

CINQUE CASI DI DIRITTO SOCIETARIO – II EDIZIONE

AUMENTI DI CAPITALE IPER-DILUITIVI

E SINDACATO GIUDIZIALE SULL'ABUSO DI MAGGIORANZA

WEBINAR – 1° OTTOBRE 2021

Prof. Avv. Matteo De Poli

Studio De Poli per Amici di Adamitullo



«CINQUE CASI DI DIRITTO SOCIETARIO» UNA BREVE PRESENTAZIONE DELL'INIZIATIVA

Cinque Casi di Diritto Societario è un'iniziativa ormai giunta alla sua seconda edizione diretta a sostenere Amici di Adamitullo, ente attivo in Etiopia per promuovere il miglioramento dell'istruzione e della qualità della vita dell'omonimo villaggio e del suo vicinato.

N. iscritti: 264

Fondi raccolti da A.d.A. : € 10.580,00

Costi sostenuti da A.d.A.

€ 140,00 + iva (Locandina)

€ 175,98 + iva (upgrade due mesi Zoom
«Webinar»)

Costo complessivo: € 315,98 + iva



INDICE

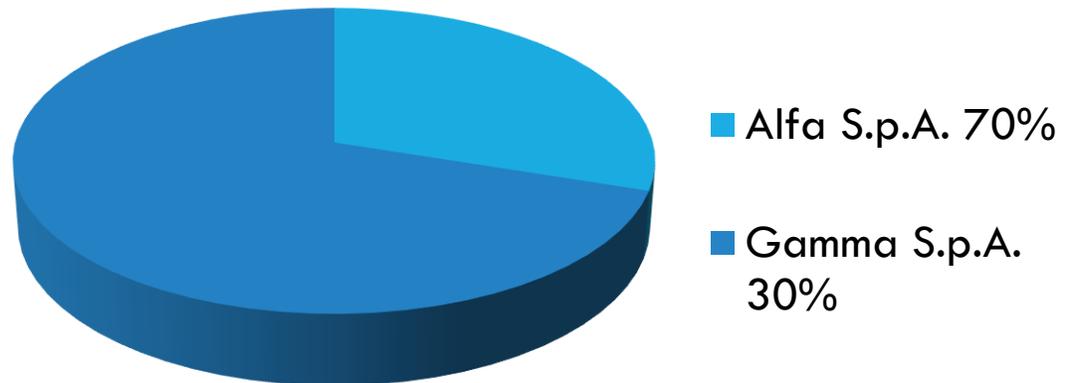
1. Il caso, e l'angolo di osservazione della vicenda
2. Caratteristiche dell'aumento di capitale «diluitivo» o «iperdiluitivo»
3. Alcuni chiarimenti concettuali: capitale sociale, valore nominale, valore contabile delle azioni
4. La normativa rilevante: 1) l'art. 2346 c.c.; 2) l'art. 2348 c.c.; l'art. 47 direttiva (UE) 2017/1132; 2) l'art. 2632 c.c.
5. Le possibili ragioni di impugnazione della delibera: norme utilizzabili, argomenti a favore e contro. In particolare: l'abuso di potere
6. Risposta al quesito
7. Q&A

1. IL CASO, E L'ANGOLO DI OSSERVAZIONE DELLA VICENDA

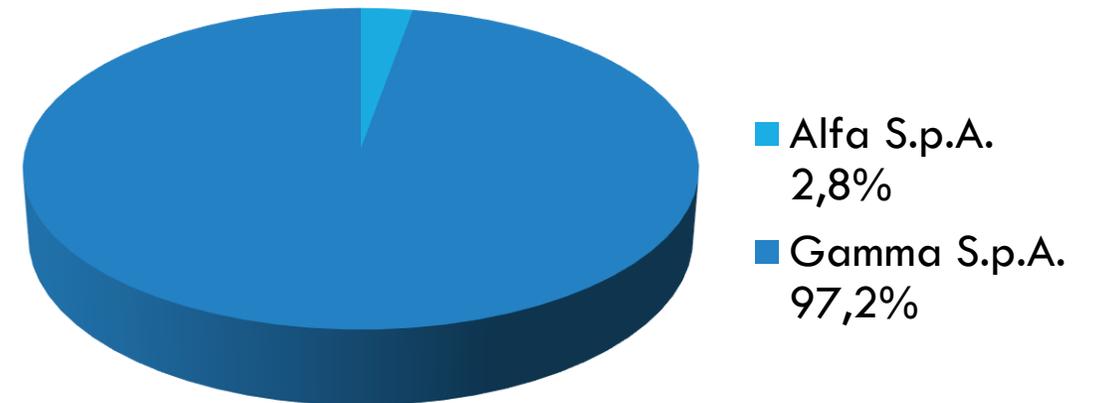
- Alfa S.p.A., impresa manifatturiera, è socia di minoranza (30%) di Beta S.p.A., operante nel campo della componentistica per auto. La maggioranza del capitale sociale (70%) è in mano a Gamma S.P.A.. Il capitale sociale è pari a €. 2mil, suddiviso in 100.000 azioni. Valore nominale dell'azione: €. 20. Pertanto Gamma detiene 70.000 azioni e Alfa 30.000.
- Nel 2018 Alfa entra in difficoltà finanziarie e tenta una ristrutturazione, senza successo. Poi fallirà.
- Nel 2019 Beta lancia un aumento di capitale senza sovrapprezzo e “sotto la pari”, riservato ai soci, motivandolo con la richiesta di equity della banca cui ha chiesto un finanziamento destinato all'acquisto di una società concorrente. Contestualmente, propone la modifica dello statuto sociale con l'eliminazione del valore nominale delle azioni. L'aumento di capitale è per € 500.000, da effettuarsi mediante emissione di 1.000.000 di nuove azioni, da sottoscrivere al prezzo di € 0,5 ciascuna.
- La modifica statutaria viene accolta con il solo voto favorevole di Gamma; idem la delibera di aumento di capitale. Il nuovo capitale sociale è pari a €. 2.500.000 per un totale di 1.100.000 azioni. Solo Gamma sottoscrive l'aumento, anche per l'inoptato, non Alfa., impossibilitata economicamente e, forse, giuridicamente. Il Coll. Sind. non rileva anomalie.
- La mancata sottoscrizione dell'aumento porta a questa nuova distribuzione del capitale sociale di Beta. Alfa: 30.000 azioni; Gamma: 1.070.000. La partecipazione di Gamma al capitale sociale di Beta passa dal 70% al 97,3%, quella di Alfa dal 30% al 2,7%. Il valore “contabile” dell'azione passa da €. 20 a €. 2,27.
- Il curatore fallimentare di Alfa domanda un parere al proprio legale chiedendo se è possibile impugnare tale delibera visto l'effetto iperdiluitivo che essa ha prodotto sulla partecipazione sociale di Gamma e l'adozione della delibera in un momento di acuta crisi di G. Il legale constata che lo statuto non è stato violato, e che i soci non avevano sottoscritto patti cdd. anti-diluzione.
- Cosa rispondere e, eventualmente, come agire?

IL CASO

Partecipazione al capitale sociale di
Beta S.p.A. prima dell'aumento



Partecipazione al capitale sociale di
Beta S.p.A. dopo l'aumento



CHIARIMENTI CONCETTUALI

2. CARATTERISTICHE DELL'AUMENTO DI CAPITALE “DILUITIVO”, O “IPER-DILUITIVO: DUBBI, REPLICHE

- È l'effetto di un aumento di capitale («aucap») non sottoscritto da un socio;
- È operazione diffusa prevalentemente, ma non esclusivamente, nelle società quotate;
- Può servire per attrarre nuovi investitori con prezzi particolarmente bassi, specie quando occorre ricapitalizzare un'impresa in crisi;
- Produce l'effetto di “danneggiare” (salvo vedere se giustamente o no) i primi azionisti, che hanno pagato di più le proprie azioni, perché la loro partecipazione al capitale sociale può notevolmente diminuire;
 - «iperdiluzione»: annacquamento più che proporzionale della partecipazione del socio
- Dubbi sulla sua legittimità, ma si replica che il socio di minoranza
 - È tutelato dal diritto di opzione (monetizzabile) e dall'obbligo di determinare il sovrapprezzo nei casi di esclusione del diritto di opzione (art. 2441 c.c.)
 - La sua “diluzione” potrebbe avvenire solo in caso di mancato esercizio del diritto di opzione

2.1 E' AMMISSIBILE UNA PROTEZIONE NEGOZIALE "ANTI-DILUIZIONE"? LA MASSIMA 186 DEL COLLEGIO NOTARILE MILANO

- *“Sono legittime le clausole statutarie di s.p.a. o di s.r.l. che prevedono l’obbligo, in caso di futuri aumenti di capitale sociale a pagamento, con o senza diritto di opzione, di assegnare gratuitamente un determinato numero di azioni o quote di nuova emissione a favore dei titolari di una categoria di azioni o quote (o a favore di uno o più singoli soci di s.r.l.), allorché detti aumenti di capitale siano deliberati a un prezzo inferiore all’importo stabilito dalla clausola stessa, al fine di evitare la diluizione del valore delle azioni o quote della categoria protetta anche qualora i relativi titolari non partecipassero ai nuovi aumenti ... Il diritto di vedersi assegnato gratuitamente un numero di azioni o quote di nuova emissione, di compendio del nuovo aumento di capitale, senza effettuare nuovi conferimenti, per un ammontare tale da conseguire l’effetto anti-diluitivo, può costituire un “diritto diverso” che connota una categoria di azioni o di quote ai sensi degli artt. 2348 c.c. o 26, comma 2, d.l. 179/2012 (o che si aggiunge ad altri diritti diversi della categoria “protetta”) oppure un “diritto particolare” ai sensi dell’art. 2468, comma 3, c.c.”*

3. ALCUNI CHIARIMENTI CONCETTUALI

- **CAPITALE SOCIALE (CS):** è la fonte di finanziamento dell'attività d'impresa; è caratterizzato dalla destinazione legale ad assorbire le perdite. Si divide in
 - **CS «NOMINALE» (CN):** il CS indicato nello statuto; corrisponde al valore nominale di ciascuna azione moltiplicato per il numero di azioni in circolazione
 - **CS «REALE» (CR):** capitale nominale + riserve + utili - perdite dell'esercizio
- **VALORE NOMINALE DELLE AZIONI (VN):** porzione di CN, ossia la parte della dotazione di capitale che deve considerarsi espressa dalla singola azione. Metodo di calcolo utile per misurare i diritti sociali spettanti all'azionista: percentuale risultante dal rapporto tra VN «individuale (ossia, il VN delle azioni di cui l'azionista ha la proprietà o un diritto reale minore) e VN «totale».
- **VALORE CONTABILE DELLE AZIONI (VA):** CN diviso per il numero di azioni. Metodo di calcolo alternativo a quello basato sul valore nominale che si effettua quando il VN dell'azione non è indicato in statuto: si guarda al numero di azioni di un socio rispetto al totale
 - anche detto “parità contabile”, “valore nominale inespresso” o “valore nominale implicito”;

LA NORMATIVA RILEVANTE

4. LA NORMATIVA RILEVANTE: 1) L'ART. 2346 C.C.

- **Art. 2346 cod. civ. (ante riforma del 2003):** «1. Le azioni non possono emettersi per somma inferiore al loro valore nominale». («Divieto di emissione sotto la pari»)
- **Art. 2346 cod. civ. (post riforma del 2003):** «1. La partecipazione sociale è rappresentata da azioni [...] 2. Se determinato nello statuto, il valore nominale di ciascuna azione corrisponde ad una frazione del capitale sociale; **tale determinazione deve riferirsi senza eccezioni a tutte le azioni emesse dalla società.** 3. In mancanza di indicazione del valore nominale delle azioni, le disposizioni che ad esso si riferiscono si applicano con riguardo al loro numero in rapporto al totale delle azioni emesse**. 4. A ciascun socio è assegnato un numero di azioni proporzionale alla parte del capitale sociale sottoscritta e per un valore non superiore a quello del suo conferimento. Lo statuto può prevedere una diversa assegnazione delle azioni*. 5. **In nessun caso il valore dei conferimenti può essere complessivamente inferiore all'ammontare globale del capitale sociale.** 6. [...]».

* Pare consentire emissione di azioni «sopra la pari» o «sotto la pari», salva inderogabilità del co. 5;

**Es.: l'art. 2368 c.c. menziona, per la costituzione dell'ass. ord., la «metà del capitale sociale»; se manca il valore nominale è sufficiente dividere il numero delle azioni possedute dai partecipanti all'assemblea per il numero totale delle azioni emesse

4.1. CONTINUA SULLA NORMATIVA RILEVANTE: 2) L'ART. 2348 C.C.

- **Art. 2348 c.c. (post riforma del 2003) «1. Le azioni devono essere di uguale valore e conferiscono ai loro possessori uguali diritti*. 2. Si possono tuttavia creare, con lo statuto o con successive modificazioni di questo, categorie di azioni fornite di diritti diversi anche per quanto concerne la incidenza delle perdite. In tal caso la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie. 3. Tutte le azioni appartenenti ad una medesima categoria conferiscono uguali diritti»*.**

NB: l'equivoca previsione del 1° co, specie alla luce di quanto previsto all'art. 2346 c.c., si spiega in forza del 3° co. Emerge un principio di «eguaglianza meramente relativa»

4.2. CONTINUA SULLA NORMATIVA RILEVANTE: 3) L'ART. 47 DIRETTIVA (UE) 2017/1132

- **Art. 47 direttiva (UE) 2017/1132** «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».

4.3. PER FINIRE SULLA NORMATIVA RILEVANTE: 4) L'ART. 2632 (FORMAZIONE FITTIZIA DEL CAPITALE) C.C.

➤ **Art. 2632 c.c.** *«Gli amministratori e i soci conferenti che, anche in parte, formano e aumentano fittiziamente il capitale sociale mediante attribuzioni di azioni o quote in misura complessivamente superiore all'ammontare del capitale sociale, sottoscrizione reciproca di azioni o quote, sopravvalutazione rilevante dei conferimenti di beni in natura o di crediti ovvero del patrimonio della società nel caso di trasformazione, sono puniti con la reclusione fino ad un anno»**

* Da un senso al divieto del 5° co. dell'art. 2336

4.4. RECAP SULL'AMMISSIBILITÀ GIURIDICA DELL'AUMENTO DI CAPITALE IPER-DILUITIVO

Società per azioni con valore nominale espresso:

- L'aumento di capitale con emissione di azioni ad un valore nominale inferiore a quello previsto dallo statuto non è consentito (artt. 2348 c. 1 c.c. e art. 47 c. 1 dir. UE 2017/1132).

Società per azioni senza valore nominale espresso

- Argomenti contrari alla ammissibilità degli aumenti di capitale iper-diluitivi:
 - Il divieto ex art. 2348 c.c.,
 - Il divieto ex art. 47 c. 1 dir. UE 2017/1132,
 - L'importanza della tutela nei confronti dei soci attuali dall'annacquamento della partecipazione,
 - La presenza di un divieto in molti ordinamenti europei.
- Argomenti a favore della ammissibilità degli aumenti di capitale iper-diluitivi:
 - l'abolizione del vecchio divieto di emissione sotto la pari nel cod. civ.
 - la tutela nei confronti del socio rappresentata dal diritto di opzione.

L'IMPUGNATIVA DELLA DELIBERA

5. LE POSSIBILI RAGIONI DI IMPUGNAZIONE DELLA DELIBERA: NORME UTILIZZABILI, ARGOMENTI A FAVORE E CONTRO

Ragioni di annullabilità della delibera. Violazione:

- dell'art. 2348, co. 1, c.c. («Le azioni devono essere di uguale valore»)
 - Vale per le azioni con valore nominale. Vale anche per le azioni senza valore nominale? Opinioni fortemente contrapposte
- dell'art. 47, co. 1, della direttiva (UE) 2017/1132 («Le azioni non possono essere emesse per un importo inferiore al loro valore nominale»):
 - Quali rapporti con i commi 4 e 5 dell'art. 2346 c.c.? Si guarda il valore nominale della singola azione oppure dell'intera emissione? Rilievo del principio di «integrale copertura del capitale».
- dell'art. 1375 c.c. (« Il contratto deve essere eseguito secondo buona fede») e/o 2373 c.c. («Conflitto di interessi»)
 - Opzione percorribile, a determinate condizioni

5.1. L'ABUSO DI MAGGIORANZA, O DI POTERE: NOTAZIONI GENERALI

- E' annullabile la delibera assembleare presa con il voto determinante del socio di maggioranza, quando ha lo scopo di ledere interessi degli altri soci, oppure quello di avvantaggiare ingiustificatamente i soci di maggioranza in danno di quelli di minoranza. In quest'ultimo caso, occorre che il socio di minoranza dia prova della sussistenza di indici sintomatici del comportamento illecito della maggioranza.
- Cass. civ., sez. I, 29 settembre 2020, n. 20625: *«la deliberazione ... può essere invalidata, ... sotto il profilo dell'abuso della regola di maggioranza, quando risulti **arbitrariamente o fraudolentemente** preordinata dai soci maggioritari al solo fine di perseguire **interessi divergenti da quelli societari**, ovvero di **ledere gli interessi degli altri soci**. La relativa prova incombe sul socio di minoranza il quale dovrà a tal fine indicare i “sintomi” di illiceità della [delibera] – deducibili non solo da elementi di fatto esistenti al momento della sua approvazione, ma anche da circostanze verificatesi successivamente – in modo da consentire al giudice di verificarne **le reali motivazioni** e accertare se effettivamente abuso vi sia stato. Peraltro, all'infuori della ipotesi di un esercizio “ingiustificato” ovvero “fraudolento” del potere di voto ad opera dei soci maggioritari, resta preclusa ogni possibilità di controllo in sede giudiziaria sui motivi che hanno indotto la maggioranza alla votazione della [delibera], essendo insindacabili le esigenze relative all'economia individuale del socio che possano averlo indotto a votare»*. V. anche Cass. civ., sez. I, 26 ottobre 1995, n. 11151; Cass. civ., sez. I, 12 dicembre 2005, n. 27387; Cass. civ., sez. I, 17 febbraio 2012, n. 2334)

5.2. L'ABUSO DI MAGGIORANZA NELLE DELIBERE DI AUMENTO DI CAPITALE

- App. Milano, 27 gennaio 2004: *«L'utilizzazione fraudolenta dell'aumento del capitale da parte della maggioranza per realizzare interessi propri a danno della minoranza è suscettibile di annullamento come espressione di [eccesso] di potere o di un abuso del diritto di voto o di violazione delle regole della buona fede o della correttezza contrattuale. Ciò può configurarsi quando un suo accertamento non comporti un controllo giudiziale su delibere determinazioni dell'autonomia privata provenienti dagli organi della società, e cioè quando non si risolve in un sindacato su una convenienza e su una opportunità di tali atti».*

5.3. INDICI SINTOMATICI DELL'ABUSO

- Trib. Cagliari, 9 giugno 2009: «Sussiste il “fumus” del vizio di eccesso di potere della deliberazione ... nel caso in cui, in presenza di un irriducibile contrasto fra i soci, l’iniziativa economica dichiaratamente sottesa all’operazione di aumento sia **pretestuosa** in quanto caratterizzata da un oggetto indefinito nonché da un esito incerto al di là di ogni ragionevolezza e comporti, per i soci, un **costo non necessario perché sostenibile con le risorse di cui già la società disponga** ed inoltre la delibera sia stata approvata dai soci in **assenza di informazioni adeguate** alla luce dell’importanza dell’investimento e dell’impegno economico ad essi richiesto»
- Trib. Roma, sez. spec., 31 marzo 2017, n. 6452: «... occorre peraltro precisare che è comunque necessaria la dimostrazione di un **esercizio “fraudolento” ovvero “ingiustificato” del potere di voto**, non potendo l’abuso consistere nella mera valutazione discrezionale da parte del socio dei propri interessi, ma dovendo concretarsi nella **intenzionalità specificatamente dannosa del voto, ovvero nella compressione degli altrui diritti in assenza di apprezzabile interesse del votante** ... Il socio di minoranza deve provare che il socio di maggioranza abbia abusato del proprio diritto ... e la arbitraria e fraudolenta preordinazione della delibera da parte dei soci maggioritari, fornendo a tale scopo la indicazione di quei “sintomi” di illiceità, tali da consentire al giudice l’analisi delle motivazioni della delibera, per poter verificare se effettivamente abuso vi sia stato.»

5.4. ANCORA SUGLI INDICI SINTOMATICI DELL'ABUSO

Trib. Venezia, sez. spec., 31 ottobre 2018:

- occorre valutare l'abuso della regola della maggioranza sotto due profili: *«sotto il profilo generale della concreta utilità ed interesse per la società alla delibera di aumento e sotto il profilo del concreto interesse per la società alla delibera di aumento secondo le modalità deliberate e cioè con emissione di nuove azioni sotto la parità contabile»*.

6. RISPOSTA AL QUESITO

Snodi fondamentali per la risposta al quesito:

1. L'operazione realizza (in astratto) l'interesse sociale?
2. Se sì, occorre farlo mediante un aumento di capitale previa eliminazione del valore nominale delle azioni? La società aveva opzioni alternative all'eliminazione del valore nominale e ad un aumento di capitale iperdiluitivo?
3. Le *modalità* dell'operazione (importo, misura sconto, tempo) sono congrue?

La chiave di soluzione della vicenda: la «razionalità economica» dell'operazione. Il ruolo della motivazione della proposta. Problematiche

6. CONTINUA: IL TRIBUNALE DI VENEZIA, IN ALTRA FATTISPECIE

«L'impossibilità per il socio minoritario di sottoscrivere l'aumento di capitale è uno degli elementi sintomatici dell'abuso e non presupposto in sé imprescindibile della ricorrenza del vizio, mentre l'incapienza patrimoniale del socio minoritario di per sé sola non è elemento presuntivo sufficiente per ritenere che la deliberazione di aumento di capitale possa reputarsi viziata... ...in assenza di elementi maggiormente pregnanti che possano spiegare l'interesse specifico della società alla operazione, visto che detto interesse si ravvisa primariamente nella raccolta dell'intero capitale deliberato, ben possibile anche senza l'emissione di azioni a valore nominale rilevantemente ribassato, il fatto oggettivo che balza in evidenza è che l'operazione sia verosimilmente espressione di un comportamento che non pare improntato a buona fede e correttezza nell'esecuzione del contratto di società, essendo compromessi in modo eccessivo gli interessi dei soci di minoranza, dissenzienti rispetto all'operazione, abusività che non si ravviserebbe ove l'emissione di azioni con valore nominale implicito **non fosse così marcatamente inferiore alla pari**».

7. Q&A

GRAZIE PER LA PARTECIPAZIONE!

Le *slides* saranno disponibili su www.studiodepoli.eu

Ci vediamo venerdì 8 ottobre alle 14.30, per discutere di
Morte del socio e circolazione della partecipazione sociale

