leur pair comptable.*
 2. *Toutefois, les États membres peuvent admettre que ceux qui, par leur profession, se chargent de placer des actions paient moins que le montant total des actions qu'ils souscrivent au cours de cette opération».*
- «Artikel 8
 1. *Aandelen kunnen niet worden uitgegeven tegen een lager bedrag dan de nominale waarde, of, bij gebreke van een nominale waarde, dan de fractiewaarde.*
 2. *De lidstaten mogen evenwel toestaan dat degenen die zich beroepshalve belasten met het plaatsen van aandelen, minder betalen dan het volle bedrag van de aandelen die zij in de uitoefening van dat bedrijf nemen».*

²¹ Lo sottolineano P. CÂMARA-A.F. MORAIS ANTUNES, *Acções sem valor nominal*, Coimbra, 2011, 33.

fiamminga è diversa dalle altre, perché parla di valore «frazionario» (senza peraltro specificare con riferimento a quale «intero»); tuttavia se la versione fiamminga dell'art. 8 della direttiva volesse dire qualche cosa di diverso dalle altre versioni, essa comunque non farebbe testo, perché in ciascuno Stato membro gli atti comunitari valgono nel loro testo secondo la lingua nazionale di quello Stato²².

Inoltre, nei Paesi Bassi, l'art. 64.1 del secondo libro del codice civile (*Burgerlijk Wetboek, Boek 2*) pone il principio per cui le azioni sono frazioni del capitale statutario, l'art. 67.1 stabilisce che il valore nominale delle azioni sia indicato nello statuto e non prevede le azioni senza indicazione del valore nominale, e l'art. 80.1 stabilisce che le azioni non possono essere emesse per un prezzo inferiore al valore nominale, sicché il testo fiammingo della direttiva non può avere rilievo per l'interpretazione del diritto italiano, sia pure considerato alla luce della direttiva europea²³.

Secondo il senso ordinario delle parole, il valore contabile dovrebbe essere «derivato dalla contabilità» e dunque non dovrebbe essere altro che il valore del capitale sociale diviso per il numero delle azioni esistenti (cfr. art. 2441, 6° comma, ultima frase, c.c.) o, in alternativa, il valore ottenuto dividendo il patrimonio netto contabile risultante dal bilancio per il numero delle azioni in circolazione al momento in cui si delibera l'aumento del capitale. Tuttavia, l'interpretazione secondo la quale il valore contabile si otterrebbe dividendo il patrimonio netto contabile risultante dall'ultimo bilancio per il numero delle azioni in circolazione, per quanto sia compatibile con la lettera della legge, non pare *ictu oculi* sostenibile. Infatti il valore di emissione delle nuove azioni finirebbe per variare a seconda del patrimonio netto dell'emittente, facilitando l'emissione per una emittente in perdita o rendendola più difficile per una emittente fornita di riserve: in questo secondo caso si arriverebbe ad obbligare la società che voglia emettere azioni prive dell'indicazione del valore nominale, anche nell'ipotesi di aumento del capitale a pagamento con diritto di opzione agli azionisti, a emettere le nuove azioni ad un prezzo superiore al valore nominale *implicito*, ottenuto dividendo il capitale sociale statutario per il numero delle azioni. Ciò sarebbe del tutto incoerente con la volontà di fare delle azioni senza indicazione del valore nominale delle azioni del tutto identiche a quelle tradizionali²⁴ e con la volontà di fare in modo che la scelta tra emettere azioni con o senza indicazione del valore nominale sia del tutto neutra riguardo alle regole di diritto da applicare alla società.

11. Come sarà ribadito anche più avanti, in ogni Stato dell'Unione fra quelli in cui sono state raccolte informazioni, vi sono sfumature diverse: ma la

²² Cfr. la sentenza della Corte di Giustizia 11 dicembre 2007, C-161/06, *Krajský soud v Ostravě (Repubblica ceca)*. Vedi anche App. Milano 21 dicembre 2012 in *Riv. dir. ind.*, 2013, II, 51 con nota di F. LA ROCCA, *Difformità linguistiche nei regolamenti europei*.

²³ In tema, P. VAN SCHILFGAARDE, *Van de BV en de NV*⁶, rielaborato da J. WINTER e J. B. WEZEMAN, Deventer, 2013, 55.

²⁴ Intenzione espressa dal legislatore tedesco nella *Reigerungsbegründung*, come riferisce tra i commentatori U. HÜFFER, § 9, in *Aktiengesetz*¹⁰, München, 2012, Rz. 28, 46)

sostanza della disciplina, tranne che in Belgio (su cui torneremo più avanti, parlando dell'Art. 582 del *Code des Sociétés*), è sempre la stessa, vale a dire che il valore contabile è inteso con riferimento alla divisione del capitale sociale esistente per il numero delle azioni già emesse²⁵.

Importa tuttavia notare che, in tutti gli Stati ai quali ci si riferisce (perfino in Belgio, sia pure con l'eccezione che sarà illustrata più oltre), non si afferma affatto che il valore contabile («*pair comptable*», «*rechnerische Wert*», «*accountable value*», «*valor contabilístico*» o altro) si calcola dividendo l'ammontare «dell'aumento del capitale» per il numero delle azioni di nuova emissione.

Per esempio, l'espressione della disposizione in francese («*pair comptable*») viene intesa dagli interpreti francesi²⁶ e anche da alcuni scrittori belgi²⁷ nel senso che tale valore si ottiene dividendo il «capitale sociale nominale» (e non l'importo dell'aumento...) per il numero delle azioni in circolazione (anche se qualcuno ricorda l'espressione «*valeur comptable*» con un significato ben diverso)²⁸.

In Germania, che prevede le azioni senza indicazione del valore nominale al § 8 Abs. 3 AktG (peraltro fissando un valore nominale implicito minimo), è pacifico che il «*rechnerische Wert*» è il capitale pre-aumento, diviso per il numero delle azioni in circolazione²⁹. Tale valore, talvolta indicato come

²⁵ Sul tema si veda l'esauriente indagine comparatistica di P. CÂMARA-A.F. MORAIS ANTUNES (nota 10).

²⁶ M. GERMAIN, *Les sociétés commerciales*, in *Traité de droit commercial Ripert et Roblot*¹⁹, t. 1, vol. 2, Paris, 2009, n. 1438, 307; P. LE CANNU – B. DONDERO, *Droit des sociétés*⁵, 2013, n. 644, 422 («*si la valeur nominale n'est pas déterminée, les actions et autres titres de capital seront des titres de quotité, c'est à dire que leur valeur théorique sera égale au capital divisé par le nombre de titres de capital à niveau identique*»); P. DIDIER – PH. DIDIER, *Les sociétés commerciales*, in *Droit commercial*, t. 2, Paris, 2011, n. 215, 188 («*Est-ce à dire que ces actions n'ont plus de valeur nominale? Cette valeur est inexprimée. Mais elle existe. À l'exemple de la deuxième directive, on dira que nos actions sans valeur nominale exprimée ont un pair comptable, autrement dit une valeur nominale inexprimée*»).

²⁷ J. MALHERBE - Y. DE CORDT – P. LAMBRECHT – P. MALHERBE, *Droit des sociétés. Précis*, Bruxelles, 2009, 438. Diversamente, però, si esprimono M. MASSAGE, *L'adaptation du droit des sociétés anonymes aux deuxième et quatrième directives européennes*, Bruxelles, 1985, 67; J. P. BOUERE, *De l'Euro aux actions sans mention de valeur nominale*, in *JPC-La semaine Juridique Entreprise et affaires*, 1998, 118: questi Autori (in particolare il primo, del quale si veda soprattutto la nota 116 a pag. 67) ricordano che il legislatore belga, in un primo tempo, aveva perfettamente compreso il senso della direttiva (Doc. parl. Chambre 388, (1979-80) n° 1 article 33 bis § 4); ma le critiche dello stesso Massagé avrebbero convinto i legislatori belgi della bontà della tesi secondo cui il «*pair comptable*» sia da riferire alla quota dell'aumento di capitale e non al capitale prima dell'aumento. Sta di fatto che lo stesso A. del quale stiamo riportando il pensiero candidamente aggiunge: «*L'objectif du législateur belge a donc été différent de celui de la directive*» (M. MASSAGÉ, *ibidem*).

²⁸ P. DIDIER – PH. DIDIER (nota 15), n. 226, 194 (che si riferiscono al valore del patrimonio netto, diviso il numero delle azioni).

²⁹ H. ZIEMONS, § 8, in *Aktiengesetz. Kommentar*², a cura di K. Schmidt e M. Lutter, Köln, 2010, Rz. 11, 215; K. HEIDER, § 8, in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*², a cura di B. Kropf e J. Semler, München, 2000, Rz. 99, 253; U. HÜFFER, § 8, in *Aktiengesetz*¹⁰, München, 2012, Rz. 28, 46.

«fiktiver Nennbetrag» (cioè «valore nominale fittizio») costituisce il baluardo della *Unterprior-Emission* (vietata dal § 9 AktG): «*Stückaktien unterliegen denselben kapitalschützenden Regeln wie Nennbetragsaktien. Unterschreitung des geringsten Ausgabebetrags ist durch § 9 I für jede einzelne Aktie verboten. Sie darf auch nicht verdeckt erfolgen, also durch Provisionen, Skonti oder sonstige Nachlässe*»³⁰.

Lo stesso vale per l’Austria³¹ e il Lussemburgo³².

Nel Portogallo, la cui storia legislativa è efficacemente descritta da due autori che ho già più volte ricordato³³, si verifica una circostanza peculiare. L’art. 25.2 stabilisce infatti che «*no caso de açoes sem valor nominal, o valor da entrada do sócio deve ser pelo menos igual ao montante do capital social corresponsavelmente emitido*», disposizione che sembra confermare (anche se è l’unica ...) l’assunto della motivazione della *Massima 36*, secondo cui rispettare la “parità contabile” delle azioni di nuova emissione significa «*il prezzo delle nuove azioni deve essere almeno pari al risultato della divisione dell’aumento di capitale per il numero di nuove azioni*». Tuttavia, nell’interpretazione degli studiosi portoghesi, le cose non stanno così. Essi dicono, infatti, che «*em un ambiente societário de açoes sem valor nominal, o valor nominal das entradas que è imputado a capital social designa-se por valor de emissão, pelo que è agora este valor (o valor de emissão) que determina o valor mínimo das entradas que os sócios devem realizar*»³⁴: in altre parole, non si guarda al valore dell’aumento del capitale, ma alla somma di tutti gli apporti ricevuti dalla società dalla costituzione, imputati a capitale e ancora sussistenti in quanto non ridotti da perdite³⁵.

³⁰ U. HÜFFER (nota 13), Rz. 28, 46. Conf. K. HEIDER, § 9, in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*², a cura di B. Kropff e J. Semler, München, 2000, Rz. 11, 264; H. ZIEMONS, § 9, in *Aktiengesetz. Kommentar*², a cura di K. Schmidt e M. Lutter, Köln, 2010, Rz. 3, 220.

³¹ E. MICHELER, § 8, in *Kommentar zum Aktiengesetz*², a cura di P. Doralt, C. Nowotny, S. Kalss, Wien, 2012, Rz.5, 121 («*Wird der Umfang der Mitgliedschaftsrechte in Stückaktien ausgedrückt, so ist jede Aktieneinheit im selben Umfang an der Gesellschaft beteiligt. Auch bei Stückaktien besteht ein festes Grundkapital*»); A. SCHOPPER, § 8, in *Aktiengesetz*⁵, a cura di P. Jabornegg e R. Strasser, Wien, 2011, Rz. 21-22, 179.

³² J.P. WYNANDI, *Manuel des sociétés*, Luxembourg, 2011, 461 («*Chaque action représente une quote-part du capital; qui peut être mentionnée sur l’action, il s’agit alors d’une action avec valeur nominal, ou ne pas être mentionnée sur l’action, il s’agit alors d’une action sans désignation de valeur nominale. Dans ce cas, la valeur de l’action s’obtient en divisant le capital statutaire par le nombre d’actions qui le représente : c’est le pair comptable*»).

³³ P. CÂMARA-A.F. MORAIS ANTUNES, (nota 10), 81 e ss.; v. anche P. DE TARSO DOMINGUES, *Sub art. 35*, in *Código das sociedades comerciais em Comentário*, a cura di J. M. DE ABREU, Coimbra, 2013, 426.

³⁴ P. DE TARSO DOMINGUES, (nota 22), 426. V. anche P. CÂMARA-A.F. MORAIS ANTUNES, (nota 10), 81 e ss.

³⁵ P. DE TARSO DOMINGUES, (nota 22), 426, nota 13, secondo cui tale conclusione risulta inequivocabilmente dal dell’art. 25, commi 2 e 3, e dall’art. 298, comma 1 CSC. In P. CÂMARA-A.F. MORAIS ANTUNES, (nota 10), 112, vi è un eloquente l’esemplificazione: «se il capitale sociale di una società per azioni fosse di euro 100.000 e fosse rappresentato da 100.000 azioni un futuro aumento di capitale dovrebbe rispettare la percentuale incorporata in ciascuna azione, cioè 1/100.000. Ciò rende impossibile una emissione a meno di un euro, a meno che vi sia stata una preventiva riduzione di capitale».

In Inghilterra, alcuni documenti affermano (in forma dubitativa) che l'espressione «*accountable par*» significa la somma degli apporti ricevuti dalla società in tutte le precedenti emissioni («*the total consideration raised through the issue of shares*»), quindi il totale dell'investimento degli azionisti nella società - per capitale o sopra-prezzo - diviso il numero delle azioni in circolazione in qualsiasi momento³⁶. Peraltro è certo che le azioni inglesi devono avere un proprio valore nominale determinato³⁷.

Infine, per quanto riguarda la Svizzera, che ha una lunga storia di critiche al valore nominale, ancora nel 2004 si leggeva che sarebbe stato bene introdurre le vere azioni senza valore nominale, ma la dottrina precisava che il valore nominale implicito delle azioni senza indicazione del valore nominale può comunque essere stabilito dividendo il capitale esistente per il numero delle azioni («*Eingeführt sollen sog. unechte nennwertlose Aktien, theoretisch berechnet werden kann, indem sie ein Quote des jeweils in einer bestimmten Höhe feststehenden Grundkapitals verkörpern*»)³⁸.

12. Accanto al significato ordinario del termine «valore contabile», occorre invocare un argomento sistematico. Piaccia o non piaccia, il legislatore intende porre un limite minimo alla fissazione del prezzo di emissione delle azioni, evitando che le azioni possano essere emesse al di sotto del prezzo minimo, identificato inequivocabilmente, per le azioni con valore nominale, dallo stesso valore nominale. Scopo della norma è di evitare che le azioni siano collocate con sconti mirabolanti, come avvenne all'epoca degli scandali finanziari del Settecento e come raccontò con vivacità nel 1841 Charles McKay in un'operetta ripubblicata in italiano qualche anno fa con il titolo «*La pazzia delle folle*»³⁹.

È verosimile, per non dire evidente, che lo stesso principio dettato per le azioni con indicazione del valore nominale deve essere esteso, con gli opportuni adattamenti, anche alle azioni senza valore nominale: anche per queste deve essere fissato un prezzo minimo. Infatti le azioni, con o senza valore nominale, sono sempre e soltanto «azioni», non due entità giuridicamente diverse al punto che quel che è stabilito per le prime non vale per le seconde. Una differenza di

³⁶ *Gower and Davies' Principles of Modern company Law*⁹, by P. DAVIES and S. WORTHINGTON, London, 2012, 275, nota 10, sulla scorta di Bank of England, *Practical Issues Arising from the Euro*, Issue 8, June 1998, Ch. 6, paragrafi 24-28. In Inghilterra il divieto di emissione di azioni al di sotto del valore nominale è sacrosanto (con eccezioni che qui non interessano): cfr. *Charlesworth's Company Law*¹⁸, by S. GIRVIN and S. FRISBY, A. HUDSON, London, 2010, 9-007, 179.

³⁷ Nella nota 14 di p. 179, gli Autori di *Charlesworth's Company Law* ricordano che («*the Company Law Review ultimately recommended that the nominal value of shares be retained, although the requirement, enshrined in the Second EC Directive, is under review by EC Commission. CLR Final Report, Vol. 1, para. 10.7*»). più ampie notizie sui dibattiti in Inghilterra circa il mantenimento del valore nominale delle azioni dal 1954 in avanti si trovano in D. FRENCH- S.W. MAYSON - C. RYAN, *Company Law 2008-2009 Edition*, Oxford, 2008, n. 6.1.14, 162.

³⁸ A. MEIER-HAYOZ - P. FORSTMOSER, *Schweizerisches Gesellschaftsrecht*⁹, Bern, 2004, 386.

³⁹ C. MCKAY, *La pazzia delle folle*, Milano, 2000.

trattamento non avrebbe alcuna giustificazione logica. Del resto, è del tutto improbabile che, nella stessa frase, il legislatore voglia dire due cose completamente diverse, cioè (con riferimento alle azioni con valore nominale) che il prezzo minimo è determinato rispetto a un parametro esistente *ex ante*, e invece (con riguardo alle azioni senza indicazione del valore nominale) che il prezzo di emissione può essere stabilito *ad libitum*, purché sia lo stesso per tutte le azioni di nuova emissione.

L'interpretazione seguita dalla *Massima 36*, invece, dice proprio che le azioni senza indicazione del valore nominale potrebbero essere collocate a qualunque prezzo, purché l'aumento del capitale sia coperto, e che far riferimento alla «*parità contabile*⁴⁰ vale quanto dire che il prezzo delle nuove azioni deve essere almeno pari al risultato della divisione dell'aumento di capitale per il numero di nuove azioni».

Occorre obiettare che, a parte l'errore commesso nell'interpretazione del concetto europeo di valore contabile, la motivazione della *Massima 36* cade in un ulteriore evidente errore di diritto italiano, nel momento in cui postula⁴¹ che, nell'ambito di un'unica operazione di aumento di capitale, ciascuna azione debba essere emessa allo stesso prezzo delle altre, dato che la differenza dei sopraprezzi è sempre stata ritenuta possibile. Inoltre, la motivazione della *Massima 36* è sicuramente errata, ancora una volta secondo il vigente diritto italiano, perché è noto che una delle innovazioni della riforma del 2003 consiste nell'aver permesso che le azioni emesse in una stessa emissione abbiano prezzi diversi, salvo che «*in nessun caso il valore dei conferimenti può essere complessivamente inferiore all'ammontare globale del capitale*» (art. 2346, 5° comma, c.c.)⁴². Il che significa che il *deficit* di conferimento rispetto a un'azione (*deficit* stabilito secondo un parametro esterno all'emissione, come potrebbe essere il valore nominale, oppure il valore contabile, se correttamente inteso) può essere compensato dal sopraprezzo pagato su un'altra azione.

13. La seconda motivazione della *Massima* afferma falsamente, con specifico riferimento a «*tutti gli ordinamenti europei che conoscono le azioni senza valore nominale*», che il diritto comparato confermerebbe l'inesistenza di un principio «*di diritto societario*» che imporrebbe «*di mantenere invariata, in occasione di un aumento di capitale, la stessa parità contabile delle azioni preesistenti all'aumento*».

Per dimostrare la falsità di tale affermazione basterebbe provare che essa non è valida in almeno uno degli Stati dell'Unione che conoscono le azioni senza (indicazione del) valore nominale. Ma in realtà si può fare molto di più.

⁴⁰ Si noti l'uso della parola «*parità*», anziché «*valore*».

⁴¹ Credo inconsciamente, la motivazione della *Massima 36* segue su questo punto M. MASSAGÉ (nota 16), 67; J. P. BOUÈRE (nota 16), 118: ma le tesi di questi Autori, per diritto italiano, si porrebbero in contrasto con l'art. 2346, 5° comma, c.c., come subito osservo nel testo.

⁴² Si può dubitare che questa regola sia conforme all'art 8.1 della direttiva 2012/30, nella parte in cui ammette che qualche azione sia emessa a un prezzo inferiore al valore nominale, esplicito o implicito. Invece la possibilità che le azioni fossero emesse con (sopra)prezzi differenziati era riconosciuta tranquillamente dalla dottrina dalla prassi anteriori alla riforma del 2003.

Abbiamo infatti già visto che in tutti gli Stati europei, fra quelli esaminati (Germania, Austria, Regno Unito, Francia, Portogallo, Lussemburgo, Paesi Bassi, Belgio, ai quali aggiungiamo la Svizzera), le azioni senza indicazione del valore nominale hanno comunque un valore nominale implicito che, sia pur con qualche variazione, è sempre calcolato sulla base della divisione del capitale prima dell'aumento per il numero delle azioni in circolazione prima dell'aumento (valore nominale *implicito*).

In tutti gli Stati sopra ricordati, tranne due (che sarebbero il Belgio e l'Italia: ma quest'ultima solo se avesse ragione la *Massima 36* del notai milanesi), è sempre vietato emettere azioni al di sotto del valore nominale *implicito*, come sopra definito (capitale risultante dallo statuto diviso per il numero delle azioni in circolazione prima dell'aumento di capitale).

In particolare: in Germania, Austria, Inghilterra, Francia, Portogallo, Lussemburgo (e a maggior ragione nei Paesi, come la Spagna⁴³, in cui si possono emettere solo azioni con valore nominale), le azioni non si possono emettere per un valore inferiore al valore nominale, salvo eccezioni conformi all'art. 8.2 della direttiva⁴⁴.

14. In Belgio vi è però una norma - l'art. 582 del *Code des sociétés* - che in particolari casi autorizza le società a emettere azioni per un prezzo inferiore al valore nominale implicito⁴⁵. Questa norma, come hanno notato anche alcuni studiosi italiani⁴⁶, non dice affatto che le azioni senza indicazioni del valore nominale possono essere collocate «a qualsiasi prezzo», purché sia coperto l'ammontare dell'aumento del capitale, come secondo la motivazione della *Massima 36* andrebbe *de plano*. Al contrario, la norma dice che se la società può emettere azioni senza valore nominale «*en dessous du pair comptable*», cioè per un prezzo inferiore a quello che risulterebbe dalla divisione del capitale sociale nominale risultante dallo statuto, se vengono rispettate rigorosissime condizioni,

⁴³ Sono grato al Prof. Angel Rojo per avermi confermato che in Spagna non sono previste azioni senza indicazione del valore nominale. Ovviamente le azioni spagnole non possono essere emesse per un prezzo inferiore al valore nominale esplicito. Cfr. art. 59 della *Ley de Sociedades de capital, texto refundido, aprobado con Real decreto Legislativo 1/2010 de 10 Julio*, su cui E. GALLEGÓ, *Sub art. 59*, in *Comentario de la Ley de sociedades de capital* a cura di A. Rojo e di E. Beltran, Madrid, 2011, 565.

⁴⁴ Per la Germania, si veda. U. HÜFFER (nota 13), Rz. 28, 46; K. HEIDER (nota 19), Rz. 11, 264; H. ZIEMONS, (nota 19), Rz. 3, 220; per l'Austria, cfr. E. MICHELER, § 8a, in *Kommentar zum Aktiengesetz*², a cura di P. Doralt, C. Nowotny, S. Kalss, Wien, 2012, 126 e ss.; A. SCHOPPER, § 8a, in *Aktiengesetz*⁵, a cura di P. Jabornegg e R. Strasser, Wien, 2011, Rz.20 ff., 195; per l'Inghilterra, *Charlesworth's Company Law*¹, by S. GIRVIN and S. FRISBY, A. HUDSON, (nota 25), 9-007, 179; per la Francia, M. GERMAIN, (nota 15), n. 1439, 307; P. LE CANNU – B. DONDERO (nota 15), n. 644, 422; P. DIDIER – PH. DIDIER, (nota 15), n. 681, 550 ; per il Portogallo, P. DE TARSO DOMINGUES, (nota 22), 426; P. CÂMARA-A.F. MORAIS ANTUNES, (nota 10), 81 e ss.; per il Lussemburgo, cfr. J.P. WYNANDI (nota 21), 445; per i Paesi Bassi, cfr. P. VAN SCHILFGAARDE (nota 12), 78 e ss. (e cfr. art. 80 del secondo libro del codice civile, *Burgerlijk Wetboek, Boek 2*).

⁴⁵ Della compatibilità di questa disposizione con l'art. 8.1 della seconda direttiva sembra dubitare G.B. Portale, 2002 (nota 2), 159 e ss.

⁴⁶ S.A. CERRATO (nota 1), 1489 (ma v. anche 1482, nota 26); G.A. TRIMARCHI (nota 1), 242 e ss.

imposte a pena di nullità⁴⁷: delle quali, sia lecito notarlo, la *Massima 36* non tiene affatto conto.

L'operazione in particolare deve essere oggetto di un rapporto dettagliato degli amministratori, che deve riguardare il prezzo di emissione e le conseguenze finanziarie per gli azionisti (vale a dire anche la loro diluizione); deve essere messo a disposizione dell'assemblea anche un rapporto di un commissario (o in mancanza di un revisore o di un esperto contabile) che asseveri che le informazioni fornite sono fedeli e sufficienti per consentire all'assemblea di prendere una decisione informata. Tali rapporti devono essere pubblicati nella cancelleria del Tribunale di commercio.

Dal complesso di queste regole emerge che l'emissione di azioni senza indicazione del valore nominale «*en dessous du pair comptable*»⁴⁸ in linea di principio è possibile in presenza di perdite⁴⁹, e che il prezzo di emissione deve comunque trovarsi in prossima relazione con l'importo che risulta dalla divisione del patrimonio netto contabile (in ipotesi inferiore al capitale statutario) per il numero delle azioni in circolazione prima dell'aumento di capitale⁵⁰. Poiché in Belgio possono convivere nella stessa società azioni con valore nominale e azioni senza valore nominale, fatto più unico che raro in tutta l'Europa, sembra alquanto difficile generalizzare la soluzione belga, senza neppure porsi la questione di importare anche le garanzie che la caratterizzano a tutela di azionisti vecchi e nuovi⁵¹.

Importante è notare che gli scrittori belgi riconoscono molto chiaramente che lo stesso risultato ottenuto tramite l'emissione di azioni «*en dessous du pair comptable*» si può ottenere tramite una riduzione di capitale, ma che a questa soluzione si oppongono considerazioni di opportunità fiscale⁵².

⁴⁷ Cfr. M. MASSAGÉ (nota 16), 71-74.

⁴⁸ Che si utilizzi espressamente la locuzione «*en dessous du pair comptable*» fa capire molto chiaramente che gli stessi autori belgi che hanno “inventato” la tesi della «parità contabile riferita all'importo dell'aumento di capitale» si rendono conto che si tratta di un'emissione al di sotto della «vera» parità contabile.

⁴⁹ J. MALHERBE - Y. DE CORDT - P. LAMBRECHT - P. MALHERBE (nota 16), 438. Anche M. MASSAGÉ (nota 16), 68-71 e J. P. BOUÈRE (nota 16), 118 notano questo collegamento.

⁵⁰ S.A. CERRATO (nota 1), 1489.

⁵¹ Si noti che J. P. BOUÈRE (nota 16), 117, riconosce che la prassi in Belgio è orientata nel senso del «*pair comptable constant*». Anche la *Commission bancaire* belga, nel suo *Rapport 1982/83*, 70, ha formulato «*critiques sévères*», come ci riferisce M. MASSAGÉ (nota 16), 71.

⁵² Gli esempi numerici di M. MASSAGÉ (nota 16), 68-71 non lasciano alcun dubbio; anzi viene specificato che l'emissione di azioni sotto la pari sarebbe preferibile alla riduzione del capitale per perdite a causa del «*grave désavantage fiscal*» che si verificherebbe «*pour les actionnaires anciens en cas de partage de l'avoir social*» dopo l'operazione di riduzione seguita dall'aumento di capitale, «*par exemple lors de la liquidation de la société: bien que l'actionnaire ancien ait apporté 1.000, tout ce qu'il recevra au-delà de 600 sera soumis à la cotisation spéciale de l'article 118 CIR, c'est-à-dire l'excédent que présenteront les sommes réparties par rapport au capital établi à 600 par action,*» (a seguito della riduzione per perdite ipotizzata a titolo di esempio dal Massagé). Questa (per la verità non sempre gravosa) conseguenza fiscale, aggiunge Massagé, «*est contestée en doctrine mais appliquée*».

Lo stesso Autore, si noti, ricorda che l'emissione di azioni sotto la pari potrebbe essere giustificata da uno scarto notevole «*entre la rentabilité d'une société et le rendement pour le public d'autres actifs financiers comparables*» oppure dal fatto «*que les cotations en bourse des*

È facile constatare che le soluzioni e le difficoltà prospettate dagli scrittori belgi sono dunque molto legate a situazioni locali dell'autorità fiscale belga, che non ricorrono in Italia, e che fanno del Belgio un esempio poco autorevole per l'interpretazione dell'art. 8.1 della direttiva.

Si aggiunga che gli interpreti belgi si pongono un'ulteriore serie di questioni sui voti spettanti alle azioni di nuova emissione «*en dessous du pair comptable*» delle azioni esistenti appartenenti alla medesima categoria: questioni di difficile soluzione⁵³ e che sarebbe meglio non importare in Italia.

15. In sostanza, chi ha redatto la *Massima 36* e la relativa motivazione è stato portato fuori strada dalla lettura della norma belga da parte di un Autore italiano⁵⁴ e vi ha aggiunto per di più l'affermazione, per nulla condivisibile, che la norma belga sarebbe seguita in tutta Europa, quando non è affatto vero.

Di fatto, come abbiamo visto, la *vera* norma vigente in Belgio corrisponde funzionalmente alla disposizione della legge italiana e di molte altre leggi che permettono di ridurre il valore nominale delle azioni, tramite una riduzione del capitale, in modo tale da rendere più appetibili le azioni di nuova emissione sul mercato. Essa si differenzia dalle altre norme perché la tradizione belga prima dell'attuazione della direttiva era diversa rispetto ai principi dettati dalla direttiva ed è stata difesa dalla dottrina belga per preoccupazioni locali di opportunità fiscale. Inoltre la norma belga che ammette l'emissione di azioni «*en dessous du pair comptable*» circonda tale emissione di numerosi e stringenti requisiti, che non hanno alcuna corrispondenza all'estero o in Italia.

In conclusione: mentre uno solo è lo Stato in cui le azioni di nuova emissione non hanno un prezzo minimo di emissione e si possono dunque emettere azioni «*en dessous du pair comptable*», negli altri Stati europei (senza contare l'Italia) non è possibile emettere azioni al di sotto del loro valore nominale, sia che esistano (come in Spagna) solo le azioni con indicazione del valore nominale, sia che la legge nazionale ammetta anche le azioni senza indicazione del valore nominale (come in Germania, Austria, Portogallo eccetera).

In questi ultimi Stati, le azioni senza (indicazione del) valore nominale non devono essere emesse al di sotto del valore nominale *implicito*: valore che si ottiene dividendo il capitale sociale, risultante dallo statuto e bilancio, per il numero delle azioni in circolazione prima dell'emissione delle nuove azioni, corrispondenti all'aumento di capitale a pagamento.

È dunque il Belgio che si pone in contrasto con l'art. 8.1 della direttiva, non l'intera Europa. L'Italia, che ha verosimilmente già violato la disposizione

actions existantes seraient inférieures à leur paire comptable». Egli però aggiunge che «*il est à souligner qu'une émission en dessous du pair comptable fondée sur ces justifications, essentiellement liées à la situation du marché financier, se traduira nécessairement par un transfert de substance au profit des nouveaux actionnaires, le sacrifice consenti par les anciens actionnaires permettant d'intéresser les nouveaux souscripteurs*»: M. MASSAGE (nota 16), 69.

⁵³ MASSAGÉ (nota 16), 74.

⁵⁴G. FIGÀ TALAMANCA (nota 1), 31, 123 e ss.; ID. (nota 12).

permettendo⁵⁵ all'art. 2346, 5° comma, c.c. l'emissione sotto la pari di azioni «con indicazione del valore nominale», purché il *deficit* del conferimento di Tizio sia compensato dal *surplus* del conferimento di Caio, farebbe bene a non compiere una seconda violazione.

16. La terza motivazione della *Massima 36*, secondo cui «*non reca pregiudizio ai terzi*» emettere azioni al di sotto della parità (nominale o contabile, qui non importa), può essere esaminata con la quinta, secondo cui «*il valore nominale, in altre parole, pone sì un limite alla determinazione del prezzo di emissione, ma si tratta di un limite a tutela della copertura del capitale e non già a tutela dei soci*».

Entrambe le motivazioni qui considerate hanno un indubbio contenuto di verità, ma sono comunque inconcludenti. Esse spendono in sostanza l'argomento secondo cui l'emissione di azioni al di sotto della pari non nuoce ai creditori e non viola la tutela del capitale. Tuttavia sono irrilevanti, in primo luogo perché il capitale non è un'astratta entità ontologica, la cui tutela assorbe quella degli altri interessati (creditori, sì, ma anche soci!), e soprattutto perché la direttiva, ponendo una speciale disciplina del prezzo di emissione delle azioni, detta norme che proteggono anche gli azionisti.

Come si ricorderà, la direttiva 2012/30 dice infatti, al secondo considerando, che «*il coordinamento previsto dall'articolo 50, paragrafo 2, lettera g), del trattato e dal programma generale per l'abolizione delle restrizioni alla libertà di stabilimento, che ha avuto inizio con la prima direttiva 68/151/CEE del Consiglio, del 9 marzo 1968, intesa a coordinare, per renderle equivalenti all'interno della Comunità, le garanzie che sono richieste, negli Stati membri, alle società ai sensi dell'articolo 58, secondo comma, del trattato per proteggere gli interessi dei soci e di terzi, riveste particolare importanza segnatamente per le società per azioni, in quanto l'attività di queste società è predominante nell'economia degli Stati membri e supera spesso i confini nazionali*».

Inoltre il terzo considerando precisa che «*per assicurare l'equivalenza minima della protezione degli azionisti e dei creditori delle società occorre in particolare coordinare le disposizioni nazionali riguardanti la loro costituzione nonché la salvaguardia, l'aumento e la riduzione del capitale delle società per azioni*».

Non è dunque condivisibile l'affermazione secondo cui l'unico scopo dell'art. 8 sarebbe quello di proteggere i creditori sociali (questo è semmai l'unico scopo del 5° comma dell'art. 2346 c.c., che pone la regola per cui «*in nessun caso il valore dei conferimenti può essere complessivamente inferiore all'ammontare globale del capitale*»), posto che la regola tutela anche la parità dei soci o, più precisamente, l'interesse dei soci a che nessuno paghi per entrare in società un prezzo scontato rispetto a un «biglietto d'ingresso minimo»⁵⁶.

⁵⁵ Cosa non possibile, neppure in Belgio!

⁵⁶ Naturalmente ci si potrebbe chiedere se questo interesse dei soci meriti attenzione. Ne parlerò più avanti esaminando la quarta e la sesta motivazione della *Massima 36*.

Ciò è pacificamente riconosciuto dagli specialisti della materia, in molti Paesi europei⁵⁷. L'emissione sotto la pari produce per i soci esistenti un effetto concretamente diluitivo, che può incidere diversamente sugli stessi azionisti a seconda delle rispettive condizioni economiche e personali⁵⁸. Il legislatore avrebbe potuto considerare questi problemi irrilevanti, ma non lo ha fatto: è una scelta di politica legislativa, non di interpretazione della legge.

17. La stessa motivazione della *Massima 36* riconosce del resto, a più riprese, che i soci titolari di vecchie azioni potrebbero subire una diluizione a causa dell'emissione di nuove azioni per un prezzo inferiore al valore contabile, ma supera (o meglio: cerca di superare) la questione dicendo che «*si deve ritenere che l'esistenza del diritto di opzione e dell'obbligo di determinare il sopraprezzo nei casi di esclusione del diritto di opzione (art. 2441 c.c.) tuteli sufficientemente la posizione dei vecchi soci, la "diluizione" dei quali potrebbe avvenire solo in caso di mancato esercizio del diritto di opzione (ferma restando la loro possibilità di alienarlo agli altri soci o a terzi)*»⁵⁹.

Questa giustificazione, che invoca l'argomento secondo cui i vecchi azionisti sono sufficientemente tutelati dal diritto di opzione o da altre norme e non hanno bisogno di essere tutelati contro la potenziale diluizione derivante da emissioni di azioni senza indicazione del valore nominale a un prezzo almeno pari al valore nominale implicito delle loro azioni, è chiaramente insufficiente. La scelta del legislatore (che ha consapevolmente voluto privilegiare i titolari di azioni già in circolazione, imponendo un prezzo minimo di emissione *tanto* per le azioni con valore nominale *quanto* per le azioni senza indicazione del valore nominale), non può essere annullata dicendo che i soci possono tutelarsi da soli esercitando o vendendo i diritti di opzione.

A tal riguardo basta osservare che la norma dell'art. 8 non distingue fra aumenti di capitale, a seconda che vi sia o no l'esclusione o una limitazione del diritto di opzione; inoltre la possibilità di vendere i diritti di opzione è spesso solo teorica e l'esercizio diretto dell'opzione di sottoscrizione delle azioni di nuova emissione potrebbe non essere possibile a chi non ne abbia i mezzi.

Soprattutto non si vede perché mai, se le azioni hanno un valore nominale *esplicito*, non si possano concedere sconti sul prezzo di emissione, portandolo sotto la pari; se invece le azioni non hanno un valore nominale esplicito (o meglio, ce l'hanno *implicito*), si possa scendere al di sotto del valore

⁵⁷ H. DRINKUTH (nt. 6), 142: dopo aver messo in luce che tramite il divieto dell'emissione di azioni al di sotto della pari si adottano le misure necessarie per garantire la corretta formazione del capitale "reale" («*um die reale Kapitalaufbringung zu gewährleisten*»), aggiunge che se in tal modo in primo piano si pone la tutela dei creditori, contestualmente tale divieto contrasta la disparità di trattamento degli azionisti.

⁵⁸ Sul punto si veda l'esempio numerico di G.A. TRIMARCHI (nota 1), 242.

⁵⁹ La diluizione è inevitabile se le azioni sono emesse non solo al di sotto del valore nominale, ma anche al di sotto del prezzo ottenuto dividendo il patrimonio netto per il numero delle azioni in circolazione: lo nota molto chiaramente M. MASSAGÉ (nota 16), 69, nel passo qui citato alla fine della nota 41.

contabile, cioè del valore nominale implicito. In altre parole: se si ammette che, per le azioni senza indicazione del valore nominale, il prezzo minimo di emissione possa essere calcolato sulla base dell'importo dell'aumento del capitale, non si capisce perché, quando il valore nominale risulti dallo statuto e dai certificati azionari, sia pacificamente vietata l'emissione delle azioni a un prezzo inferiore al valore nominale. Le azioni con e senza indicazione del valore nominale sono infatti, ontologicamente, sempre le stesse azioni.

18. La quarta motivazione della *Massima 36*, al pari della sesta, dice qualche cosa di assolutamente vero: è vero che nessun investitore in azioni quotate in borsa dà oggi alcun peso al valore nominale⁶⁰; altrettanto vero è che per le società con azioni quotate in borsa le cui azioni quotino troppo vicino al valore nominale o meno del valore nominale, esplicito o implicito, l'aumento di capitale, spesso necessario per garantire la continuità aziendale, non è possibile.

Non di meno si può obiettare che non tutte le società per azioni, specie in Italia, sono società quotate. Inoltre, anche ammettendo che consentire emissioni sotto la pari possa essere un utile strumento di ristrutturazione delle società in crisi, non tutte le società che hanno emesso azioni prive dell'indicazione del valore nominale sono concretamente in crisi e se anche lo fossero, questo comunque non basterebbe per far dire alla legge il contrario di ciò che dice.

Per chi non può o non vuole esercitare (anche alienandolo) il diritto d'opzione, l'emissione di azioni sotto la pari ha innegabilmente un maggior effetto diluitivo dell'emissione di azioni alla pari o al di sopra della pari⁶¹: proteggere tale interesse può essere giustificato anche in termini di benessere collettivo nella misura in cui gli investitori sono tanto più incoraggiati a investire quanto più sono protetti dalla legge e sono messi in grado dalla legge di negoziare all'ombra del diritto, invece che sotto minaccia di diluizione del loro investimento (spesso frutto di lavoro, risparmio e sacrificio, cioè di attività personali «protette» dalla Costituzione).

Come già si è osservato, la scelta se favorire la facilità del reperimento di nuove risorse sul mercato dei capitali o proteggere l'interesse di chi ha già investito nella società a non subire una diluizione patrimoniale imposta dalla maggioranza è una scelta di politica legislativa. Se si ritiene che il sistema attuale sia criticabile, non è spendendo argomenti dubbi o inconsistenti che si migliorano le cose. Chi è (sia pur legittimamente) scontento della legge, ne deve promuovere il cambiamento, nel caso che ci riguarda attraverso una (ennesima) modificazione della direttiva; non è invece da approvare il tentativo di far dire alla norma qualche cosa che essa non dispone.

⁶⁰ F. CESARINI, *Alcune riflessioni sul significato attuale del capitale sociale e del valore nominale dell'azione nella prospettiva dell'imprenditore*, in *Riv. soc.*, 1993, 91 e ss.; M.S. SPOLIDORO, *Riflessioni sulle norme relative al valore nominale delle azioni e sulle operazioni di aumento del capitale nelle società per azioni*, in *Studi in onore di Gastone Cottino*, Padova, 1997, 455 e ss.; ma si tratta di rilievi diffusissimi in tutta la letteratura internazionale.

⁶¹ Rinvio nuovamente all'esempio numerico di G.A. TRIMARCHI (nota 1), 242.

In conclusione la *Massima 36* è un errore nell'attività dell'altrimenti sempre attenta Commissione del Consiglio notarile di Milano: un errore che la stessa Commissione, *re melius perpensa*, dovrebbe correggere.

19. A ogni modo, poiché la materia è regolata dall'art. 8.1 della direttiva 2012/30 (testo consolidato della seconda direttiva in materia societaria), se mai dovesse residuare un sia pur tenuissimo dubbio sull'interpretazione della norma, dovrebbe entrare in gioco il meccanismo del rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia, perché la questione venga definitivamente risolta⁶². Non è infatti concepibile che, malgrado l'intervento armonizzatore del legislatore comunitario (art. 8.1 della direttiva 2012/30) vi siano Stati le cui società per azioni non possono emettere azioni per un prezzo inferiore al valore nominale, altri in cui l'emissione sotto la pari è consentita con il rispetto di stringenti condizioni (formali e sostanziali) e altri ancora (in ipotesi, l'Italia) in cui, per emettere azioni con lo sconto (rispetto al valore nominale), sarebbe sufficiente sostituire azioni senza indicazione del valore nominale alle azioni con l'indicazione del valore nominale.

20. Come si è già accennato, il cavallo di battaglia dei sostenitori della correttezza delle conclusioni cui perviene la *Massima 36* consiste nella considerazione che l'adozione del principio dalla legittimità dell'emissione di azioni per un prezzo inferiore alla vecchia parità contabile sarebbe il «solo» mezzo a disposizione per consentire alle società in crisi di raccogliere nuovi

⁶² In forza degli articoli 19, paragrafo 3, lettera b, del Trattato sull'Unione europea («TUE») e 267 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea («TFUE»), la Corte di giustizia dell'Unione europea è competente a pronunciarsi in via pregiudiziale sull'interpretazione del diritto dell'Unione e sulla validità degli atti adottati dalle istituzioni, organi e organismi dell'Unione. Sul tema si vedano le *Raccomandazioni all'attenzione dei giudici nazionali, relative alla presentazione di domande di pronuncia pregiudiziale*, pubblicate in *G.U.C.E.* 2012/C 338/01. Il quesito per la Corte potrebbe essere il seguente: «Dica la Corte di Giustizia se sia conforme all'art. 8 della Direttiva 2012/30/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio, in forza della quale «*Le azioni non possono essere emesse per un importo inferiore al loro valore nominale o, in mancanza di questo, al valore contabile*», la disposizione dell'art. 2346.5 c.c. italiano nella parte in cui, disponendo che «In nessun caso il valore dei conferimenti può essere complessivamente inferiore all'ammontare globale del capitale sociale» ammetterebbe che, in caso di aumento di capitale sociale a pagamento, da parte di una s.p.a. con azioni senza valore nominale, il prezzo di emissione delle azioni possa essere determinato calcolando la "parità contabile" delle azioni di nuova emissione dividendo l'importo dell'aumento di capitale per il numero delle azioni di nuova emissione, anziché dividendo l'importo del capitale sociale risultante dallo statuto al momento della deliberazione di aumento del capitale per il numero delle azioni in circolazione a quello stesso momento, in modo tale che l'ammontare dei nuovi conferimenti sia complessivamente pari o superiore all'ammontare dell'aumento del capitale sociale. Dica inoltre la Corte se sia legittima, sempre in sede di aumento del capitale sociale a pagamento da parte di una s.p.a. con azioni prive del valore nominale, l'emissione di nuove azioni ad un prezzo inferiore alla "parità contabile" delle azioni esistenti al momento dell'assunzione della deliberazione di aumento (ossia pari al capitale sociale ante aumento, diviso per il numero delle azioni ante aumento), fermo restando che l'ammontare dei nuovi conferimenti deve essere complessivamente pari o superiore all'ammontare dell'aumento del capitale sociale».

conferimenti allorché i prezzi delle azioni in borsa siano inferiori al valore nominale o comunque non consentano il successo dell'emissione a causa dell'insufficienza del c.d. «sconto (o scarto) di emissione»⁶³.

Anche questa suggestiva argomentazione non è tuttavia concludente.

Gli interessi che vengono invocati sono concreti e, anche a nostro avviso, sono *talora* meritevoli di tutela. Quel che si contesta è in primo luogo che tali interessi siano talmente forti da giustificare un'interpretazione dell'art. 8.1 della direttiva fortemente dubbia e anzi francamente contrastante con il dettato letterale di tale disposizione; in secondo luogo, che l'interpretazione che si contesta possa davvero essere ritenuta opportuna in Italia, dove manca del tutto una norma garantista com'è quella dell'art. 582 del *Code des sociétés* belga; infine che l'emissione al di sotto della pari sia veramente l'unico rimedio possibile per superare le difficoltà e gli inconvenienti che vengono additati dai sostenitori della tesi che avversiamo.

Sui primi due punti è già stato detto quel che occorre in precedenza: la lettera della legge è incompatibile con la tesi per cui il valore contabile si determina sulla base dell'importo dell'aumento di capitale e l'interpretazione letterale ha riscontri storici, sistematici e comparatistici importanti, non ultimo il fatto che, commentando l'art. 582 del loro codice, gli scrittori belgi parlano candidamente di emissione «*en dessous du pair comptable*»; la norma belga, per quanto contrastante con la norma della direttiva, almeno è riscattata dalla presenza di una serie di presidi che in Italia mancherebbero completamente. Resta allora da confutare l'affermazione secondo cui gli interessi meritevoli di considerazione che la *Massima 36* vorrebbe tutelare possono essere soddisfatti solo permettendo *pour la bonne cause* una interpretazione stravolta della disposizione della direttiva.

Non è così. Infatti gli ostacoli all'aumento di capitale in caso di perdite o di quotazione troppo bassa dell'azione (ostacoli che, lo si ripete, indubbiamente esistono) possono essere superati tramite riduzioni di capitale (e conseguentemente del valore nominale esplicito o implicito delle azioni): riduzioni per perdite o, qualora ciò non basti, riduzioni c.d. effettive, con accantonamento a riserva⁶⁴. Non è dunque vero che ci sia soltanto un modo per

⁶³ Per l'illustrazione di tali concetti v. C. ANGELICI, *Appunti sull'art. 2346 c.c., con particolare riguardo al conferimento mediante compensazione*, in *Giur. comm.*, 1988, I, 177; M.S. SPOLIDORO (nota 49), 456; G. RACUGNO, *Per un'ipotesi di graduazione di tipo quantitativo dell'investimento azionario: a margine dell'art. 2346 c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, 703. Nel panorama internazionale, particolarmente chiara è la trattazione di A. SCHOPPER (nota 33), *Rz.* 23, 195. Non è un caso che la storia dell'introduzione delle *no par shares* in America sia legata a queste motivazioni: cfr. riferimenti in M.S. SPOLIDORO (nota 49), 458, testo e nota 6; in particolare B. MANNING, *A concise textbook on legal capital*, Mineola, 1977, 22 e ss. (nella terza edizione, B. MANNING – J.J. HANKS, *Legal capital*, Mineola, 1990, 26 e ss.).

⁶⁴ Cfr. M.S. SPOLIDORO (nota 49), 460; ma la soluzione coincide con quella suggerita altrove in Europa: cfr. A. SCHOPPER (nota 33), *Rz.* 23, 195-196 (l'A. è austriaco, ma i materiali su cui si basa sono anche tedeschi); in Francia si parla di «*coup d'accordéon*», espressione che, tuttavia, in realtà è utilizzata sia per designare l'operazione descritta nel testo (P. DIDIER – PH. DIDIER (nota 15), n. 234, 199) sia la riduzione del capitale a zero con l'esclusione dei vecchi azionisti in sede di ricapitalizzazione (M. COZIAN, A. VIANDIER F. DEBOISSY, *Droit des sociétés*²³, Paris,

soddisfare l'esigenza di nuovo capitale delle società che hanno bisogno di iniezioni di *equity* per sostenere piani di ristrutturazione e che sarebbe necessario in tal caso emettere azioni sotto la pari.

Sia permesso di ricordare un nostro scritto, anteriore alla riforma del diritto delle società di capitali approvata nel 2003⁶⁵: «Si apre dunque la strada ad un'argomentazione logico-sistematica, capace di estendere la portata del riferimento all'esuberanza anche a situazioni che si pongono al di là dell'angusto significato attribuibile a questa espressione dal punto di vista rigorosamente letterale. Se infatti il capitale può essere ridotto dall'assemblea straordinaria, contro il parere della minoranza, quando il livello del capitale è eccessivo rispetto all'attività concretamente svolta o programmata dalla società, *a fortiori* lo stesso principio deve valere quando il livello del capitale, invece che «inutile», sia divenuto addirittura «dannoso» per il futuro sviluppo o per l'evoluzione finanziaria della società. In altri termini, considerato che la maggioranza assembleare può deliberare la riduzione del capitale in base ad un semplice giudizio di esuberanza, rispetto al quale l'interesse sociale funge soltanto da limite (nel senso che sarebbe illegittima una riduzione del capitale tale da porsi in conflitto con l'interesse della società, legislativamente richiamato con il riferimento al «conseguimento dell'oggetto sociale»), a maggior ragione quella stessa riduzione dovrà ritenersi consentita allorché sia l'interesse sociale, obiettivamente inteso, a richiederla. In quest'ipotesi la posizione dei creditori è, lo si ripete, del tutto indifferente; la loro opposizione è infatti comunque condizionata, nel merito, all'esistenza ed alla dimostrazione di un pregiudizio che, qualora la riduzione non mettesse capo a distribuzioni ai soci e fosse seguita da un aumento di capitale subito sottoscritto dal mercato (o da consorzi di garanzia), ben difficilmente potrebbe esser ritenuto sussistente. E si noti che ciò vale a prescindere dalla considerazione, che in pratica dovrebbe bastare da sola, che i creditori hanno normalmente più interesse all'attuazione di operazioni di risanamento finanziario della società loro debitrice che a mettere per principio i bastoni fra le ruote. Quanto agli azionisti dissenzienti, è vero che la soluzione della riduzione «nominale» di capitale, collegata all'aumento dello stesso «a pagamento», rende più facile l'attuazione di un'operazione (appunto quella dell'aumento) che potrebbe risolversi in una «diluizione» della loro partecipazione. Precisamente perché il sacrificio dell'interesse individuale al mantenimento della propria posizione nella società è giustificato dall'interesse sociale, in base ad una valutazione comparativa che deve essere congruamente illustrata (cfr. art. 2445, 2° co., c.c.), è però possibile concludere nel senso della legittimità della procedura descritta, con il solo limite generale del conflitto di interessi e del divieto della violazione dei principi di correttezza e buona fede. Allo stesso modo, del resto, la partecipazione del socio può essere diluita, in

2010, n.873, 451 e ss., che citano e descrivono la fattispecie decisa da Cass. com., 18 juin 2002, *JCP E* 2002, 1556, *Association Adam c. L'Amy S.A.*, con nota di A. VIANDIER; Cass. com., 17 mai 1994, *Usinor*, in *Revue des sociétés*, 1994, 485, con nota di S. DANA-DÉMARET).

⁶⁵ M.S. SPOLIDORO (nota 49), 462, dove si leggono le parole trascritte infra nel testo tra virgolette.

sede di aumento del capitale con esclusione o limitazione del diritto di opzione, quando l'interesse sociale "lo esige" (art. 2441, 5° co., c.c.): ed anche in questo caso l'unica contestazione possibile sarebbe in sostanza fondata sull'allegazione di un conflitto di interessi o di un abuso di potere, da valutarsi alla luce delle motivazioni addotte, nei documenti assembleari, a sostegno della deliberazione».

Tale soluzione, nota e praticata in molti Paesi europei (compresi quelli che non permettono l'emissione di azioni senza indicazione del valore nominale), è oggi facilitata dal fatto che la riforma del 2003 ha opportunamente eliminato il requisito dell'esuberanza ai fini della riduzione del capitale c.d. *reale*. Resta il fatto che, seguendo la via della riduzione del capitale «oltre le perdite», i creditori sociali sono legittimati a opporsi; in pratica, tuttavia, non si vede quale interesse abbiano nel farlo e come possano sostenere che l'operazione li danneggi.

Beninteso, anche la soluzione sopra descritta comporta un sacrificio per i soci di minoranza della società che colloca l'aumento di capitale, i quali sono però in grado quanto meno di visualizzare più chiaramente il loro sacrificio e di circoscriverlo alla diluizione della loro partecipazione alle riserve che si formano riducendo il capitale oltre le perdite.

Si consideri il seguente esempio: la società Alfa ha un capitale sociale di 10 milioni e zero riserve. Le azioni, senza indicazione del valore nominale sono 100.000, e il valore nominale o la parità contabile di ciascuna è 100. Supponiamo ora che la società abbia perdite per 4.000.000 e che in borsa le sue azioni si scambino al prezzo unitario di 50. Pare evidente che, in questa ipotesi, ridurre il capitale a 6.000.000, riducendo il valore nominale o la parità contabile delle azioni a 60, non risolve il problema del collocamento di un eventuale aumento del capitale, posto che nessun investitore razionale potrebbe sottoscrivere le nuove azioni a un prezzo uguale o superiore a quello di borsa e che occorre, in pratica, emettere le nuove azioni al prezzo unitario di 40, pena l'impossibilità di procedere con successo al collocamento. La nostra soluzione è la seguente: la società riduce il capitale a 4.000.000 (vale a dire «oltre la perdita») e il valore nominale o la parità contabile delle azioni a 40; per la parte eccedente la perdita, la riduzione (effettiva) del capitale dà luogo alla formazione di una riserva di capitale, disponibile entro i limiti propri di tale categoria di riserve, di 2.000.000; le nuove azioni si collocano al prezzo unitario di 40; i vecchi azionisti continuano però a partecipare tale riserva, sia pure in concorso con i nuovi azionisti.

La soluzione qui criticata ammette invece che si possano emettere azioni a 40 senza ridurre il capitale fino a 4.000.000 e anzi, se si segue la *Massima 122* del Consiglio Notarile di Milano, si potrebbe evitare anche la previa riduzione per perdite fino a 6.000.000. Lasciando da parte l'ipotesi più complessa (quella in cui non si riduce il capitale neanche per la quota erosa dalle perdite), i sottoscrittori che sottoscrivono le nuove azioni al prezzo unitario di 40 si appropriano di una parte del valore nominale o della parità contabile delle vecchie azioni, non (come nella nostra soluzione) solo di una parte della riserva disponibile.

La sostanza economica, probabilmente, resta immutata: anche se il procedimento da noi suggerito è più chiaro e trasparente dell'altro. A nostro avviso, chiarezza e trasparenza hanno un valore anche economico. Il punto decisivo è tuttavia che il nostro procedimento assicura il rispetto della direttiva europea, cioè della legge.