

Assemblea Speciale degli Azionisti di risparmio di Borgosesia S.p.a.
25 giugno 2021 prima convocazione
28 giugno 2021 seconda convocazione
29 giugno 2021 terza convocazione

Relazione del Rappresentante comune degli Azionisti di risparmio di Borgosesia S.p.a.

Sigg.re e Sigg.ri Azionisti di risparmio di Borgosesia S.p.a. (la “**Società**”), con avviso pubblicato il 19 maggio 2021 siete stati convocati in Assemblea speciale per discutere e deliberare sul seguente ordine del giorno, così come, in stessa data integrato e riordinato su mia richiesta:

1. Approvazione del resoconto del Fondo ex art. 146, comma 1, lettera C, del D.lgs. 58/1998. Delibere inerenti e conseguenti;
2. Approvazione e ratifica dell’operato del Rappresentante comune uscente per scadenza del mandato. Delibere inerenti e conseguenti;
3. Proposta di conversione obbligatoria delle azioni di risparmio in azioni ordinarie al seguente valore di concambio: 3 azioni ordinarie ogni 1 azione di risparmio. Delibere inerenti e conseguenti;
4. Subordinatamente alla mancata approvazione della proposta di cui al precedente punto 3, nomina del Rappresentante comune di categoria. Delibere inerenti e conseguenti;
5. Subordinatamente alla mancata approvazione della proposta di cui al precedente punto 3, determinazione della durata in carica del Rappresentante comune di categoria. Delibere inerenti e conseguenti.

L’avviso di convocazione pubblicato il 19 maggio 2021 prevedeva la trattazione di soli due argomenti, quelli proposti dal Consiglio di Amministrazione della Società (il “C.d.A.” o gli “Amministratori”), infra riordinati ai punti 3 e 4.

Successivamente in stessa data, su mia richiesta, l'ordine del giorno è stato integrato con gli argomenti infra riordinati ai punti 1,2 e 5.

Questa relazione tratterà tutti i punti all'ordine del giorno.

Alla data di questa relazione il capitale sociale sottoscritto e versato è pari ad euro 9.896.380,07 ripartito in n. 45.992.312 azioni senza indicazione del valore nominale, delle quali n. 45.129.621 ordinarie (con diritto di voto nelle assemblee ordinarie e straordinarie della Società) e n. 862.691 di risparmio (con diritto di voto nelle sole assemblee di categoria), la Società detiene n. 7.517.644 azioni ordinarie proprie e nessuna azione di risparmio propria.

Punto 1

*“Approvazione del resoconto del Fondo ex art. 146, comma 1, lettera C, del D.lgs. 58/1998.
Delibere inerenti e conseguenti”*

L’Assemblea speciale degli Azionisti di risparmio è chiamata ad approvare il resoconto del Fondo ex art. 146, comma 1, lettera C, del D.lgs. 58/1998 (il “**Fondo**”).

Al fine di dotare il Rappresentante comune degli azionisti di risparmio (il “**Rappresentante comune**”) delle risorse necessarie a svolgere la propria funzione la legge prevede l’esistenza di un Fondo che gli garantisca l’autonomia operativa ed i mezzi eventualmente necessari per tutelare gli interessi della categoria, anche nell’eventualità di una contrapposizione con la Società stessa. Al riguardo, informo che il Fondo è anticipato dalla Società che può rivalersi sugli utili spettanti agli Azionisti di risparmio, in eccedenza al minimo eventualmente garantito dallo Statuto anche se è

prassi di tutte le società quotate assumersi l'onere. A tal fine ho fatto formale richiesta alla Società senza peraltro ottenere, alla data di questa relazione, assenso o diniego.

Preciso che il Fondo è stato costituito nell'anno 2004 nell'importo di euro 30.000,00 (trentamila/00) e su di esso la Società, fin dalla sua costituzione, non ha mai fatto gravare i costi sostenuti per il compenso del Rappresentante comune e per le Assemblee speciali di categoria.

Successivamente, l'Assemblea speciale del 3.11 2016 ne ha deliberato l'incremento all'attuale importo di euro 100.000,00 (centomila/00) rotativo annuo, nel senso che, se utilizzato nel corso di un esercizio, dovrà essere reintegrato a tale importo alla data di chiusura dell'esercizio medesimo.

Segnalo che la gestione del Fondo, fin dalla sua costituzione, per motivi di ordine pratico è sempre stata in carico alla Società, per conto del Rappresentante comune.

Informo che durante il mio mandato ho fatto ricorso al Fondo solo in una circostanza, quando lo scorso anno ho dovuto richiedere il complesso parere di congruità sulla precedente proposta della Società di conversione delle azioni di risparmio in azioni ordinarie, di cui relazionerò al terzo punto dell'ordine del giorno. In tale circostanza il costo sostenuto e imputato al Fondo è stato di euro 7.000,00 (settemila/00), più oneri di legge, costo peraltro decisamente contenuto e di favore, considerato la complessità della materia nonché le competenze e l'altissimo standing del Dott. Dario Romano Radelli, il professionista che lo ha rilasciato.

In alcune circostanze, quando nell'interesse della categoria ho dovuto chiedere consulenze e pareri, per non gravare il Fondo, ho utilizzato confidenzialmente la mia rete di conoscenze, restando in debito con essa solo della mia personale riconoscenza. In altre circostanze mi sono sempre fatto carico personalmente delle maggiori spese..

Alla data odierna, non essendo intervenuta alcuna spese dall'inizio del corrente anno, il Fondo, se correttamente reintegrato,, dovrebbe risultare pari a euro 100.000,00 (centomila/00).

In considerazione di quanto descritto si chiede all'Assemblea di approvare il resoconto del Fondo.

Proposta di deliberazione sul punto 1

L'Assemblea speciale degli Azionisti di risparmio di Borgosesia S.p.a. preso atto del contenuto della relazione illustrativa del Rappresentante comune, ritenuto completo ed esaudiente

DELIBERA

- *di approvare il resoconto del Fondo ex art. 146, comma 1, lettera C, del D.lgs. 58/1998.*

Punto 2

“Approvazione e ratifica dell’operato del Rappresentante comune uscente per scadenza del mandato. Delibere inerenti e conseguenti”

L'Assemblea speciale degli Azionisti di risparmio è chiamata ad approvare e ratificare l'operato del Rappresentante comune uscente.

Al riguardo, l'Assemblea speciale del 27 giugno 2018 aveva deliberato di nominarmi Rappresentante comune prevedendo la durata dell'incarico in tre esercizi, fino all'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2020, e stabilito l'emolumento annuo per la carica in euro 12.000,00 (dodicimila/00) lordi più accessori di legge, comprensivo del rimborso delle spese vive sostenute per lo svolgimento dell'incarico;

Nel corso dell'incarico mi sono incontrato, relazionato e ho interagito con numerosi Azionisti di Risparmio e anche ordinari. Ho interloquito con Consob e ho mantenuto un contatto continuo e costante con la Società, con i suoi vertici esprimendo valutazioni ed opinioni nell'interesse della categoria, ricevendo puntualmente, da essi, l'informativa dovuta ai sensi di legge e di Statuto.

Durante il mio mandato non si sono verificati e/o ravvisati fatti censurabili da parte della Società

che potessero ritenersi lesivi degli interessi della categoria da dover richiedere il mio intervento, pertanto, la mia attività si è concentrata allo svolgimento dei compiti istituzionalmente previsti dalla normativa vigente oltre al proseguimento dell'interlocuzione con i vertici societari al fine di addivenire a una soluzione definitiva, bonaria e condivisa in merito alla irrisolta questione del giusto valore implicito di ciascuna Azione di risparmio.

In ordine all'utilizzo del Fondo, richiamo espressamente il contenuto di quanto relazionato al primo punto all'ordine del giorno.

In considerazione di quanto descritto si chiede all'Assemblea di ratificare l'operato del Rappresentante comune e, per quanto occorrer possa, di rinunciare a qualsivoglia azione di responsabilità in conseguenza delle iniziative assunte e/o non assunte nel corso del mandato.

Proposta di deliberazione sul punto 2

L'Assemblea speciale degli Azionisti di risparmio di Borgosesia S.p.a. preso atto del contenuto della relazione illustrativa del Rappresentante comune, ritenuto completo ed esaudiente

DELIBERA

• *di ratificare l'operato del Rappresentante comune e, per quanto occorrer possa, di rinunciare a qualsivoglia azione di responsabilità in conseguenza delle iniziative assunte e/o non assunte nel corso del mandato.*

Punto 3

“Proposta di conversione obbligatoria delle azioni di risparmio in azioni ordinarie al seguente valore di concambio: 3 azioni ordinarie ogni 1 azione di risparmio. Delibere inerenti e conseguenti”

L'Assemblea speciale degli Azionisti di risparmio è chiamata ad approvare la proposta del C.d.A. di conversione obbligatoria delle azioni di risparmio in azioni ordinarie al seguente valore di concambio: 3 azioni ordinarie ogni 1 azione di risparmio (la "Proposta").

Per quanto riguarda l'argomento posto all'ordine del giorno si precisa che, ai sensi dell'art. 146, comma 1, lett. b) del D.Lgs. n.58/1998, come integrato e modificato da ultimo dal D.Lgs. n. 91 del 18 giugno 2012(TUF), ai fini di una valida approvazione della delibera è necessario che la stessa avvenga a maggioranza e con il voto favorevole di tante azioni che rappresentino almeno il venti per cento delle azioni della categoria.

Informo che la Proposta all'ordine del giorno ha origine in esito alla riunione consiliare del 7.11.2017, quando gli Amministratori della Società, allora in liquidazione, deliberavano di *“sottoporre all'Assemblea speciale degli azionisti di risparmio, da convocare, una delibera relativa alla conversione obbligatoria delle azioni di risparmio in azioni ordinarie, sulla base di un rapporto di 3 azioni ordinarie ogni 2 azioni di risparmio, prevedendo di procedere condizionatamente all'intervenuta revoca della procedura di liquidazione”*, ribadita nei stessi termini in esito alla riunione del C.d.A. del 23.5.2018.

In seguito alla revoca della procedura di liquidazione della Società, intervenuta in data 22.12.2017, l'Assemblea speciale del 27.6.2018, convocata per discutere delle suindicate delibere consiliari, deliberava testualmente *“L'assemblea speciale degli azionisti di risparmio di Borgosesia s.p.a., nel prendere atto della deliberazione dell'Organo amministrativo della Società, assunta in data 7.11.2017 e ribadita nei stessi termini in esito alla riunione del C.d.a. del 23.5.2018, che prevede una proposta di conversione obbligatoria delle azioni di risparmio nel preciso rapporto di 3 azioni ordinarie ogni 2 azioni di risparmio, ritiene prematuro discutere con la Società di qualsiasi*

proposta di conversione delle azioni di risparmio se prima non si attribuisce correttamente il capitale sociale che tenga conto del corretto valore implicito di ciascuna azione di risparmio pari a euro 1,416329, così come era prima della riduzione del capitale per perdite deliberata dall'assemblea straordinaria del 9.6.2015.”

Successivamente, in ottemperanza alle citate delibere consiliari il C.d.A. convocava per il giorno 31.3.2020 l'Assemblea speciale *“al fine di raccogliere in via preliminare, nella sede ritenuta più appropriata, gli orientamenti degli azionisti di risparmio in merito alla Proposta di conversione obbligatoria e valutare rapporti di conversione alternativi, per poi eventualmente avviare l'iter di legge per la conversione sottoponendo ai medesimi l'approvazione della Proposta o di una eventuale proposta alternativa in una successiva e diversa Assemblea speciale all'uopo convocata”*

L'argomento all'ordine del giorno prevedeva che l'Assemblea deliberasse, sulla proposta del C.d.A. (la **“Proposta Originaria”**), o su altre eventuali proposte da avanzare alla Società. A tal proposito, nell'interesse della categoria ritenevo opportuno richiedere un parere di congruità che valutasse la Proposta Originaria del C.d.A. e che offrisse agli azionisti ulteriori elementi per meglio valutare e/o proporre rapporti di conversione alternativi.

Nel frattempo, data la sopravvenuta e perdurante emergenza sanitaria “Covid 19” e data la materiale impossibilità di effettuare un'Assemblea in presenza, su mia richiesta anche perchè sollecitata dagli Azionisti di risparmio in contatto, il C.d.A. provvedeva a sospendere la già convocata Assemblea speciale e rinviava il tutto a data da destinarsi, tuttavia, continuavano le interlocuzioni riguardo l'argomento della conversione anche al fine di definire la questione del valore implicito delle azioni di risparmio anche sulla base del Parere rilasciatomi dal Dott. Dario Romano Radaelli e che la Società riteneva di non rendere pubblico ma di secretarlo fino alla convocanda Assemblea speciale.

Successivamente, in data 28 aprile 2021 il C.d.A. comunicava che azionisti di risparmio *“titolari di complessive n. 123.000 azioni di Risparmio della Società, pari al 14,26% del capitale sociale di categoria, hanno invitato il Consiglio di Amministrazione di Borgosesia S.p.A. a valutare la possibilità di ritirare la proposta di conversione obbligatoria in passato formulata sulla base del rapporto di 3 azioni ordinarie ogni 2 azioni di risparmio e di sottoporre ad una nuova Assemblea Speciale, in sede deliberativa, quella basata su di un rapporto di conversione di 3 azioni ordinarie ogni 1 azione di risparmio, prevedendo di condizionare l'efficacia della relativa delibera al mancato esercizio del diritto di recesso in una misura tale da comportante un esborso superiore ad Euro 200.000 ed impegnandosi sin da ora ad esprimere parere favorevole ad una proposta così formulata. Il Consiglio di Amministrazione di Borgosesia, preso atto della comunicazione, si è riservato di procedere alla convocazione dell'Assemblea di Categoria.”*

In data 18 Maggio 2021 il C.d.A. comunicava di far propria la Proposta e deliberava di sottoporla ad approvazione all'Assemblea straordinaria degli azionisti e all'Assemblea speciale degli azionisti di risparmio convocate per il giorno 25 giugno 2021 in prima convocazione, per il giorno 28 giugno 2021 in seconda convocazione ed occorrendo per il giorno 29 giugno 2021 in terza convocazione.

In merito alla Proposta, informo di aver ricevuto, come previsto dalla legge e dallo Statuto, adeguata e tempestiva informazione dalla Società e di aver dedicato alcuni incontri telefonici, con le strutture preposte della Società, all'approfondimento delle caratteristiche e delle modalità di attuazione previste per la prospettata operazione.

Ho inoltre attentamente esaminato le relazioni degli amministratori predisposte per le assemblee, sia quella speciale che quella straordinaria, che illustrano nel dettaglio la Conversione obbligatoria ed alle quali rinvio per l'esposizione analitica di motivazioni, rapporto di conversione e criteri di determinazione dello stesso, modalità di esercizio e condizioni di efficacia, nonché di quant'altro richiesto dalla vigente normativa in materia.

Informo inoltre che l'eventuale approvazione della Proposta da parte dell'Assemblea speciale, determinando una modifica dello Statuto sociale riguardante i diritti di voto e di partecipazione, farebbe sorgere il diritto di recesso in capo ai possessori di Azioni di risparmio che non dovessero concorrere all'adozione della deliberazione, ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lettera g), del codice civile.

Il valore di liquidazione delle Azioni di risparmio oggetto di recesso risulta pari a euro 1,2313 ed è

stato determinato dagli Amministratori ai sensi dell'art. 2437-ter del codice civile facendo esclusivo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura delle azioni di risparmio nei sei mesi precedenti la data di pubblicazione degli avvisi di convocazione dell'Assemblea speciale.

Nell'interesse della categoria, per meglio valutare se l'operazione di conversione obbligatoria, così come prospettata dagli amministratori, presenta profili di criticità nei confronti della stessa ritengo opportuno che gli azionisti, prima di assumere qualsiasi determinazione, prendano visione e valutino attentamente l'allegato parere del Dott. Dario Romano Radaelli che si deve considerare come parte integrante di questa mia relazione, redatto per l'assemblea speciale che doveva tenersi il 31.3.2020 per discutere la Proposta Originaria di conversione e mai pubblicato prima d'ora, le cui conclusioni che sono elaborate in punto di diritto evidenziano un rapporto di conversione di 7,40 azioni ordinarie per 1 azione di risparmio.

Sul punto 3 Prendo atto della proposta di deliberazione del C.d.A e delle conclusioni contenute nel parere del Dott.Dario Romano Radaelli e invito gli azionisti ad assumere le relative determinazioni.

Punto 4

“Subordinatamente alla mancata approvazione della proposta di cui al precedente punto 3, nomina del Rappresentante comune di categoria. Delibere inerenti e conseguenti”

L'Assemblea speciale degli Azionisti di risparmio è chiamata a deliberare, subordinatamente alla mancata approvazione della proposta di conversione obbligatoria, sulla nomina del Rappresentante comune di categoria.

Come evidenziato nella relazione illustrativa predisposta sul punto dal C.d.A. *“nell'ipotesi in cui l'Assemblea di categoria dovesse approvare la Conversione Obbligatoria, ragioni di intuibile economia suggerirebbero di soprassedere alla nomina del nuovo Rappresentante Comune, il cui mandato verrà a scadere con l'approvazione del bilancio della Società al 31 dicembre 2020, col che quello in carica manterrà la stessa, in regime di prorogatio, sino a che la Conversione Obbligatoria non diverrà efficace. Diversamente l'assemblea, con effetto dalla delibera dell'assemblea ordinaria portante l'approvazione del suddetto bilancio, sarà chiamata a deliberare in ordine alla nomina del Rappresentante Comune”*

Con l'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2020 verrà quindi a scadere il mio mandato e si dovrà procedere, subordinatamente alla mancata approvazione della proposta di conversione obbligatoria, alla nomina del nuovo Rappresentante comune.

Informo che il Rappresentante comune può essere riletto e può essere scelto anche fra i non soci, nonché fra le persone giuridiche autorizzate all'esercizio dei servizi d'investimento e le società fiduciarie. Non può essere scelto tra gli Amministratori, i Sindaci, i dipendenti della Società e tra coloro che si trovano nelle condizioni indicate nell'art. 2399 c.c..

Sul punto 4 non formulo alcuna proposta di delibera e invito gli azionisti legittimati a presentare eventuali proposte sulla base della seguente formulazione:

L'Assemblea speciale degli Azionisti di risparmio di Borgosesia S.p.a. preso atto del contenuto della relazione illustrativa del Rappresentante comune, ritenuto completo ed esauriente, vista la relazione del Consiglio di Amministrazione, vista la proposta presentata dal socio [•];

DELIBERA

• di nominare [•] quale Rappresentante comune dei possessori di azioni di risparmio di Borgosesia S.p.a. e attribuirgli un compenso annuo di euro [•]

Punto 5

“Subordinatamente alla mancata approvazione della proposta di cui al precedente punto 3, determinazione della durata in carica del Rappresentante comune di categoria. Delibere inerenti e conseguenti”

L'Assemblea speciale degli Azionisti di risparmio è chiamata a deliberare, subordinatamente alla mancata approvazione della proposta di conversione obbligatoria, in merito alla durata della carica del Rappresentante comune di categoria.

Come evidenziato nella relazione illustrativa predisposta sul quarto punto dal C.d.A. *“nell'ipotesi in cui l'Assemblea di categoria dovesse approvare la Conversione Obbligatoria, ragioni di intuibile economia suggerirebbero di soprassedere alla nomina del nuovo Rappresentante Comune, il cui mandato verrà a scadere con l'approvazione del bilancio della Società al 31 dicembre 2020, col che quello in carica manterrà la stessa, in regime di prorogatio, sino a che la Conversione Obbligatoria non diverrà efficace. Diversamente l'assemblea, con effetto dalla delibera dell'assemblea ordinaria portante l'approvazione del suddetto bilancio, sarà chiamata a deliberare in ordine alla nomina del Rappresentante Comune”* e quindi sulla durata della carica.

La normativa prevede che il rappresentante comune resti in carica per un periodo non superiore a tre esercizi sociali.

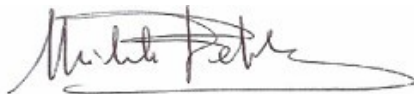
Sul punto 5 non formulo alcuna proposta di delibera e invito gli azionisti legittimati a presentare eventuali proposte sulla base della seguente formulazione:

L'Assemblea speciale degli Azionisti di risparmio di Borgosesia S.p.a. preso atto del contenuto della relazione illustrativa del Rappresentante comune, ritenuto completo ed esauriente, vista la relazione del Consiglio di Amministrazione, vista la proposta presentata dal socio [•];

DELIBERA

- di determinare in [•] esercizi la durata in carica del Rappresentante comune e quindi sino alla data dell'Assemblea convocata per l'approvazione del bilancio al [•]

Brescia, 21 maggio 2021



(Michele Petrera)

Il Rappresentante comune dei portatori di Azioni di Risparmio di Borgosesia S.p.A.

Egregio Signor
Michele Petrera
Rappresentante Comune degli Azionisti di Risparmio
Borgosesia S.p.A.

Monza, lì 10 maggio 2020

**Parere circa la proposta di conversione obbligatoria delle azioni di risparmio di Borgosesia S.p.A.
in azioni ordinarie della stessa società**

Egregio Sig. Petrera,

Lei ci ha chiesto di redigere un parere da poter porre a base della discussione nell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio inizialmente convocata per il giorno 31 marzo 2020 (e successivamente rimandata a data da stabilirsi a causa dell'emergenza nazionale da Corona Virus) avente quale unico punto all'Ordine del Giorno la "Proposta di conversione obbligatoria delle azioni di risparmio in azioni ordinarie al seguente valore di concambio: 3 azioni ordinarie ogni 2 azioni di risparmio. Considerazioni e definitive valutazioni. Valutazione di eventuali diverse proposte da avanzare alla società."

E' di tutta evidenza che il fatto di redigere un parere finalizzato a stabilire il rapporto di conversione tra categorie di azioni ed azioni della stessa società (in questo caso Borgosesia S.p.A.) che incorporano diritti diversi¹ necessita dell'accesso a documentazione relativa alla società di vario genere².

DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

All'uopo è stata esaminata la seguente documentazione:

A) Documentazione reperita dal sito societario³:

01. Comunicato Stampa del 19.11.2013 riportanti "Informazioni sul Capitale Sociale";
02. Statuto (parte) vigente al 20.12.2013 (Estratto ottenuto dalla Relazione del CdA all'assemblea tenutasi il 20.12.2013);
03. Verbale di assemblea straordinaria del 20.12.2013 con relativa documentazione di corredo (degni di particolare menzione la Relazione del CdA per l'assemblea ed i Comunicati Stampa emessi rispettivamente in data 07.01.2014, 08.01.2014 e 09.01.2014);

¹ Ricordiamo che a fronte della pienezza dei diritti amministrativi incorporati nelle azioni ordinarie ed invece non presenti nelle azioni di risparmio, queste ultime incorporano sia diritti di garanzia patrimoniale, sia diritti di maggioranza del dividendo, sia il diritto di far valere i propri diritti a mezzo di un Rappresentante Comune che ha lo scopo di tutelare i diritti e gli interessi di tale categoria azionaria con un Fondo spese messo a disposizione dalla società stessa

² Si ritiene opportuno precisare che la redazione del parere in esame non necessita di calcolare il "valore economico" di Borgosesia (perché lo stesso non deve essere confrontato con quello di altre società).

³ La documentazione è qui elencata in puro ordine cronologico di emissione o di riferimento per praticità di consultazione e verifica

04. Bilancio 2013;
05. Verbale di assemblea del 14.06.2014 (in particolare per approvazione Bilancio 2013) con relativa documentazione di corredo;
06. Semestrale al 30.06.2014;
07. Bilancio 2014;
08. Verbale di assemblea ordinaria e straordinaria del 09.06.2015 con relativa documentazione di corredo (degno di particolare menzione il Comunicato Stampa del 24.06.2015 relativo alla “Comunicazione di variazione del capitale sociale”);
09. Semestrale al 30.06.2015;
10. Verbale di assemblea speciale del 10.09.2015 (in particolare per Relazione dell’RCA e nomina nuovo RCA) con relativa documentazione di corredo (degni di particolare menzione i Comunicati Stampa emessi rispettivamente il 30.11.2015, 01.12.2015, 03.12.2015 e 11.01.2016)
11. Verbale di assemblea straordinaria del 30.11.2015 (in particolare per scioglimento e messa in liquidazione) con relativa documentazione di corredo (degno di particolare menzione il Comunicato Stampa del 16.09.2015);
12. Bilancio 2015;
13. Esposto ex art. 2408 dell’azionista Michele Petrera (ora RCA) circa la valorizzazione del valore nominale delle azioni del 29.01.2016 e Risposta del Collegio Sindacale a detto esposto datato il 14.04.2016;
14. Verbale di assemblea ordinaria del 28.06.2016 (in particolare per approvazione bilancio 2015, nomina Collegio Sindacale, Conferimento incarico revisione) con relativa documentazione di corredo (degno di particolare menzione il Comunicato Stampa del 28.06.2016);
15. Semestrale al 30.06.2016;
16. Verbale di assemblea ordinaria (in particolare per Nomina Collegio Sindacale) e straordinaria (in particolare per Nomina nuovo Collegio dei Liquidatori) del 06.09.2016 con relativa documentazione di corredo (degni di particolare menzione i Comunicati Stampa emessi rispettivamente il 11.07.2016, 21.07.2016, 16.08.2016, 06.09.2016 e 06.10.2016);
17. Verbale di assemblea speciale degli azionisti di risparmio del 03.11.2016 (in particolare per esame delle delibere degli azionisti ordinari, aumento del Fondo Spese e nomina nuovo RCA) con relativa documentazione di corredo (degni di particolare menzione i Comunicati Stampa emessi rispettivamente il 20.09.2016, 07.11.2016 e 29.11.2016);
18. Bilancio 2016;
19. Verbale di assemblea speciale azionisti di risparmio del 18.04.2017 con relativa documentazione di corredo (degni di particolare menzione sono:
 - a) il Parere redatto dagli Avv. Andrea Lanciani e Roberto Secondo dello Studio Tosetto, Weigmann ed associati datato 10.04.2017 in ordine a ad alcuni diritti degli azionisti di risparmio Borgosesia S.p.A. e
 - b) il Parere dell’Avv. Stefano Balzola redatto il 13.04.2017,

- entrambe su richiesta del Rappresentante Comune degli Azionisti di Risparmio all'epoca in carica, Ing. Piero Scotto);
20. Semestrale al 30.06.2017;
 21. Verbale di assemblea ordinaria (in particolare per approvazione Bilancio 2016) e straordinaria (in particolare per modificare taluni articoli dello Statuto Sociale al fine di adeguare le clausole statutarie in tema di diritti delle azioni di risparmio all'eliminazione del valore nominale delle azioni ordinarie) del 28.07.2017 con relativa documentazione di corredo;
 22. Verbale di assemblea ordinaria (in particolare per approvazione Progetto di distribuzione ai soci di un acconto sulla liquidazione) e straordinaria (in particolare per Annullamento di azioni proprie, subordinatamente esito OPS) del 28.07.2017 con relativa documentazione di corredo;
 23. Verbale di assemblea ordinaria (in particolare per approvazione Progetto di distribuzione ai soci di un acconto sulla liquidazione e Acquisto di azioni ordinarie proprie) e straordinaria (in particolare per Annullamento di azioni proprie, subordinatamente esito OPS) del 13.09.2017 con relativa documentazione di corredo;
 24. Comunicato Stampa del 07.11.2017 in ordine alla deliberazione del CdA di sottoporre all'assemblea dei titolari di azioni di risparmio una delibera relativa alla conversione obbligatoria delle n. 894.412 azioni di risparmio in circolazione in azioni ordinarie sulla base di un rapporto di tre azioni ordinarie ogni due di risparmio;
 25. Verbale di assemblea speciale azionisti di risparmio del 9.11.2017 (in particolare per esame e discussione delle delibere delle assemblee straordinarie degli azionisti ordinari del 28.07.2017 e 13.09.2017) con relativa documentazione di corredo;
 26. Verbale di assemblea straordinaria (in particolare per Determinazioni in merito alla delibera di annullamento di azioni proprie assunta dall'Assemblea del 13 settembre 2017, limitatamente alla conseguente riduzione del capitale sociale in misura corrispondente a seguito dell'annullamento delle azioni proprie) del 13.11.2017 con relativa documentazione di corredo;
 27. Verbale di assemblea straordinaria (in particolare per revoca dello stato di liquidazione e trasferimento della sede legale a Biella) e ordinaria (in particolare per nomina del nuovo CdA) del 22.12.2017 con relativa documentazione di corredo;
 28. Bilancio 2017;
 29. Verbale di assemblea speciale degli azionisti di risparmio (in particolare per esame e discussione circa l'operato del Rappresentante Comune in carica, Ing. Scotto) del 27.06.2018 con relativa documentazione di corredo (degno di particolare menzione il Parere dell'Avv. Stefano Balzola redatto il 23.04.2018 su richiesta del Rappresentante Comune degli Azionisti di Risparmio all'epoca in carica, Ing. Piero Scotto);
 30. Verbale di assemblea ordinaria (in particolare per approvazione Bilancio 2017) del 27.06.2018 con relativa documentazione di corredo;
 31. Semestrale al 30.06.2018;

32. Delibera di approvazione del CdA dell'operazione di scissione parziale proporzionale di CDR Advance Capital S.p.A. a favore di Borgosesia S.p.A. del 26.10.2018: pubblicazione del comunicato stampa e della documentazione di corredo;
33. Verbale di assemblea straordinaria (in particolare per approvazione della decisione di scissione parziale proporzionale di CDR Advance Capital S.p.A. in favore di Borgosesia S.p.A) del 21.12.2018 con relativa documentazione di corredo;
34. Bilancio 2018;
35. Verbale di assemblea ordinaria (in particolare per approvazione Bilancio 2018) del 27.06.2019 con relativa documentazione di corredo;
36. Semestrale al 30.06.2019;
37. Comunicato Stampa del 23.12.2019 riportante gli effetti sulla struttura del capitale azionario della scissione parziale proporzionale di CdR Advance Capital S.p.A. in favore di Borgosesia S.p.A.
38. Bilancio 2019;
39. Statuto vigente al 08.01.2020;
40. Comunicato Stampa di Borgosesia S.p.A. del 09.01.2020 riportante informativa circa l'avvenuta approvazione del piano industriale per gli anni 2020-2021-2022;
41. Parere emesso della società Value Track in data 21.01.2020 circa la valorizzazione delle azioni ordinarie di Borgosesia S.p.A.;
42. Comunicato Stampa del 25.03.2020 riportante la valutazione fatta dal CdA circa gli impatti sulle attività del Gruppo per l'emergenza sanitaria, rinvio calendario eventi societari, compresa approvazione bozza bilancio.

B) Documentazione ulteriore reperita dal nostro Studio e da noi ritenuta particolarmente utile ai fini della redazione del presente parere⁴:

01. Massima 36 emessa dalla Commissione Diritto Societario del Consiglio Notarile di Milano il 19.11.2004;
02. Spolidoro: "Valore nominale, azioni senza indicazione del valore nominale e aumento del capitale sociale" in "Analisi Giuridica dell'Economia", Giuffrè Editore Ed 2017, n. 1

Si ritiene utile precisare quanto segue:

1. quanto andiamo ad esporre di seguito è basato su quanto allo stato rilevabile sulla scorta del convuluto informativo a nostra disposizione;
2. il package di documentazione utilizzato, pur corposo, è da ritenersi comunque carente al fine di poter effettuare un'analisi finale ed aggiornata, soprattutto dei numeri iniziali e delle valutazioni nel merito operate dal CdA. Ci riferiamo in particolare a quanto segue:

⁴ La documentazione è qui elencata in puro ordine cronologico di emissione o di riferimento per praticità di consultazione e verifica

- a. il piano industriale, che il CdA ha approvato in data 09.01.2020 che non risulta essere stato al momento pubblicato;
- b. la documentazione eventualmente trasmessa dal CdA alla società Value Track non è stata messa a disposizione del pubblico e non è pertanto verificabile per la redazione di questo parere.

1. Executive Summary

Riteniamo che la delibera –dichiaratamente interlocutoria- sottoposta all’approvazione dell’assemblea degli azionisti di risparmio inizialmente convocata per il 31 marzo 2020 ed ora rinviata a data da destinarsi a causa dell’emergenza nazionale da Corona Virus, non rispecchi adeguatamente i presupposti di conformità al sistema normativo e comunque ai principi declamati nello Statuto societario⁵.

Riteniamo che il genus delle problematiche relative alla mancata conformità alla Legge ed allo Statuto del rapporto di conversione proposto dal CdA siano state le deliberazioni (rectius: la concatenazione delle deliberazioni) assunte dall’assemblea straordinaria dei soli azionisti ordinari tenutasi in data 20.12.2013.

Occorre inoltre aggiungere, ad aggravare la situazione, che le problematiche causate dalle delibere assunte dall’assemblea tenutasi il 20.12.2013 sopra ricordata sono state successivamente ulteriormente complicate da alcune delle successive deliberazioni dell’assemblea straordinarie dei soli azionisti ordinari. Ci riferiamo qui in particolare all’operazione di annullamento di azioni ordinarie senza variazione del capitale sociale e/o del Patrimonio Netto: vero che in teoria in via di prima approssimazione gli effetti di tale delibera secondo diritto sarebbero stati teoricamente neutrali, ma le declamazioni fatte dal CdA hanno dato una rappresentazione di effetti di fatto (rectius: di presunto fatto) chiaramente erronei ed illegittimi (non si capisce il motivo per il quale il CdA ha dichiarato di aver mantenuto lo stesso valore delle azioni di risparmio a Euro 1,20).

Il fatto che alcune delle deliberazioni del 2013 siano state parzialmente rettifiche dalle delibere assunte dall’assemblea straordinaria tenutasi il 28.07.2017, pur apprezzabile, è da considerarsi comunque incompleto in quanto mitiga solo alcuni degli errori commessi dall’assemblea straordinaria tenutasi il 20.12.2013. Purtroppo anche le delibere rettificative del 2017 non rettificano i marchiani errori concettuali della concatenazione di deliberazioni del 2013 ed, a nostro modestissimo avviso, la prova provata di quanto appena detto si ha nella bozza del bilancio 2019 in via di approvazione⁶.

Tutto ciò detto, riteniamo però utile precisare quanto segue:

⁵ Si ricorda qui il testo della delibera: “Proposta di conversione obbligatoria delle azioni di risparmio in azioni ordinarie al seguente valore di concambio: 3 azioni ordinarie ogni 2 azioni di risparmio. Considerazioni e definitive valutazioni. Valutazione di eventuali diverse proposte da avanzare alla società”.

⁶ Anticipiamo qui, ma lo vedremo meglio nella parte conclusiva del presente parere, che risulta altrimenti incomprensibile il motivo per il quale le azioni di risparmio subirebbero un decremento della loro parità contabile quando la società evidenzia sia un utile sia un incremento di capitale sociale dovuto ad un’operazione straordinaria.

- che i comportamenti storicamente assunti dal CdA ed approvati dall'assemblea straordinaria relativi al ripristino della specifica previsione statutaria –in sostanza in via interpretativa e quindi retroattiva- del diritto alla postergazione delle perdite a favore delle azioni di risparmio;
- che il comportamento attuale del CdA (che non solo ha ritenuto di convocare un'assemblea speciale dichiaratamente interlocutoria ma anche di cominciare a proporre un rapporto di conversione di tre azioni ordinarie per ogni due azioni di risparmio) secondo noi è molto positivo e dimostra un'importante apertura verso una volontà di rimediare agli errori del passato.

Tale mancata conformità –a nostro avviso- potrebbe essere agevolmente superata con una dialettica costruttiva tra i massimi rappresentanti degli organi sociali e le varie categorie di stakeholder (in primis azionisti ordinari di maggioranza, azionisti ordinari di minoranza e azionisti di risparmio).

La somma di quanto appena esposto ci lascia sensatamente fiduciosi del fatto che la mancata conformità ai principi declamati nello Statuto societario di cui ci apprestiamo a spiegare le motivazioni possa essere finalmente superata senza particolari problemi.

2. Obiettivo perseguito e operazione prospettata dal CdA per raggiungerlo

L'obiettivo prospettico dichiarato dal CdA consiste nella eliminazione delle azioni di risparmio della Società.

Le motivazioni sottese all'obiettivo, succintamente dichiarate dal CdA nelle rispettive relazioni illustrative (razionalizzazione e semplificazione della struttura del capitale, riduzione dei costi, aumento dell'”appeal” dei titoli azionari), attengono a valutazioni di mera opportunità amministrativa / commerciale, non particolarmente approfondite e/o argomentate in punto di fatto e di diritto. Tralasciamo un esame sulle stesse in quanto non direttamente rilevanti ai fini di questo parere.

Lo strumento indicato dal CdA per il raggiungimento dell'obiettivo consiste nell'operazione di conversione obbligatoria delle azioni di risparmio in azioni ordinarie.

Trattandosi, come già accennato sopra, di obiettivo prospettico, il CdA non ha indicato una tempistica precisa per la messa in opera della procedura necessaria.

3. Ricostruzione dell'evoluzione dei principali dati di bilancio nonché dell'evoluzione storico-giuridica delle delibere relative allo Statuto societario ed in particolare di quelle relative alle operazioni sul capitale e sulle azioni di Borgosesia S.p.A.

Atteso quanto detto sopra, la nostra ricostruzione storico-giuridica ed economico-numerica parte necessariamente dalla documentazione antecedente all'assemblea straordinaria tenutasi il 20.12.2013 già sopra ricordata e si sviluppa con le successive evoluzioni degli stessi.

Qui di seguito procederemo all'elencazione di ciò che –in occasione dell'assemblea interlocutoria nel corso della quale verrà prodotto e discusso il presente parere- viene ritenuto particolarmente utile per questa disamina preliminare.

Le nostre conclusioni ed il nostro parere verranno pertanto redatti sulla base del complesso di tutta la documentazione riservandoci comunque la possibilità di perfezionare, integrare e comunque migliorare:

- tanto la pur copiosa documentazione qui sotto riportata
- quanto le conclusioni di questo parere, comunque sia avente natura interlocutoria.

1) In data 20.12.2013 si è tenuta l'assemblea straordinaria dei soli azionisti ordinari.

L'ordine del giorno era il seguente:

- “1. Modifiche degli articoli 2, 5, 6, 9, 10, 13, 14 e 24 dello statuto sociale;
2. Eliminazione del valore nominale delle azioni e annullamento delle azioni proprie eccedenti il limite previsto ex art. 2357, comma 3, C.C..

In relazione a questa assemblea si ritiene opportuno ricordare quanto segue:

- PARTE GENERALE SUL COMPLESSO DELLE DELIBERAZIONI SOTTOPOSTE ALL'ASSEMBLEA STRAORDINARIA DEI SOLI AZIONISTI ORDINARI:

Nella premessa generale della Relazione del CdA ai sensi dell'art. 72 del Regolamento Consob n. 11971/99, detto CdA ha spiegato / dichiarato inter alia quanto segue relativamente al complesso delle due delibere proposte:

- A pag. 19 “Le modifiche in menzione non legittimano l'esercizio del diritto di recesso, in conformità a quanto previsto dall'art. 2437 C.C..”

Si anticipa qui –ma l'argomento verrà sviluppato nella sezione relativa alle conclusioni- che il CdA non ha precisato nulla circa la necessità di convocare l'assemblea speciale degli azionisti di risparmio in ordine all'approvazione di una o più delle delibere assembleari proposte all'approvazione dell'assemblea straordinaria degli azionisti ordinari.

- IN ORDINE ALL'ELIMINAZIONE DEL VALORE NOMINALE (RECTIUS: ELIMINAZIONE DELL'INDICAZIONE DEL VALORE NOMINALE DELLE AZIONI, COME TESTUALMENTE RECITA L'ART. 2346 C.C.):

Nella Relazione del CdA ai sensi dell'art. 72 del Regolamento Consob n. 11971/99, detto CdA ha spiegato / dichiarato inter alia quanto segue:

- a cavallo tra le pagine 19 e 20, nel paragrafo 2 dedicato alla “Eliminazione del valore nominale delle azioni” (rectius: Eliminazione dell'indicazione del valore nominale delle azioni): “Si propone di eliminare l'indicazione del valore nominale delle azioni ordinarie (attualmente pari ad Euro 1,20 per azione) con conseguente modifica dell'art. 5. dello statuto sociale cosicché, a fronte dell'annullamento delle azioni proprie, si determini esclusivamente una riduzione del numero delle azioni rappresentanti il capitale sociale, senza riduzione dell'importo dello stesso e mediante l'automatico incremento della parità contabile delle azioni residue.” (enfasi aggiunta).

Prosegue poi la relazione sul punto dicendo che “L'eliminazione del valore nominale delle azioni consente infatti di semplificare le modalità operative di future operazioni sul capitale sociale (quali l'aumento gratuito e la riduzione) e sulle azioni (quali il frazionamento ed il

raggruppamento), non sussistendo un legame fisso tra l'ammontare del capitale sociale e il numero o il valore delle azioni. In seguito all'approvazione della proposta di eliminazione del valore nominale delle azioni, lo statuto sociale indicherà esclusivamente il capitale sociale e il numero delle azioni ordinarie e di risparmio. La partecipazione al capitale del singolo azionista sarà quindi espressa dal rapporto tra il totale delle azioni emesse e il numero di azioni possedute, fermo restando che si tratterà comunque di azioni il cui valore nominale non è espresso, ma ritraibile dal rapporto tra l'ammontare complessivo del capitale nominale e il numero delle azioni emesse (c.d. "valore di parità contabile implicito"). (enfasi aggiunta)

Nel verbale assembleare viene riportato che –in risposta alla specifica domanda di un piccolo azionista- i massimi esponenti degli organi sociali hanno spiegato / dichiarato inter alia quanto segue:

- il Presidente del C.d.A. (nonché Presidente dell'assemblea): "Non ci pare che l'eliminazione del valore nominale abbia ripercussioni sulle azioni di risparmio e sui privilegi connessi, i quali restano immutati" (cfr. pag. 4 del verbale)
- il Presidente del C.d.A. (nonché Presidente dell'assemblea): "non ci sono ripercussioni e comunque a seguito dell'eliminazione del valore nominale delle azioni, anche le azioni di risparmio aumentano il valore, poiché il valore di queste azioni sarà stabilito in base al criterio della parità contabile, che si sostituisce quindi al valore nominale" (enfasi aggiunta) (cfr. pag. 6 del verbale)
- Il dott. Stefano Barni, membro del Collegio Sindacale: "concorda con quanto espresso dal Presidente, pertanto gli effetti nei confronti delle azioni di risparmio dovrebbero essere positivi, naturalmente solo in caso di esistenza di utili" (cfr. pag. 6 del verbale);

In tale occasione, l'assemblea straordinaria dei soli azionisti ordinari ha approvato all'unanimità dei presenti, inter alia:

- con riferimento al punto 1 dell'ordine del giorno:
 - di eliminare il valore nominale delle azioni e, conseguentemente, modificare l'articolo 5 dello statuto sociale sostituendolo con il seguente testo:

"Art. 5) Misura del capitale

Il capitale sociale è di euro 54.995.595,60 (cinquantaquattromilioninovecentonovantacinquemilacinquecentonovantacinque virgola sessanta) ripartito in 45.829.663 azioni delle quali 44.935.251 ordinarie e 894.412 di risparmio."
 - di riformulare il testo dell'art. 6 dello Statuto eliminando in sostanza la previsione per la quale "la riduzione del capitale sociale per perdite non comporta la riduzione del valore nominale delle azioni di risparmio se non per la parte della perdita che eccede il valore nominale complessivo delle altre azioni". In altre parole, con questa delibera è stata formalmente approvata l'eliminazione del privilegio delle azioni di risparmio nella postergazione delle perdite".

Si anticipa qui (la questione verrà ripresa sia nella sezione relativa all'eliminazione del privilegio della postergazione delle perdite che verrà trattata qui immediatamente di seguito sia nella parte conclusionale del presente parere) che evidentemente su questa delibera vi è stato un problema di coordinamento tra il punto 1) e la prima parte del punto 2) dell'ordine del giorno;

- IN ORDINE ALL'ELIMINAZIONE DEL PRIVILEGIO DELLA POSTERGAZIONE DELLE PERDITE PREVIAMENTE PREVISTO A FAVORE DELLE AZIONI DI RISPARMIO:

Nella Relazione del CdA ai sensi dell'art. 72 del Regolamento Consob n. 11971/99, detto CdA ha spiegato / dichiarato inter alia quanto segue:

- A pagina 2, nella tabella riepilogativa di confronto tra la versione a quel tempo vigente dello Statuto e quella sottoposta all'approvazione dei soci con riferimento all'art. 6:
 - erano presenti alcuni marginali adattamenti ed aggiornamenti in ordine alle “azioni e strumenti finanziari”, e soprattutto
 - **non era presente alcuna variazione dello Statuto in ordine all'eliminazione della postergazione delle perdite delle azioni di risparmio.**

Nel verbale assembleare viene riportato che il Presidente del CdA ha spiegato / dichiarato inter alia quanto segue:

- a pag. 6 del verbale assembleare che qui di seguito si riporta: “Successivamente il Presidente, passa alla trattazione degli argomenti posti al primo punto all'ordine del giorno, illustrando ai presenti, articolo per articolo, le modifiche da apportare allo statuto sociale, come previsto dall'ordine del giorno e dall'avviso di convocazione e si richiama ai documenti già depositati. Si sofferma sulle osservazioni fatte pervenire dall'azionista Braghero in merito alle modifiche statutarie. **In particolare sull'articolo 6, rispetto al testo di proposta modifica, si deve togliere il punto i), cosicché il punto ii) diventa i) ed il punto iii) diventa ii).** (enfasi aggiunta).

In tale occasione, l'assemblea straordinaria dei soli azionisti ordinari ha approvato all'unanimità dei presenti, inter alia:

- di riformulare il testo dell'art. 6 dello Statuto eliminando in sostanza la previsione per la quale “la riduzione del capitale sociale per perdite non comporta la riduzione del valore nominale delle azioni di risparmio se non per la parte della perdita che eccede il valore nominale complessivo delle altre azioni”. In altre parole, con questa delibera è stata formalmente approvata l'eliminazione del privilegio delle azioni di risparmio nella postergazione delle perdite”. Si ricorda qui quanto già scritto sopra;

Si ricorda qui (la questione è già stata ricordata nella sezione relativa all'eliminazione del valore nominale e verrà approfondita nella parte conclusionale del presente parere) che evidentemente su questa delibera vi è stato un problema di coordinamento tra il punto 1) e la prima parte del punto 2) dell'ordine del giorno;

- IN ORDINE ALL'ANNULLAMENTO DELLE AZIONI PROPRIE

Nella Relazione del CdA ai sensi dell'art. 72 del Regolamento Consob n. 11971/99, detto CdA ha spiegato / dichiarato inter alia quanto segue:

- a pag. 20, nel paragrafo 4 dedicato al “Numero di azioni da annullare”: Dato atto che il termine triennale previsto dall'art. 2357 *bis*, co. 2, c.c. per l'annullamento o l'alienazione delle azioni proprie detenute in eccedenza del 20% del capitale sociale, decadrà il 27 dicembre 2013, entro tale data l'assemblea dei soci è chiamata a deliberare l'annullamento di tali azioni in misura non inferiore alla parte eccedente la suddetta soglia del 20%. Più precisamente, **stante la necessità di mantenere una consistente quota di azioni proprie in portafoglio al fine di sostenere la quotazione del titolo sul mercato, è preferibile procedere all'annullamento della sola parte di azioni proprie eccedente la soglia del 20%, pari al 12,40% del capitale ordinario, corrispondente a n. 5.571.971 azioni ordinarie** (enfasi aggiunta).
- a pag. 20, nel paragrafo 5 dedicato alle “Motivazioni dell'annullamento”: Non essendosi presentata né essendo prospettabile per il prossimo futuro la possibilità di utilizzo delle azioni proprie in portafoglio, è preferibile procedere all'annullamento della quota di esse eccedente la soglia del 20% del capitale sociale, **umentando in tal modo il valore di ciascuna azione** (residua, ndr) (enfasi aggiunta).
- a cavallo tra le pagine 20 e 21, nel paragrafo 6 dedicato alle “Modalità dell'annullamento”: “Con l’eliminazione del valore nominale, l’annullamento delle azioni proprie si risolverà in una mera operazione contabile, procedendosi alla riduzione della riserva azioni proprie ed alla corrispondente elisione della posta “Azioni Proprie” presente nell'attivo. Il capitale sociale di Borgosesia S.p.A., attualmente pari ad Euro 54.995.595,60 non subirà pertanto alcuna riduzione, **mentre le azioni ordinarie emesse si ridurranno da n. 44.935.251 a n. 39.363.280; la parità contabile delle residue n. 40.257.692 (39.363.280 + 894.412 azioni di risparmio, ndr) azioni costituenti il capitale sociale passerà quindi da Euro 1,20 ad Euro 1,37.** (enfasi aggiunta).

Nel verbale assembleare viene riportato che il Presidente del CdA ha spiegato / dichiarato inter alia quanto segue:

- a pag. 19: “Egregi Signori Azionisti, come sapete e come ampiamente descritto e motivato nel complesso delle informazioni pubblicato da questa Società e messo a Vostra disposizione, conformemente a quanto richiesto dal TUF e dal Regolamento Consob in materia di Emittenti, siete chiamati a deliberare in merito all'annullamento delle azioni proprie in conformità a quanto richiesto dal codice civile. **Al riguardo, ci siamo resi conto che, per un puro errore materiale di calcolo, il numero di azioni ordinarie proprie (pari a n. 5.571.971) che Vi abbiamo proposto di annullare potrebbe, in seguito all'annullamento, secondo la deliberazione da assumersi da codesta assemblea già chiamata peraltro ad eliminare il valore nominale delle azioni, non essere conforme alla previsione codicistica che richiede inderogabilmente di limitare le azioni proprie nella misura di un quinto**

del capitale sociale. Per tale ragione Vi preghiamo di leggere, espungendo tale mero errore materiale di calcolo, la proposta nel senso di eliminare n. 7.000.000 di azioni ordinarie proprie anziché n. 5.571.971.” (enfasi aggiunta).

Nei Comunicati Stampa successivi che il CdA ha emesso quale informativa agli azionisti ed al mercato riteniamo degno di particolare nota ricordare quanto segue:

- la società ha emesso un Comunicato Stampa in data 07.01.2014 che è stato rettificato ben due volte: la prima in data 08.01.204 e la seconda il 09.01.2014;

- Riteniamo interessante ricordare le piccole ma significative differenze tra le varie versioni: nel primo Comunicato Stampa (quello del 7/01/2014):

- a) non c'era nessuna notazione circa il fatto che non tutte le azioni fossero cancellate;
- b) non c'era alcuna tabellina riepilogativa
- c) attesa l'assenza della tabellina riepilogativa, tantomeno era presente l'attribuzione di quote di Capitale Sociale alle due categorie azionarie;

nel Comunicato Stampa rettificativo emesso in data 08/01/2014:

- a) era presente la notazione che informava che "alla data odierna la procedura tecnica per la cancellazione delle suddette n. 7.000.000 azioni ordinarie detenute da Borgosesia S.p.A. è ancora in corso di svolgimento"
- b) era presente una prima versione (incompleta) della tabellina riepilogativa ed esplicativa
- c) la tabellina esplicativa pubblicata non individuava alcuna attribuzione delle quote di Capitale Sociale tra le due categorie azionarie;

nel Comunicato Stampa ulteriormente rettificativo emesso in data 09/01/2014:

- a) era ancora presente la notazione che informava che "alla data odierna la procedura tecnica per la cancellazione delle suddette n. 7.000.000 azioni ordinarie detenute da Borgosesia S.p.A. è ancora in corso di svolgimento"
- b) era presente una seconda versione (ora completa) della tabellina riepilogativa ed esplicativa
- c) la tabellina esplicativa pubblicata individuava la precisa attribuzione delle quote di Capitale Sociale tra le due categorie azionarie. Aggiungo che;

In tale occasione, l'assemblea straordinaria dei soli azionisti ordinari ha approvato all'unanimità dei presenti, inter alia:

- di annullare, ai sensi dell'articolo 2357 c.c., n. 7.000.000 (settemilioni) di azioni proprie e conseguentemente modificare ulteriormente l'articolo 5 dello statuto sociale, sostituendolo con il seguente testo:

"Art. 5) Misura del capitale

Il capitale sociale è di euro 54.995.595,60 (cinquantaquattromilioninovecentonovantacinquemilacinquecentonovantacinque virgola sessanta) ripartito in 38.829.663 azioni delle quali 37.935.251 ordinarie e 894.412 di risparmio".

Si precisa qui –ma gli argomenti verranno sviluppati nella sezione relativa alle conclusioni:-

- che la conseguenza (puramente aritmetica) di questa dichiarazione del Presidente del C.d.A. e dell'Assemblea è che, come già accennato sopra, **occorre ri-leggere quanto esposto nella relazione del CdA come “la parità contabile delle residue n. 38.829.663 (37.935.251 azioni ordinarie + 894.412 azioni di risparmio, ndr) azioni costituenti il capitale sociale passerà quindi da Euro 1,20 ad Euro 1,4163294544”** (enfasi aggiunta)
- che nel Comunicato stampa emesso dal CdA il 9/01/2014 viene espressamente indicato che il Capitale Sociale di pertinenza della categoria delle azioni di risparmio è esattamente identico a quello da noi calcolato nel prospetto numerico qui allegato

2) Il bilancio al 31/12/2013 esprimeva i seguenti elementi salienti:

Capitale sociale civilistico:	54.995.596
Numero di azioni ordinarie:	44.935.251
Numero di azioni di risparmio:	894.412
Patrimonio Netto civilistico:	36.627.301
Patrimonio Netto consolidato:	41.822.366
Risultato civilistico	(2.180.824)
Risultato consolidato	(3.626.911)
Dividendo proposto alle ordinarie	0
Dividendo proposto alle risparmio	0

Note interessanti:

A pag. 98 (per il bilancio consolidato) ed a pag. 162 (per il bilancio civilistico) il CdA ha scritto: “Si precisa che, come già riportato nella Relazione sulla gestione, l’assemblea degli Azionisti del 20 dicembre 2013 ha deliberato l’annullamento di n. 7.000.000 di azioni in ottemperanza a quanto disposto dall’art. 2357 comma 3 c.c. Alla data della presente relazione pertanto la procedura tecnica per la cancellazione delle suddette n. 7.000.000 azioni ordinarie detenute dalla società è ancora in corso di svolgimento.”.

3) In data 14.06.2014, si è tenuta un’assemblea ordinaria dei soli azionisti ordinari della società, in particolare per l’approvazione del Bilancio dell’esercizio chiuso al 31.12.2013.

In merito a tale assemblea rileviamo che gli azionisti, all’unanimità dei presenti, hanno approvato il Bilancio di esercizio al 31.12.2013 nella sua interezza.

Per quanto qui interessa, ricordiamo qui quanto segue:

- che l’esercizio 2013 si è chiuso con una perdita di esercizio della sola controllante Borgosesia S.p.A. di € 2.180.824 (cfr. Bilancio al 31.12.2013, pag. 124) mentre a livello di gruppo il risultato si è chiuso con una perdita di € 3.626.911 (cfr. Bilancio al 31.12.2013, pag. 55);
- che “le azioni ordinarie e di risparmio sono iscritte al valore nominale” (cfr. Bilancio al 31.12.2013, pagg. 70 e 136)

- che, alla data del 31.12.2013, il Capitale Sociale e la ripartizione di detto Capitale Sociale tra le due categorie azionarie era ancora quella ante delibera del 20.12.2013, quindi con il valore nominale unitario di ogni singola azione ad € 1,20, e ciò in quanto “Alla data della presente relazione la procedura tecnica per la cancellazione delle suddette n. 7.000.000 azioni ordinarie detenute dalla società è ancora in corso di svolgimento.” (cfr. Bilancio al 31.12.2013, pag. 49 e poi pagg. 95-96, 162-163, 225-226)

4) Il bilancio al 31/12/2014 esponeva i seguenti elementi salienti:

Capitale sociale civilistico:	54.995.596
Numero di azioni ordinarie:	37.935.251
Numero di azioni di risparmio:	894.412
Patrimonio Netto civilistico:	29.060.759
Patrimonio Netto consolidato:	33.652.888
Risultato civilistico	(7.217.035)
Risultato consolidato	(9.550.578)
Dividendo proposto alle ordinarie	0
Dividendo proposto alle risparmio	0

Note interessanti:

A pag. 106 (per il bilancio consolidato) ed a pag. 180 (per il bilancio civilistico) il CdA ha scritto: “Il capitale sociale al 31 dicembre 2019 ammonta a complessivi Euro 9.895.935,29. Si precisa come l’Assemblea straordinaria degli azionisti del 28 luglio 2017, ferma l’identica parità contabile per ogni categoria di azioni circolante, ha deliberato di convenzionalmente individuare, quanto a quelle di risparmio, in Euro 1,2 per ciascuna di queste il diritto prioritario di rimborso e di computo del relativo privilegio nella distribuzione di riserve.”.

5) In data 09.06.2015, si è tenuta un’assemblea ordinaria e straordinaria dei soli azionisti ordinari della società.

Per quanto qui interessa, si ricorda quanto segue:

IN RELAZIONE ALLA PARTE ORDINARIA DELL’ASSEMBLEA

- che l’esercizio 2014 si è chiuso con una perdita di esercizio della sola controllante Borgosesia S.p.A. di € 7.217.035 (cfr. Bilancio al 31.12.2014, pag. 138) mentre a livello di gruppo il risultato si è chiuso con una perdita di € 9.550.758 (cfr. Bilancio al 31.12.2014, pag. 61);
- che “le azioni ordinarie e di risparmio sono iscritte al valore nominale” (cfr. Bilancio al 31.12.2014, pagg. 77 e 151)
- che, alla data del 31.12.2014, il Capitale Sociale e la ripartizione di detto Capitale Sociale tra le due categorie azionarie esponeva che il valore complessivo del Capitale Sociale di pertinenza della categoria degli azionisti di risparmio era ancora quella ante delibera del 20.12.2013, quindi con il valore nominale unitario di ogni singola azione di risparmio ad € 1,20, mentre il valore

complessivo del Capitale Sociale di pertinenza della categoria degli azionisti ordinari era 53.922.301, quindi con il valore nominale unitario di ogni singola azione di risparmio ad € 1,42143” (cfr. Bilancio al 31.12.2014, pagg. 54-55, 106-107, 180-181, 237-238)

IN RELAZIONE ALLA PARTE STRAORDINARIA DELL'ASSEMBLEA

Necessaria premessa è che nella parte straordinaria l'assemblea prendeva atto dell'evoluzione ulteriormente negativa della gestione aziendale con il conseguimento di ulteriori perdite.

L'ordine del giorno della parte straordinaria era il seguente:

- “1. Provvedimenti ai sensi dell'art. 2446 cc.: proposta di riduzione del capitale per perdite. Deliberare inerenti e conseguenti;
2. Modifica all'art. 5 dello Statuto sociale.”

In tale occasione l'assemblea ha deliberato quanto segue:

- “di approvare la copertura integrale della perdita complessiva di Euro 37.046.082,92 (trentasettemilioni quarantaseimilaottantadue virgola novantadue) come segue:
 - quanto ad Euro 10.999.119,44 (diecimilioni novecentonovantanovemilacentodiciannove virgola quarantaquattro) mediante utilizzo della riserva legale;
 - quanto ad Euro 32.487,20 (trentaduemilaquattrocentottantasette virgola venti) mediante utilizzo avanzo di fusione Gabbiano;
 - quanto ad Euro 26.014.476,28 (ventiseimilioni quattordicimilaquattrocentosettantasei virgola ventotto) mediante riduzione del capitale sociale da Euro 54.995.595,60 (cinquantaquattromilioni novecentonovantacinquemilacinquecentonovantacinque virgola sessanta) ad Euro 28.981.119,32 (ventottomilioni novecentottantunomilacentodiciannove virgola trentadue), senza annullamento di azioni, essendo le azioni prive di valore nominale espresso.”;
- “di sostituire l'articolo 5 dello Statuto Sociale con il seguente: "Il capitale sociale è di euro 28.981.119,32 (ventottomilioni novecentottantunomilacentodiciannove virgola trentadue) ripartito in n. 38.829.663 azioni prive di valore nominale espresso, delle quali n. 37.935.251 ordinarie e n. 894.412 di risparmio.”.

Si precisa qui –ma gli argomenti verranno sviluppati nella sezione relativa alle conclusioni- che **il CdA non ha proposto e l'assemblea non ha preso alcun provvedimento di annullamento delle azioni ordinarie proprie** (all'epoca presenti nel patrimonio aziendale) e/o di raggruppamento delle sole azioni ordinarie al fine dell'annullamento della quota di capitale sociale dalle stesse rappresentato.

- 6) In data 10.09.2015 si è tenuta l'assemblea speciale dei soli azionisti di risparmio.

L'ordine del giorno di tale assemblea era il seguente:

- “1. Relazione del rappresentante comune uscente sull'attività svolta;
2. Situazione del fondo degli azionisti di risparmio ed eventuale integrazione;
3. Proposte da presentare al nuovo Consiglio di Amministrazione;

4. Nomina del rappresentante comune per scadenza del mandato e determinazione del relativo compenso.

Per quanto qui interessa, si ricorda quanto segue:

- l'azionista Michele Petrera (all'epoca privato azionista e che oggi ricopre invece la carica di RCA) pose alcuni quesiti al Rappresentante Comune in carica. In particolare, detto azionista chiese "una valutazione da parte degli Amministratori e da parte del rappresentante comune in relazione alla modifica dell'art. 5 dello Statuto avvenuta all'assemblea straordinaria del 9-6-2015, in particolare vorrebbe sapere come verranno calcolati i dividendi." (cfr. pag. 4 del verbale assembleare);

- Il Presidente dell'assemblea (nonché Rappresentante Comune in carica) rispose come segue:
La Società ha dato risposta all'azionista rimandandolo alle pagine 63 e 64 del fascicolo di Bilancio Consolidato Semestrale Abbreviato al 30 giugno 2015 disponibile sul sito della Società. Ivi si fa riferimento all'art. 27 dello statuto sulla ripartizione degli utili ... (cfr. pag. 4 del verbale assembleare)

In riferimento alla modifica dello Statuto (art. 5) che recita che il capitale sociale è [...] ripartito in n. 38.829.663 azioni prive di valore nominale espresso, tale valore è implicitamente individuabile dalla tabella 9.a del capitale sociale nella quale le azioni di risparmio pur non avendo più un valore nominale espresso, mantengono il valore nominale (implicito) precedente. ... Valuterei, quindi, proprio in sede assembleare, avendone l'assemblea facoltà ed essendo il punto all'ordine del giorno, l'eventualità di discutere se proporre le modifiche dello Statuto adombrate dall'azionista Petrera, al fine di una maggiore trasparenza e correttezza. Inoltre ove la Società nell'ipotesi di distribuire dividendi interpretasse diversamente e in maniera sfavorevole agli azionisti di risparmio questa possibile ambiguità statutaria, si verificherebbe una situazione di nocumento non soltanto potenziale, ma concreto per gli azionisti di risparmio e ciò sarebbe sicuramente oggetto di intervento come previsto dall'art. 146 del TUF." (cfr. pagg. 5 e 6 del verbale assembleare)

- 7) In data 30.11.2015 si è tenuta l'assemblea straordinaria dei soli azionisti ordinari di Borgosesia S.p.A. in ordine allo scioglimento e messa in liquidazione volontaria della società.

L'ordine del giorno della parte straordinaria era il seguente:

- “1. Scioglimento e messa in liquidazione volontaria di Borgosesia S.p.A.. Determinazione dei criteri in base ai quali deve svolgersi la liquidazione. Delibere inerenti e conseguenti.
2. Nomina di uno o più liquidatori, previa determinazione dei relativi poteri e del compenso. Delibere inerenti e conseguenti.”

Per quanto qui interessa, si ricorda quanto segue:

- l'azionista Michele Petrera (all'epoca privato azionista e che oggi ricopre invece la carica di RCA) presentò una serie di domande preassembleari. Una di queste domande era relativa a quale fosse il *valore di prelazione per la singola azione di risparmio* in caso di scioglimento della

società e un'altra circa quale fosse il *nuovo valore contabile dell'azione di risparmio che avrebbe prelazione nel rimborso del capitale qualora fossero annullate le azioni proprie in portafoglio della società*.

- che Il Presidente del CdA all'epoca in carica rispose come segue:

“... si rammenta che la delibera dell'assemblea straordinaria dei soci del 20 dicembre 2013, che ha proceduto ad annullare, per obbligo di legge, una quota parte delle azioni proprie di Borgosesia S.p.A. eccedenti la soglia indicata dall'art. 2357 del codice civile, ha altresì stabilito di eliminare il valore nominale delle azioni della Società. Ciò comporta un diverso metodo di calcolo per la quantificazione della partecipazione, non più basata sul valore, bensì sul numero di azioni possedute (c.d. valore contabile). A tale quantificazione si procederà, pertanto, mediante la divisione del capitale per il numero di azioni emesse, dalla cui operazione aritmetica, si potrà ricavare anche il valore nominale: poiché esso, dunque, anche se taciuto, è sempre determinabile, **più che di azioni prive del valore nominale, si dovrà parlare di azioni senza indicazione del valore nominale o di azioni con valore nominale inespresso** (enfasi aggiunta). Inoltre il Presidente aggiunge che il CdA di questa società, nei due bilanci e nei due bilanci semestrali abbreviati successivi all'assemblea del 20 dicembre 2013, ha rappresentato il valore complessivo invariato e, conseguentemente, risulta quindi invariato il valore di ciascuna azione di risparmio” (dato erroneo, ndr);

Il Presidente ha poi proseguito dichiarando che “Nei documenti di bilancio della società sopra richiamati, regolarmente approvati dalle rispettive assemblee degli azionisti, ogni azione di risparmio risulta rappresentata ad un valore di 1,20 euro” (dato erroneo, ndr).

- 8) Il bilancio al 31/12/2015 esponeva i seguenti elementi salienti:

Capitale sociale civilistico:	28.981.119
Numero di azioni ordinarie:	37.935.251
Numero di azioni di risparmio:	894.412
Patrimonio Netto civilistico:	22.504.221
Patrimonio Netto consolidato:	28.075.493
Risultato civilistico	(6.619.018)
Risultato consolidato	(5.618.242)
Dividendo proposto alle ordinarie	0
Dividendo proposto alle risparmio	0

- 9) In data 29.01.2016 quello che all'epoca era solo un privato azionista di risparmio ed oggi è il Rappresentante Comune della categoria azionaria ha inviato un esposto al Collegio Sindacale ex art. 2408 C.C. con il quale, dopo un excursus storico-giuridico:

- esponeva di ritenere che “le informazioni, le risposte e le azioni della società appaiono superficiali, confuse, incomplete e inesatte nel definire gli effetti, l'efficacia e le conseguenze delle de-

libere indicate in premessa, approvate nell'assemblea straordinaria del 20.12.2013 e allo stesso tempo non definiscono nemmeno in maniera certa, esatta e inconfutabile l'ammontare del capitale in capo alla categoria degli azionisti risparmio non corrispondente tra quanto in atti e quanto posto in bilancio.”;

- concludeva che “Senza voler entrare nel merito sulle imputabilità delle responsabilità e su tutte le eventuali azioni a tutela che le parti in causa volessero e/o dovessero intraprendere” ha chiesto al Collegio Sindacale “di voler effettuare tempestivamente e senza indugio ogni indagine necessaria al fine di accertare e chiarire la fondatezza dei fatti oggetto di denuncia con contezza di osservazioni e provvedimenti su quanto ritenuto censurabile in capo alla società e/o agli organi amministrativi”.

10) In data 14.04.2016 il Collegio Sindacale ha risposto all'esposto ex 2408 C.C. del Sig. Petrera nei termini qui riportati: “Alla luce delle riflessioni sopra svolte e, dunque, **dell'inopponibilità delle modifiche statutarie sopra indicate nei confronti degli azionisti di risparmio** (enfasi aggiunta), si ritiene che:

1. la Società debba continuare ad attribuire alle azioni di risparmio il valore già riconosciuto loro prima delle modifiche statutarie intervenute nel 2013, iscrivendole quindi ad un valore unitario pari ad Euro 1,20,
2. **in ipotesi di riduzione del capitale. gli azionisti di risparmio debbano necessariamente continuare a beneficiare del diritto alla postergazione.** (enfasi aggiunta)

Tale conclusione è, peraltro, assolutamente coerente con l'impostazione assunta negli anni dal Consiglio di Amministrazione della Società.

Infatti, da un lato, le relazioni sulla gestione relative ai due bilanci d'esercizio (2013 e 2014) della Società, approvati successivamente all'Assemblea Straordinaria del 20 dicembre 2013, hanno mantenuto invariato il valore complessivo delle azioni di risparmio; coerentemente, risulta invariato anche il valore unitario attribuito a ciascuna azione di risparmio, pari ad Euro 1,20. Dall'altro, la medesima impostazione è confermata dalla Relazione Semestrale al 30 giugno 2015.”.

11) In data 28.06.2016 si è tenuta un'assemblea ordinaria in ordine –inter alia- all'approvazione del bilancio 2015. In occasione di tale assemblea l'azionista Michele Petrera ha chiesto al Collegio dei Liquidatori:

- (i) di fornire "le proprie osservazioni sulle conclusioni del Collegio Sindacale" in ordine alla denuncia ex art. 2408 C.C. formulata dal medesimo azionista, nonché precisazioni su "come intende correggere le criticità in esse evidenziate",
- (ii) di confermare "gli importi esatti posti a bilancio a seguito di alcune delibere approvate dall'assemblea straordinaria del 20.12.2013 e da quelle successive che riguardano l'evoluzione del patrimonio netto e del capitale sociale, distinto per categorie di azioni, a seguito dell'eliminazione del diritto alla postergazione delle perdite per le azioni di risparmio e a seguito dell'an-

- nullamento di 7.000.000 (settemilioni) di azioni ordinarie proprie detenute in portafoglio" e
- (iii) di indicare "l'importo che, allo stato attuale, spetterebbe a ciascuna azione di risparmio a titolo di prelazione nel rimborso del capitale come previsto dall'art. 29 dello statuto sociale"

Con riferimento a tali quesiti, il collegio dei liquidatori, rispettivamente

- (i) ha rilevato "di condividere il parere del Collegio Sindacale, evidenziando che lo stesso afferma come ad oggi non vi sia alcun pregiudizio per gli azionisti di risparmio"
- (ii) ha confermato "le risultanze del bilancio sottoposto oggi all'assemblea degli azionisti" e
- (iii) ha dato atto che "il tema è tuttora in corso di approfondimento da parte dei consulenti della società"

- 12) In data 6 settembre 2016 si è tenuta un'ulteriore assemblea degli azionisti di Borgosesia S.p.A., convocata in sede ordinaria e straordinaria in ordine alla nomina dei nuovi componenti del Collegio Sindacale e del nuovo Collegio dei Liquidatori:

- A pag. 8 del verbale assembleare è riportato che il presidente del Collegio dei Liquidatori, nel corso della discussione assembleare, ha risposto ad alcune domande formulate dal Rappresentante Comune all'epoca in carica e vertenti, fra l'altro, sulle iniziative che l'organo amministrativo intendesse intraprendere alla luce dei contenuti della citata relazione del Collegio Sindacale del 14 aprile 2016. La parte che qui interessa è la dichiarazione che segue: *"su tali temi c'è stato un avvicendamento nei consulenti della società ed ai nuovi consulenti è stato attribuito l'incarico di effettuare una revisione dello statuto e [...] almeno finché la società è in liquidazione il problema della lesione dei diritti degli azionisti di risparmio non si pone"*

- 13) In data 03.11.2016, a seguito della richiesta di convocazione dell'assemblea speciale di un (all'epoca) azionista ed oggi Rappresentante Comune, si è tenuta un'assemblea speciale degli azionisti di risparmio piuttosto articolata.

L'Ordine del giorno di tale assemblea era il seguente:

- "1. Esame dei provvedimenti presi dall'Assemblea straordinaria degli Azionisti ordinari del 20 dicembre 2013 in ordine all'eliminazione dell'indicazione del valore nominale delle azioni, all'annullamento di n. 7.000.000 (settemilioni) di azioni ordinarie proprie detenute in portafoglio e all'eliminazione di alcuni diritti incorporati nelle azioni di risparmio e alle conseguenti modifiche degli articoli 5 e 6 dello Statuto sociale. Deliberazioni inerenti e conseguenti.
2. Esame dei provvedimenti presi dall'Assemblea straordinaria degli Azionisti ordinari del 09.06.2015, ai sensi dell'art. 2446 del codice civile, in ordine alla riduzione del capitale per perdite con conseguente modifica dell'art. 5 dello Statuto sociale. Deliberazioni inerenti e conseguenti.
3. Esame dei provvedimenti presi dall'Assemblea straordinaria degli Azionisti ordinari del 30.11.2015 in ordine allo scioglimento e alla messa in liquidazione volontaria della Società. Deliberazioni inerenti e conseguenti.

4. Esame dei provvedimenti presi dall'assemblea straordinaria degli Azionisti ordinari del 6 settembre 2016. Deliberazioni inerenti e conseguenti.

[...]"

Per quanto qui interessa, ricordiamo quanto segue:

Nella Relazione illustrativa all'assemblea redatta dall'azionista che ha chiesto la convocazione si legge, inter alia, quanto segue:

IN RELAZIONE AL PUNTO 1 (*Esame dei provvedimenti presi dall'Assemblea straordinaria degli Azionisti ordinari del 20.12.2013*):

“è opportuno che l'Assemblea deliberi sulla disapprovazione, nel merito e nella sostanza, delle delibere approvate nell'Assemblea straordinaria del 20.12.2013 in ordine all'eliminazione dell'indicazione del valore nominale delle Azioni pari a 1,20 euro ciascuna, con conseguente modifica dell'art. 5 dello Statuto sociale e in ordine all'eliminazione dall'art. 6 dello statuto sociale del seguente capoverso: “la riduzione del capitale sociale per perdite non comporta la riduzione del valore nominale delle azioni di risparmio se non per la parte della perdita che eccede il valore nominale complessivo delle altre azioni” e che, contestualmente, chieda all'Organo amministrativo di considerare l'introduzione di un parametro numerico puntuale che sostituisca il valore nominale non più indicato delle Azioni di risparmio e comunque di porre in atto, in un tempo ragionevolmente congruo e prima di qualsiasi altra operazione straordinaria, tutte le Azioni necessarie a mantenere e percepire i privilegi patrimoniali delle Azioni di risparmio, secondo le modalità e nei contenuti previsti e riconosciuti prima dell'intervento delle citate delibere approvate dall'Assemblea straordinaria degli Azionisti del 20.12.2013.

E' opportuno che l'Assemblea si pronunci anche sulle modalità, attuate dall'Organo amministrativo della Società, nell'annullamento di n. 7.000.000 (settemilioni) di Azioni ordinarie proprie detenute in portafoglio, senza riduzione del capitale sociale e che deliberi di richiedere all'Organo amministrativo di accertare, verificare e/o rettificare, qualora fosse necessario anche con l'ausilio di esperti indipendenti, l'esatta imputazione del capitale sociale non ridotto.

Inoltre, è necessario conferire al Rappresentante Comune degli Azionisti di Risparmio, qualora non si fosse già attivato autonomamente, un espresso mandato per il compimento di ogni atto a tutela della categoria, ivi compresa la possibilità di richiedere pareri e di conferire mandato alle liti a procuratori speciali, nominare esperti e porre in essere tutte le relative iniziative e/o Azioni legali necessarie e/o funzionali a tali scopi e all'interruzione di eventuali termini prescrizionali.”

IN RELAZIONE AL PUNTO 2 (*Esame dei provvedimenti presi dall'Assemblea straordinaria degli Azionisti ordinari del 09.06.2015*):

“Il capitale attribuito alle Azioni di risparmio di 1.073.294,40 euro (dato erroneo, non ho capito se in modo provocatorio, ndr) non ha subito nessuna riduzione, in ossequio al privilegio statutario della postergazione delle perdite, sebbene irregolarmente eliminato in esecuzione della delibera approvata dall'Assemblea straordinaria degli Azionisti del 20.12.2013, e ha mantenuto a 1,20 euro (dato erroneo, non ho capito se in modo provocatorio, ndr) il valore implicito di ciascuna Azione di risparmio.

E' pacifico ribadire, che una corretta esecuzione della delibera approvata dall'Assemblea straordinaria del 20.12.2013, in ordine alla riduzione di n. 7.000.000 di Azioni ordinarie proprie senza riduzione del capitale sociale, avrebbe determinato in 1,416329... euro c.a. il corretto valore implicito di ogni singola Azione di risparmio.

L'operazione di riduzione del capitale in esecuzione della delibera approvata dall'Assemblea straordinaria degli Azionisti del 09.06.2015, così come è stata effettuata, senza riduzione del numero delle Azioni, con l'imputazione del capitale ridotto al solo capitale ordinario, oltre che essere illegittima e illegale, ha anche determinato un risultato palesemente in contrasto con l'art. 2348 c.c. che, al primo comma, sancisce l'uguaglianza di valore delle Azioni che devono rappresentare, inderogabilmente, una identica frazione del capitale sociale, anche in presenza di diverse categorie di Azioni, quand'anche le stesse fossero munite di diversi diritti, circostanza consentita dal secondo comma del medesimo art. 2348 c.c..

Di conseguenza, l'Organo amministrativo, al fine di non pregiudicare i diritti incorporati nelle Azioni di risparmio, in ordine alla postergazione delle perdite, come previsto dall' art. 6 dello Statuto sociale, nel ridurre il capitale sociale, avrebbe dovuto procedere alla contestuale riduzione del numero di Azioni ordinarie o, comunque, a un raggruppamento asimmetrico delle sole Azioni ordinarie o, addirittura a un frazionamento asimmetrico delle sole Azioni di risparmio, tale da consentire il mantenimento del principio inderogabile dell'uguaglianza di valore sancito dall' art. 2348 c.c. comma 1.

E' opportuno che l'Assemblea discuta e si pronunci, non tanto sulla delibera approvata di riduzione del capitale sociale che andava comunque effettuata perchè imposta dalla legge, trovandosi la Società nella fattispecie di cui all'articolo 2446 codice civile, quanto sulla modalità di esecuzione della medesima.”

L'assemblea ha infine deliberato –inter alia- quanto segue:

Con riferimento al primo punto all'ordine del giorno: di "disapprovare, nel merito e nella sostanza, le delibere approvate dall'Assemblea straordinaria del 20 dicembre 2013, non sottoposte all'approvazione, ex art. 2476 C.C. e 146 T.UF. dell'assemblea speciale degli Azionisti di risparmio" e di "chiedere all'Organi dei Liquidatori di accertare, verificare e/o rettificare, qualora fosse necessario anche con l'ausilio di esperti indipendenti, in un tempo non superiore ai tre mesi dalla pubblicazione della presente delibera, e prima di qualsiasi altra operazione straordinaria, l'esatta e corretta imputazione del capitale sociale non ridotto riferito all'annullamento di settemilioni di azioni ordinarie proprie, anche ai sensi dell'art. 2348, Codice Civile".

Con riferimento al secondo punto all'ordine del giorno, di "chiedere all'Organo della Liquidazione di modificare quanto posto a bilancio, in ordine alla riduzione del capitale sociale, in esecuzione della delibera approvata dall'Assemblea straordinaria degli Azionisti del 09 giugno 2015, che tenga conto del reale capitale attribuibile alle azioni di risparmio, prima della riduzione del capitale ex art. 2446 C.C., comprensivo dell'incremento del riparto del capitale non diminuito a seguito dell'annullamento di settemilioni di azioni ordinarie proprie, deliberato dall'Assemblea straordinaria del 20 dicembre 2013, corrispondente a un valore implicito di ciascuna azione di risparmio pari ad euro 1,416" e di

"chiedere all'Organo della Liquidazione e di porre in essere, in un tempo non superiore ai tre mesi dalla pubblicazione della presente delibera, e prima di qualsiasi altra operazione straordinaria, tutte le operazioni necessarie per recepire quanto sancito dall'art. 2348 c.c., al primo comma, in ordine all'uguaglianza di valore delle azioni di ogni categoria".

Con riferimento al terzo punto all'ordine del giorno, di "chiedere all'Organo della Liquidazione di porre in essere, in un tempo non superiore ai tre mesi dalla pubblicazione della presente delibera, e prima di qualsiasi altra operazione straordinaria, tutte le operazioni necessarie a definire, al di là di ogni ragionevole dubbio, l'importo esatto della quota di capitale sociale che spetterebbe in prelazione agli Azionisti di risparmio nell'ipotesi in cui la procedura di liquidazione fosse portata o meno a conclusione".

Con riferimento al quarto punto all'ordine del giorno, di "non disapprovare le delibere assunte nell'assemblea straordinaria del 6 settembre 2016 - considerate le risposte del Presidente del Collegio dei Liquidatori, come da verbale dell'assemblea del 6 settembre 2016 - e di prendere atto della volontà dichiarata dal Presidente del Collegio dei Liquidatori, Rag. Mauro Girardi, di far svolgere una attenta revisione dello Statuto, affinché siano mantenuti tutti, nessuno escluso, in maniera chiara ed inequivocabile, i diritti precedentemente previsti per gli Azionisti possessori di azioni di risparmio".

14) Il bilancio al 31/12/2016 esponeva i seguenti elementi salienti:

Capitale sociale civilistico:	28.981.119
Numero di azioni ordinarie:	37.935.251
Numero di azioni di risparmio:	894.412
Patrimonio Netto civilistico:	19.103.967
Patrimonio Netto consolidato:	25.943.640
Risultato civilistico	(3.339.789)
Risultato consolidato	(2.642.928)
Dividendo proposto alle ordinarie	0
Dividendo proposto alle risparmio	0

Note interessanti:

A pag. 91 (per il bilancio consolidato) ed a pag. 161 (per il bilancio civilistico) il CdA ha scritto: "Il capitale sociale al 31 Dicembre 2016 ammonta a complessivi Euro 28.981.119. Si precisa come l'entità della parità contabile complessiva come sopra attribuita alle azioni di risparmio risulti ad oggi oggetto di formale disapprovazione da parte dell'Assemblea di categoria del 3 novembre scorso, rispetto alla quale la Società ha in corso ogni opportuna valutazione."

15) In data 18.04.2017 si è tenuta un'ulteriore assemblea speciale.

L'ordine del giorno era il seguente:

- “1. Relazione sull'attività svolta dal Rappresentante comune degli azionisti di risparmio negli ultimi sei mesi.
2. Resoconto sui provvedimenti presi dalla Società in esito alle deliberazioni assunte dall'Assemblea speciale del 3 novembre 2016. Deliberazioni inerenti e conseguenti.
3. Presentazione da parte del Rappresentante comune di uno o più pareri in merito alle criticità evidenziate negli ultimi mesi e, in particolare, nell'assemblea speciale del 3.11.2016. Proposte al Collegio dei Liquidatori. Deliberazioni inerenti e conseguenti.
4. Chiarimenti agli Azionisti circa la posizione legittima e priva di incompatibilità del Rappresentante comune in carica.

Per quanto qui interessa, gli azionisti di risparmio deliberarono:

- Con riferimento al punto 3 dell'ordine del giorno (Presentazione da parte del Rappresentante comune di uno o più pareri in merito alle criticità evidenziate negli ultimi mesi e, in particolare, nell'assemblea speciale del 3-11-2016):
 - di prendere atto del contenuto dei pareri allegati al presente, redatti su richiesta del rappresentante comune degli azionisti di risparmio, e di approvare in particolare il punto in cui entrambi evidenziano un valore implicito di ciascuna azione di risparmio pari ad euro 1,416 (uno virgola quattrocentosedici);
 - di chiedere all'Organo amministrativo della Società di tenere integralmente conto dei pareri legali degli Avv. Secondo & Lanciani dello Studio legale Tosetto, Weigmann e associati e dell'Avv. Balzola dello Studio legale Musumeci, Altara, Desana e associati che confermano e suffragano la fondatezza delle richieste emerse nell'assemblea speciale del 3-11-2016, delegando il rappresentante comune a trasmettere alla Società detti pareri con adeguati commenti, con particolare riferimento al fatto che il valore nominale implicito dell'azione di risparmio è in entrambi gli studi indicato a 1,416 €;
 - di delegare il rappresentante comune a trasmettere alla Società detti pareri con adeguati commenti, con particolare riferimento al fatto che il valore nominale implicito dell'azione di risparmio è in entrambi gli studi indicato in euro 1,416.
- Con riferimento al punto 2 dell'ordine del giorno, trattato successivamente al punto 3 (Resoconto sui provvedimenti presi dalla Società in esito alle deliberazioni assunte dall'Assemblea speciale del 3 novembre 2016. Deliberazioni inerenti e conseguenti):
 - di prendere atto “della latitanza della Società e ne censura il comportamento dilatorio”.

16) In data 28.07.2017 alle ore 10,00 si è tenuta un'assemblea ordinaria e straordinaria degli azionisti ordinari della società.

Per quanto qui interessa, si ricorda che l'ordine del giorno della parte straordinaria era:

- “1. Modifica degli artt. 5, 6, 27 e 29 dello Statuto sociale al fine di adeguare le clausole statutarie in tema di diritti delle azioni di risparmio all'eliminazione del valore nominale delle azioni ordinarie.”

Per quanto qui interessa, ricordiamo quanto segue:

Nella Relazione illustrativa all'assemblea redatta dal CdA si legge, inter alia, quanto segue:

- A pag. 3: “Le modifiche proposte, pertanto, hanno la finalità esclusiva di adeguare le clausole statutarie in tema di diritti delle azioni di risparmio, rendendole coerenti con la mancanza dell’indicazione del valore nominale delle azioni. **Nell’ambito di tale adeguamento si propone altresì di ripristinare la clausola che attribuisce alle azioni di risparmio il diritto alla postergazione in caso di perdite e conseguente riduzione del capitale sociale, con modalità del pari coerenti con la mancanza del valore nominale. In considerazione del fatto che le modificazioni statutarie qui proposte non comportano alcuna modificazione dei diritti sociali spettanti agli azionisti ordinari e agli azionisti di risparmio, bensì hanno natura di adeguamenti della formulazione delle clausole statutarie in dipendenza dell’eliminazione del valore nominale,** (enfasi aggiunta) la deliberazione di cui a questo punto all’ordine del giorno: (i) non richiede l’autorizzazione delle assemblee speciali delle azioni di risparmio; (ii) non comporta il diritto di recesso ai sensi dell’art. 2437 c.c. a favore degli azionisti ordinari e degli azionisti di risparmio.”.

Nel verbale assembleare si legge, inter alia, quanto segue:

- A pag. 5 (Intervento del Presidente del CdA e dell’Assemblea): “Con riferimento all’intervento dell’azionista Michele Petrera, il Presidente afferma di non comprendere (come già ribadito precedentemente in altre sedi assembleari) la ragione per la quale l’azionista chieda di attribuire all’azione di risparmio un valore contabile pari a circa euro 1,4, anziché a euro 1,2. Precisa quindi che, finché non comprenderà le ragioni di questo ulteriore asserito incremento di valore, non sarà in grado di prendere provvedimenti in proposito.

Al proposito fa presente che, in ogni caso, la differenza tra il valore attribuito dalla società e quello identificato dall’azionista Michele Petrera non è particolarmente significativa, a fronte invece della differenza tra **0,70 (attuale parità contabile delle azioni)** e **1,20 (parametro proposto per il calcolo dei privilegi patrimoniali)** (enfasi aggiunta) al quale la società intende porre rimedio con la presente assemblea.”

- A pag. 9 (Intervento del Sig. Petrera): “Il numero complessivo delle azioni si è ridotto da 45.829.663 a 38.829.663 con la conseguenza che il valore di parità contabile implicito ciascuna azione, sia ordinaria che risparmio è accresciuto da euro 1,20 a euro 1,416329 (capitale sociale/n. azioni complessive 54.995.595,60/38.829.663).

Come, tra l’altro si evince dalla comunicazione di variazione del capitale sociale, che produco e che chiedo di allegare al verbale di questa assemblea, resa dalla società in data 9.1.2014, ai sensi dell’art. 85 bis del Regolamento Emittenti e degli artt. 1.2.3.4 delle istruzioni del Regolamento di Borsa Italiana s.p.a.”

- A pag. 16 (Intervento dell’Avv. Balzola, estensore del parere richiesto dal Rappresentante Comune degli azionisti di risparmio: “Prende la parola Stefano Balzola, per conto di Piero Scotto, il quale, pur concordando da un punto di vista sostanziale con le posizioni espresse dal Presi-

dente in merito all'impossibilità di un doppio e diverso valore nominale implicito delle azioni, sottolinea che la situazione attuale che è venuta a crearsi è frutto di un errore compiuto dalla società in passato. Ricorda quindi che la società stessa in due occasioni ha affermato che dovevano attribuirsi due diversi valori nominali impliciti alle azioni ordinarie e alle azioni di risparmio rispettivamente:

- (i) in sede di bilancio al 31 dicembre 2014 (ove veniva attribuito un valore di circa 1,40 euro per ogni azione di risparmio e di circa 1,20 euro per ogni azione ordinaria), e
- (ii) in sede di bilancio al 31 dicembre 2015 (ove veniva attribuito un valore di circa 1,20 euro per ogni azione di risparmio e di circa 0,70 euro per ogni azione ordinaria).” (enfasi aggiunta)

Ritiene inoltre che, da un punto di vista procedurale, sarebbe stato opportuno concordare preventivamente una soluzione al problema con gli azionisti di risparmio, eventualmente convocando un'assemblea speciale degli azionisti di risparmio prima dell'odierna assemblea.

Con riferimento agli ultimi interventi, il Presidente ribadisce di essere consapevole che il valore “corretto” da attribuire alle azioni di risparmio è pari a euro 1,20 (e non 0,70) e che la presente proposta è proprio volta a rimediare a tale errore passato.

In tale occasione l'assemblea ha deliberato:

“(i) di modificare gli artt. 5, 6, 27 e 29 dello statuto sociale di Borgosesia S.p.A. come risulta dal testo della Relazione sugli argomenti all'ordine del giorno redatta dal Collegio dei Liquidatori. La parte che qui interessa in particolare è la modifica apportata all'art. 6 dello Statuto. In tale articolo sono stati infatti aggiunti due commi che qui vengono riportati:

“(i) in ogni caso di riduzione del capitale sociale per perdite, la deliberazione deve necessariamente prevedere, al fine di garantire alle azioni di risparmio la postergazione delle perdite, il proporzionale annullamento delle sole azioni ordinarie sino a concorrenza dell'intera parità contabile da esse rappresentata; solo qualora le perdite da coprire siano superiori alla parità contabile rappresentata dalle azioni ordinarie, la riduzione del capitale sociale per perdite comporterà un proporzionale annullamento delle azioni di risparmio, fatta salva la necessità, ai sensi dell'art. 145, comma 5, TUF, di ristabilire il rapporto tra azioni ordinarie e azioni di risparmio prevista dalla legge entro i termini ivi stabiliti;

(ii) in ogni caso in cui venisse modificata la parità contabile delle azioni ordinarie e di risparmio – fermo restando che essa è comunque la medesima per le une e le altre, e che non potrà darsi il caso di modifica della parità contabile per effetto di una riduzione del capitale sociale per perdite, stante quanto stabilito al punto precedente – si intenderà automaticamente modificato, nella medesima proporzione, anche l'importo del Parametro del Dividendo Privilegiato, come definito nel successivo art. 27;”;

(ii) di conferire mandato al Presidente del Collegio dei liquidatori con facoltà di subdelega di dare attuazione alle operazioni oggetto della presente deliberazione.”

17) In data 13.09.2017 si è tenuta un'assemblea ordinaria e straordinaria della società. Per quanto qui interessa, si ricorda che la parte straordinaria aveva il seguente ordine del giorno:

“1. Annullamento di azioni proprie, subordinatamente all'esito positivo dell'offerta pubblica di scambio (delle azioni di Kronos S.p.A., ndr) da promuoversi da parte della Società, senza riduzione del capitale sociale, e conseguente modifica dell'art. 5 dello Statuto sociale. Delibere inerenti e conseguenti, anche ai sensi e per gli effetti dell'art. 49, comma 1, lett. b), n. 3 (i) del Regolamento Consob n. 11971/1999, come successivamente modificato, ai fini dell'esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto totalitaria.”

Nella relazione del Consiglio dei Liquidatori si legge quanto segue:

- Al riguardo, si precisa che, ai sensi dell'art. 5 dello Statuto sociale, il capitale sociale della Vostra Società è rappresentato da azioni ordinarie senza indicazione del valore nominale. Pertanto, la predetta proposta di annullamento delle azioni proprie determinerà esclusivamente una riduzione del numero delle azioni costituenti il capitale sociale, senza riduzione dell'importo dello stesso, e **l'automatico incremento della parità contabile delle residue azioni**. (enfasi aggiunta)

Nel verbale assembleare:

- A cavallo tra le pagine 14 e 15, la dichiarazione del Presidente secondo la quale “Poiché il capitale sociale di Borgosesia S.p.A. è rappresentato da azioni senza indicazione del valore nominale, la proposta di annullamento delle azioni proprie determinerà esclusivamente una riduzione del numero delle azioni costituenti il capitale sociale, senza riduzione dell' _importo del capitale, e l'automatico incremento della parità contabile delle residue azioni.” E che pertanto conferma quanto già riportato nella Relazione predisposta dal Collegio dei Liquidatori

18) Il 07.11.2017 il Collegio dei Liquidatori ha deliberato “di sottoporre all'assemblea dei titolari di azioni di risparmio una delibera relativa alla conversione obbligatoria delle n. 894.412 azioni di risparmio in circolazione in azioni ordinarie sulla base di un rapporto di tre azioni ordinarie ogni due di risparmio. Il Collegio dei Liquidatori ha così previsto di procedere alla convocazione, e alla pubblicazione della documentazione prevista dalla normativa applicabile, della assemblea degli azionisti per deliberare al riguardo una volta conclusa l'Offerta Pubblica di Scambio tra le azioni proprie di Borgosesia S.p.A. e le azioni di Kronos S.p.A. e, comunque, condizionatamente all'intervenuta revoca della procedura di liquidazione.” (cfr. Comunicato Stampa del 07.11.2017)

19) In data 09.11.2017 si è tenuta un'assemblea speciale degli azionisti di risparmio. Per quanto qui di interesse ricordiamo quanto segue:

L'ordine del giorno prevedeva quanto segue:

“1. Esame e discussione della delibera dell'Assemblea straordinaria degli Azionisti ordinari del 28 luglio 2017 relativa a modifiche dello statuto. Deliberazioni inerenti e conseguenti.

2. Esame e discussione della delibera dell'Assemblea ordinaria e straordinaria degli Azionisti ordinari del 13 settembre 2017 relative alla distribuzione di un acconto sulla liquidazione e all'acquisto di azioni proprie. Deliberazioni inerenti e conseguenti.”

Nella relazione del Rappresentante Comune dell'epoca, Ing. Scotto, era scritto quanto segue:

- A pag. 3: Qui viene reintegrato esplicitamente il diritto in caso di riduzione del capitale per perdite: il diritto alla postergazione delle perdite, *inavvertitamente* cancellato nelle precedenti modifiche statutarie.

Nel verbale assembleare, premesso che in questa occasione la maggioranza è uscita per non votare al fine di non pregiudicare l'operazione con Kronos, l'assemblea (con i pochi presenti) ha deliberato quanto segue:

- A pag. 3: di approvare le modifiche statutarie deliberate dall'assemblea straordinaria di Borgosesia S.p.A. in liquidazione del 28 luglio 2017.
- A pag. 4: Di approvare quanto precedentemente approvato dagli Azionisti ordinari in data 13 settembre 2017 nelle rispettive assemblee ordinaria e straordinaria.

- 20) In data 13.11.2017 si è tenuta un'assemblea straordinaria dei soli azionisti ordinari.

Per quanto qui interessa, si ricorda quanto segue:

L'ordine del giorno era il seguente:

“1. Determinazioni in merito alla delibera di annullamento di azioni proprie assunta dall'Assemblea del 13 settembre 2017, limitatamente alla conseguente riduzione del capitale sociale in misura corrispondente a seguito dell'annullamento delle azioni proprie.”

Nella relazione del CdA:

- A pag. 2: Nel corso della discussione che l'ha preceduta, alcuni azionisti di minoranza hanno proposto di assumere tale delibera prevedendo che, fermo tutto il resto, l'annullamento delle azioni proprie venisse accompagnato, come avviene di regola, da una riduzione del capitale sociale per un importo corrispondente alla parità contabile delle azioni proprie annullate, invece che mantenendo invariato l'ammontare del capitale sociale. Tale proposta è stata formulata nell'ottica di evitare di ricadere nelle stesse problematiche relative alla quantificazione dei privilegi delle azioni di risparmio già affrontate da Borgosesia S.p.A. in passato in occasione di operazioni che hanno avuto come effetto la variazione della parità contabile delle azioni.

Per evitare il sorgere di incertezze sulla quantificazione dei diritti delle azioni di risparmio, è stato quindi proposto un emendamento alla proposta di delibera in discussione, per stabilire che l'annullamento delle azioni comportasse anche, come di norma, una riduzione del capitale in via proporzionale e corrispondente alla parità contabile delle azioni proprie annullate.

La compagine sociale presente in Assemblea si è dichiarata sostanzialmente concorde nel deliberare tale emendamento, ma non è stato possibile procedere a porlo formalmente in votazione in quanto il rappresentante dei soci Gabriele Bini, Giannetto Bini, Cristina Bini e Gianna Bini ha dichiarato di non avere ricevuto sufficienti istruzioni di voto in merito dai propri deleganti.

Nel verbale:

- *(i) di integrare e modificare la deliberazione dell'assemblea straordinaria in data 13 settembre 2017, esclusivamente nel senso di prevedere che l'annullamento delle azioni proprie ivi approvato comporterà, come di regola, una conseguente riduzione dell'ammontare nominale del capitale sociale in misura pari alla parità contabile di tutte le azioni annullate, con effetto contestuale all'annullamento delle azioni proprie medesime e con corrispondente modifica, oltre che del numero delle azioni, anche dell'importo del capitale sociale indicato nell'art. 5 dello statuto sociale, fermo e invariato ogni altro aspetto della delibera medesima;*
(ii) di conferire mandato al presidente del Collegio dei Liquidatori, con facoltà di subdelega, di dare attuazione alle operazioni oggetto della presente deliberazione.”

21) In data 11.12.2017, la società ha pubblicato un comunicato stampa con il quale ha informato gli azionisti ed il mercato circa i risultati finali dell'operazione di OPS come segue:

“Durante il periodo di adesione, compreso tra il 13 novembre 2017 e il 5 dicembre 2017, estremi inclusi, sono state portate in adesione all'Offerta:

- n. 20.918.400 azioni ordinarie di BGS, pari a circa il 53,87% del capitale sociale di BGS, a circa il 68,85% dell'intero numero di azioni ordinarie di BGS emesse e a circa l'86,94% delle azioni ordinarie oggetto di Offerta;
- n. 31.721 azioni di risparmio di BGS, pari a circa il 0,08% del capitale sociale di BGS e a circa il 3,55% delle azioni di risparmio di BGS in circolazione e oggetto di Offerta.

Il corrispettivo per ciascuna azione ordinaria di BGS o azione di risparmio di BGS portata in adesione è pari a una azione ordinaria di Kronos S.p.A..

Conseguentemente, il 12 dicembre 2017 (la “Data di Pagamento”) a fronte dello scambio delle azioni portate in adesione sopra indicate, saranno assegnate n. 20.950.121 azioni di Kronos S.p.A. pari al 68,13% del capitale sociale di Kronos S.p.A.. In ragione dei risultati definitivi dell'Offerta, BGS deterrà una percentuale pari al 75,06% delle proprie azioni ordinarie e 3,55% delle proprie azioni di risparmio.

Come descritto nel Documento di Offerta, il 12 dicembre 2017, contestualmente alla Data di Pagamento, verranno annullate n. 25.891.744 azioni ordinarie di BGS (sia acquisite per effetto dell'Offerta sia preesistenti) e n. 31.721 azioni di risparmio di BGS, al fine di ricondurre il numero di azioni proprie complessivamente detenute nel limite massimo di legge del quinto del capitale sociale.”.

22) In data 22.12.2017 si è tenuta un'assemblea ordinaria e straordinaria dei soli azionisti ordinari.

L'ordine del giorno era:

Per la parte straordinaria

- “1. Revoca della liquidazione
2. Trasferimento della sede legale a Biella”

Per la parte ordinaria

“1.Nomina degli amministratori”

In tale assemblea, pur importante per la società, le questioni che qui interessano non sono state affrontate.

23) Il bilancio al 31/12/2017 esponeva i seguenti elementi salienti:

Capitale sociale civilistico:	9.632.740
Numero di azioni ordinarie:	12.043.507
Numero di azioni di risparmio:	862.691
Patrimonio Netto civilistico:	6.535.467
Patrimonio Netto consolidato:	6.534.914
Risultato civilistico	(867.981)
Risultato consolidato	(934.497)
Dividendo proposto alle ordinarie	0
Dividendo proposto alle risparmio	0

Note interessanti:

A pag. 66 (per il bilancio consolidato) ed a pag. 116 (per il bilancio civilistico) il CdA ha scritto: “Il capitale sociale al 31 Dicembre 2017 ammonta a complessivi Euro 9.632.740,42. Si precisa come l’entità della parità contabile complessiva come sopra attribuita alle azioni di risparmio risulti essere stata oggetto in passato di formale disapprovazione da parte dell’Assemblea di categoria ed a fronte di ciò l’assemblea straordinaria degli azionisti del 28 luglio 2017 ha deliberato di convenzionalmente individuare in Euro 1,2 per ciascuna di tali azioni il diritto prioritario di rimborso e di computo del relativo privilegio nella distribuzione di riserve.”.

24) In data 27.06.2018 si sono tenute sia l’assemblea speciale degli azionisti di risparmio sia (immediatamente a seguire) l’assemblea straordinaria dei soli azionisti ordinari:

Con riferimento all’assemblea speciale degli azionisti di risparmio:

L’ordine del giorno era il seguente:

- “1. Esame e discussione sull’attività svolta dal Rappresentante comune degli azionisti di risparmio in esito alle deliberazioni assunte dall’assemblea speciale del 3.11.2016 riferite ai provvedimenti presi dall’assemblea straordinaria del 20.12.2013 in ordine all’annullamento di 7.000.000 (settemilioni) di azioni ordinarie proprie detenute in portafoglio. Deliberazioni inerenti e conseguenti.”
2. Esame e discussione sull’attività svolta dal Rappresentante comune degli azionisti di risparmio in esito alla deliberazione assunta dall’assemblea speciale del 3.11.2016 riferita all’incremento e alla rideterminazione della modalità di utilizzo del Fondo comune ex. Art. 146, comma 1, lettera c del D.Lgs. 58/1998. Deliberazioni inerenti e conseguenti.”

3. Esame e discussione della delibera assunta il 7.11.2017 dall'Organo amministrativo della società in merito al processo avviato e finalizzato alla conversione obbligatoria delle azioni di risparmio in azioni ordinarie. Deliberazioni inerenti e conseguenti.”
4. Revoca del mandato all'attuale Rappresentante comune degli azionisti di risparmio e nomina di un nuovo Rappresentante comune degli azionisti di risparmio con rideterminazione della durata della carica e del compenso. Deliberazioni inerenti e conseguenti.”

Nella relazione del socio proponente l'assemblea de quo, Sig. Petrerà, ora Rappresentante Comune della categoria, si legge quanto segue:

“E' palesemente certo invece che le questioni riguardanti l'argomento assolutamente non "possono ritenersi ampiamente superate" nemmeno marginalmente e se ne ha evidenza anche nell'ultimo bilancio societario dell'esercizio 2017 che si appresta ad essere approvato e che riporta un valore implicito per ciascuna azione sia di risparmio che ordinaria di euro 0,746365, addirittura inferiore al valore implicito di euro 1,20 attribuito alle azioni di risparmio e come riportato nei bilanci di esercizio negli anni appena precedenti, valore peraltro come più volte ribadito già oggetto di contestazione in quanto non corrispondente a quello giusto pari a euro 1,416329.

E' evidente e concludo che la mancata esecuzione da parte del rappresentante comune di una delibera assembleare o di una parte di essa e la sua manifestata intenzione di non volerla eseguire, nonché la sua sconsiderata conclusione nel ritenere le questioni sull'argomento oggetto della delibera ampiamente superate costituiscono gravi violazioni dell'art. 147 comma 3 del Tuf e dell'art. 2418 del c.c. che determinano di fatto il venir meno del rapporto di fiducia, tale da giustificare la revoca del mandato e l'inevitabile azione di responsabilità nei suoi confronti nel caso in cui dovesse concretizzarsi un danno alla categoria derivante dalla mancata esecuzione della delibera o di una parte di essa”.

Nel verbale:

■ A pag. 6:

“Ho chiesto di discutere questo argomento perché io ritengo di vitale importanza per il futuro delle azioni di risparmio della nostra Società e non assolutamente una questione di lana caprina come qualcuno vuol far credere. Sono consapevole che non bisogna lasciarsi la testa prima di rompersela ma sono anche convinto che mettersi il casco prima potrebbe sicuramente giovare. Siamo in presenza di una precisa delibera dell'Organo amministrativo della Società, assunta in data 7.11.2017 e ribadita nei stessi termini recentemente in esito alla riunione del C.d.a. del 23.5.2018, che prevede una proposta di conversione obbligatoria delle azioni di risparmio nel preciso rapporto di 3 azioni ordinarie ogni 2 azioni di risparmio.

Io e miei deleganti stigmatizziamo l'intempestività della pubblicazione e il contenuto di quanto deliberato dall'Organo amministrativo per l'inevitabile impatto che potrebbe avere sul sentiment di mercato, anche in considerazione del fatto che non vi è ancora nulla di certo e definitivo. Tuttavia, trattare l'argomento è utile per rendere consapevoli gli azionisti di risparmio e per informare chiunque fosse interessato e/o coinvolto che una proposta di conversione obbligatoria

non impone alcun obbligo se la maggioranza degli azionisti di risparmio chiamati a deliberare sulla proposta non è d'accordo. Anche nel caso che la proposta venisse approvata con la maggioranza prevista dalla legge non obbligherebbe affatto gli azionisti contrari e astenuti o assenti che potrebbero comunque, secondo convenienza, non convertire e avvalersi quindi del diritto di recesso come prevede la normativa vigente o, come estrema ratio, esercitare l'azione risarcitoria nel caso dovessero sentirsi in qualche modo danneggiati.

Come indicato nella mia relazione illustrativa l'argomento è stato posto all'ordine del giorno anche per verificare in via preventiva l'eventuale gradimento degli azionisti di risparmio all'ipotizzata proposta di conversione nei modi e nei termini che vorrebbe proporre l'Organo amministrativo ed evitare per quanto possibile i maggiori costi che comporterebbe un processo di conversione obbligatoria senza esito positivo.

Al riguardo, io e i miei deleganti riteniamo prematuro discutere con la società di qualsiasi proposta di conversione delle azioni di risparmio se prima non si attribuisce correttamente il capitale sociale che tenga conto del corretto valore implicito di ciascuna azione di risparmio pari a euro 1,416329 così come era prima della riduzione del capitale per perdite deliberata dall'assemblea straordinaria del 9.6.2015; invero il Cda della Società, in tale occasione, fece gravare le perdite attraverso la riduzione del valore delle sole azioni ordinarie a euro 0,7356 ciascuna, garantendo comunque agli azionisti di risparmio il diritto integrale alla postergazione nella partecipazione delle perdite, continuando ad attribuire alle azioni di risparmio, fino all'esercizio 2016 il valore unitario pari a euro 1,20, valore già allora oggetto di contestazione in quanto non corretto rispetto a quello che sarebbe dovuto essere di euro 1,416329, salvo poi ridurlo addirittura a euro 0,7463 nell'esercizio 2017, favorendo però ancora una volta gli azionisti ordinari che si sono addirittura visti aumentare il valore implicito della loro azione, dal precedente euro 0,7356 all'attuale euro 0,7463. E' pacifico pertanto ritenere che l'argomento della corretta attribuzione del capitale sociale non è assolutamente superato ma che deve essere seriamente affrontato e definito prima di qualsiasi altra operazione straordinaria sul capitale.

In conclusione, io e i miei deleganti non vorremmo essere noiosi e ripetitivi ma riteniamo che prima di intraprendere qualsiasi altra operazione sul capitale sia necessario e fondamentale, anche per evitare ulteriore confusione causata dall'effetto trascinamento, che la Società corregga l'errore e imputi a capitale euro 1,416329 quale valore implicito di ciascuna azione di risparmio e, in ossequio al principio di uguaglianza di valore delle azioni ex art. 2348 c.c., che rapporti a tale valore anche quello delle azioni ordinarie mediante il raggruppamento proporzionale delle sole azioni ordinarie. In difetto, in caso di qualsiasi ulteriore operazione sul capitale, gli azionisti di risparmio rimarrebbero di fatto titolari di circa la metà delle azioni a cui, di contro, avrebbero diritto, con sostanziale dimezzamento del risultato economico derivante a loro favore”.

Le delibere sono state:

- *in relazione al punto 1*: “L'assemblea speciale degli azionisti di risparmio di Borgosesia s.p.a., nel ritenere che la mancata esecuzione, da parte del Rappresentante comune degli azionisti di

risparmio, di una delibera assembleare o di una parte di essa e la sua manifestata intenzione di non volerla eseguire, costituiscono gravi violazioni dell'art. 147 comma 3 del Tuf e dell'art. 2418 del c.c. che determinano di fatto il venir meno del rapporto di fiducia, tale da giustificare la revoca del mandato e l'inevitabile azione di responsabilità nei suoi confronti nel caso in cui dovesse concretizzarsi un danno alla categoria derivante dalla mancata esecuzione della delibera, prende atto e stigmatizza l'operato del Rappresentante comune Ing. Piero Scotto che non ha eseguito e ha palesato l'intenzione di non voler eseguire, ritenendole superate, le determinazioni assunte dall'assemblea speciale del 3.11.2016 che gli conferivano mandato di impugnare e/o contestare, in ogni sede giudiziale, amministrativa, nessuna esclusa, qualsiasi operazione societaria straordinaria che fosse stata proposta prima che l'Organo amministrativo della Società avesse posto in atto tutte le azioni necessarie a mantenere e percepire i privilegi patrimoniali delle azioni di risparmio, riguardanti anche l'annullamento, ai sensi dell'art. 2357 c.c. di 7.000.000 (settemilioni) di azioni ordinarie proprie senza riduzione del capitale sociale e per il compimento di ogni atto concreto in attuazione delle determinazioni assunte, ivi compresa la possibilità di conferire mandato alle liti a procuratori speciali e porre in essere tutte le relative iniziative e/o azioni legali necessarie e/o funzionali a tali scopi e all'interruzione di eventuali termini prescrizionali.”

- In relazione al punto 3: “L'assemblea speciale degli azionisti di risparmio di Borgosesia s.p.a., nel prendere atto della deliberazione dell'Organo amministrativo della Società, assunta in data 7.11.2017 e ribadita nei stessi termini in esito alla riunione del C.d.A. del 23.5.2018, che prevede una proposta di conversione obbligatoria delle azioni di risparmio nel preciso rapporto di 3 azioni ordinarie ogni 2 azioni di risparmio, ritiene prematuro discutere con la Società di qualsiasi proposta di conversione delle azioni di risparmio se prima non si attribuisce correttamente il capitale sociale che tenga conto del corretto valore implicito di ciascuna azione di risparmio pari a euro 1,436329, così come era prima della riduzione del capitale per perdite deliberata dall'assemblea straordinaria del 09.06.2015.”.

25) In data 21.12.2018 si è tenuta l'assemblea straordinaria dei soli azionisti ordinari.

L'ordine del giorno era il seguente:

- “1. Decisione di scissione parziale proporzionale di CDR Advance Capital S.p.A. in favore di Borgosesia S.p.A., mediante approvazione del progetto di scissione, con conseguente approvazione delle seguenti operazioni sul capitale di Borgosesia S.p.A.:
 - aumento del capitale sociale, a servizio della scissione, per massimi nominali Euro 265.663, mediante emissione di massime n. 33.340.052 nuove azioni ordinarie, a servizio della scissione, da assegnare ai titolari di azioni di Categoria A e ai titolari di azioni Categoria B di Cdr Advance Capital S.p.A. sulla base del rapporto di cambio indicato nel progetto di scissione;

- aumento del capitale sociale per massimi nominali euro 4.950.000, mediante emissione di massime n. 5.310.000 nuove azioni ordinarie a servizio della conversione delle obbligazioni del prestito "Compagnia della Ruota 2014-2019 – obbligazioni Convertibili 6,5%";
- aumento del capitale sociale per massimi nominali euro 4.950.000, mediante emissione di massime n. 5.310.000 nuove azioni ordinarie a servizio della conversione delle obbligazioni del prestito "CdR Advance Capital 2015-2021 – Obbligazioni Convertibili 6%";
- aumento del capitale sociale per massimi nominali euro 4.950.000, mediante emissione di massime n. 5.310.000 nuove azioni ordinarie a servizio della conversione delle obbligazioni del prestito "CdR Advance Capital 2016-2022 – Obbligazioni Convertibili 5%";

il tutto unitamente ad ogni deliberazione inerente e conseguente, anche ai sensi e per gli effetti dell'art. 49, comma 1, lett. G) del Regolamento Consob n. 11971/1999, come successivamente modificato, ai fini dell'esenzione dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto totalitaria.

26) Il bilancio al 31/12/2018 esponeva i seguenti elementi salienti:

Capitale sociale civilistico:	9.632.740
Numero di azioni ordinarie:	12.043.507
Numero di azioni di risparmio:	862.691
Patrimonio Netto civilistico:	6.490.226
Patrimonio Netto consolidato:	6.293.076
Risultato civilistico	(366.122)
Risultato consolidato	(565.163)
Dividendo proposto alle ordinarie	0
Dividendo proposto alle risparmio	0

Note interessanti:

A pag. 62 (per il bilancio consolidato) ed a pag. 106 (per il bilancio civilistico) il CdA ha scritto: “Il capitale sociale al 31 dicembre 2018 ammonta a complessivi Euro 9.632.740,42. Si precisa come l’entità della parità contabile complessiva come sopra attribuita alle azioni di risparmio risulti essere stata oggetto in passato di formale disapprovazione da parte dell’Assemblea di categoria ed a fronte di ciò l’assemblea straordinaria degli azionisti del 28 luglio 2017 ha deliberato di convenzionalmente individuare in Euro 1,2 per ciascuna di tali azioni il diritto prioritario di rimborso e di computo del relativo privilegio nella distribuzione di riserve.”.

27) In data 23.12.2019 Borgosesia S.p.A. ha emesso un comunicato stampa per informare i soci ed il mercato del fatto che in detta data è divenuta efficace la scissione parziale proporzionale di CdR Advance Capital SpA.

28) Il bilancio al 31/12/2019 esponeva i seguenti elementi salienti:

Capitale sociale civilistico:	9.896.380
-------------------------------	-----------

Numero di azioni ordinarie:	45.129.621
Numero di azioni di risparmio:	862.691
Patrimonio Netto civilistico:	25.473.000
Patrimonio Netto consolidato:	26.951.000
Risultato civilistico	79.000 (non distribuibile)
Risultato consolidato	2.670.000
Dividendo proposto alle ordinarie	0
Dividendo proposto alle risparmio	0

Note interessanti:

A pag. 94 (per il bilancio consolidato) ed a pag. 146 (per il bilancio civilistico) il CdA ha scritto: “Si precisa come l’Assemblea straordinaria degli azionisti del 28 luglio 2017, ferma l’identica parità contabile per ogni categoria di azioni circolante, ha deliberato di convenzionalmente individuare, quanto a quelle di risparmio, in Euro 1,2 per ciascuna di queste il diritto prioritario di rimborso e di computo del relativo privilegio nella distribuzione di riserve.”.

- 29) In data 08.01.2020 Borgosesia S.p.A. ha emesso un comunicato stampa per informare i soci ed il mercato del fatto che in detta data è divenuto definitivo l’ammontare frazionario delle azioni non assegnate a fronte della scissione parziale e proporzionale del patrimonio di CdR a proprio favore (Comunicato poi rettificato in data 09.01.2020).

In conseguenza di quanto sopra, il CdA:

- ha rideterminato il numero di azioni di compendio
- ha chiarito quale fosse –secondo lo stesso- l’ammontare del Capitale Sociale e la struttura della ripartizione tra le due categorie azionarie.

Per quanto qui interessa, si evidenzia che in questo Comunicato Stampa viene finalmente chiarito esplicitamente che il valore di “parità contabile” delle due categorie azionarie è identico e pari a 0,21517

Si anticipa qui (la questione verrà ripresa nella sezione relativa alle considerazioni conclusive) che il valore qui rappresentato pare deprimere il valore delle azioni di risparmio che vi siano adeguate motivazioni.

- 30) In data 09.01.2020 ha emesso un Comunicato Stampa con il quale il CdA informa gli azionisti ed il mercato di aver approvato il piano industriale 2020-2022.

Si anticipa qui (la questione verrà ripresa nella sezione relativa alle considerazioni conclusive) che il CdA non fornisce informazioni di dettaglio più precise e che consentano di operare delle considerazioni di qualsivoglia genere.

- 31) In data 21.01.2020 la società Value Track ha pubblicato un proprio studio circa il “valore equo” delle azioni ordinarie di Borgosesia S.p.A. giungendo alla conclusione che “Supponendo come base la conversione delle azioni di risparmio in nuove azioni ordinarie e il collocamento in borsa di azioni proprie” detto valore equo vada individuato nel range 0,96-0,99
- 32) In data 28.02.2020 il CdA ha convocato l’assemblea speciale degli azionisti di risparmio per il giorno 31.03.2020 (data poi rinviata a causa dello stato di emergenza nazionale causata dal Corona Virus).
- Si ricorda qui che il presente parere professionale è redatto per l’esame e la discussione di tale assemblea
- 33) Nel mese di aprile 2020 il CdA ha finalizzato delle importanti operazioni di gestione operativa che daranno prevedibilmente ottimi risultati economici nel prossimo futuro.

4. Considerazioni conclusive

Premesso che riteniamo qui utile ricordare che le azioni di risparmio hanno natura di titoli di partecipazione al capitale e come tali debbono essere trattate, sintetizziamo qui i punti salienti di quanto sopra esposto:

1. dal 2013 ad oggi Borgosesia S.p.A. non ha distribuito alcun dividendo né agli azionisti ordinari né, cosa per noi ancor più importante, agli azionisti di risparmio, e ciò pur in presenza di una garanzia statutaria circa la corresponsione di un dividendo minimo (quasi) garantito ed una maggiorazione del dividendo rispetto a quello eventualmente da distribuire agli azionisti ordinari;
2. dal 2013 al 2018 sia Borgosesia S.p.A. che il Gruppo Borgosesia hanno presentato bilanci riportanti perdite di esercizio e un Patrimonio Netto inferiore al Capitale Sociale nominale,
3. l’assemblea straordinaria dei soli azionisti ordinari ha approvato una serie di delibere (rectius: concatenazione di delibere) che il CdA dell’epoca ha ritenuto implicitamente “neutre” quanto a potenziali pregiudizi di diritto nei confronti degli azionisti di risparmio⁷, e ciò mentre invece la loro concatenazione era lesiva o comunque aprivano la porta ad interpretazioni (certamente erronee) palesemente lesive dei diritti degli azionisti di risparmio.

Leggendo le parole utilizzate dal CdA nella relazione che lo stesso ha redatto per l’opportuna informativa agli azionisti in occasione dell’assemblea straordinaria di cui abbiamo poco sopra accennato⁸, ci pare molto probabile che in realtà l’abbaglio del CdA in ordine alle possibilità consentite dall’adozione di azioni “senza valore nominale” (ed in realtà di azioni senza indicazione del valore nominale, come testualmente recita l’art. 2346 C.C.) è stato determinato dall’aver prestato acriticamente fede a quella che in realtà è l’infelicissima e ci sia consentito infondatissima Massima di com-

⁷ Per inciso, ricordiamo qui l’esplicito non riconoscimento del diritto di recesso e la totale assenza di presa di posizione circa la necessità della convocazione di un’assemblea speciale degli azionisti di risparmio per l’approvazione di tali delibere, il che ha causato l’assenza di qualsivoglia convocazione dell’assemblea speciale per deliberare circa tale concatenazione di operazioni.

⁸ Giusto per chiarezza e memoria, quella tenutasi il 20.12.2013.

portamento n. 36 emessa da parte della Commissione Diritto Societario del Consiglio Notarile di Milano (all. 1) in base alla quale:

- a. qualsiasi tipo di variazione nel numero di azioni o nel capitale dalle stesse rappresentato non ha alcuna importanza perché in ogni caso viene riassorbito dalla variazione della “parità contabile”;
- b. le azioni possono essere emesse a qualsiasi prezzo, indipendentemente dal valore contabile unitario delle azioni preesistenti.

In realtà la fondatezza giuridica (o meno) nel sistema italiano (ed europeo) di tale Massima notarile è da tempo oggetto di discussioni da parte dei massimi cultori del Diritto commerciale e societario con una prevalenza degli studiosi che ne sostengono la mancata conformità alle previsioni di Legge applicabili in Italia. Non è questa la sede per fare una disamina delle varie posizioni dottrinali. Qui ci limitiamo ad accennare il fatto che la critica principale è la mancata conformità alla Direttiva UE applicabile in materia (che sul punto non ha mai subito variazioni fin dal lontano 1977)⁹ e per praticità alleghiamo quello che noi riteniamo un pregevole articolo a firma del Prof. Spolidoro dal titolo “Valore nominale, azioni senza indicazione del valore nominale e aumento del capitale sociale” pubblicato in “Analisi Giuridica dell’Economia”, Giuffrè Editore Ed 2017, n. 1 (all. 2). Come vedremo meglio nel successivo punto 7 di questo paragrafo, in effetti, quello di Borgosesia S.p.A. è proprio una delle migliori e palesi oggettive dimostrazioni della totale infondatezza della Massima di comportamento n. 36 emessa da parte della Commissione Diritto Societario del Consiglio Notarile di Milano

4. negli ultimi anni ci sono state plurime contestazioni da parte dei titolari di azioni di risparmio circa il valore nominale attribuito alla loro partecipazione che più volte hanno chiesto alla società di riconoscere che il valore nominale unitario delle azioni di risparmio è pari a circa 1,416 Euro,
5. le azioni di risparmio di Borgosesia S.p.A. hanno sempre goduto e godono ancor oggi della postergazione delle perdite;
6. osserviamo che è il CdA della stessa società a proporre un “premio in natura” agli azionisti di risparmio in quanto propone una conversione con una maggiorazione forfetizzata nel 50% in termini di numero di azioni ordinarie da attribuire per ogni azione di risparmio convertita. Riteniamo qui utile precisare che il CdA avrebbe, a suo dire, chiarito nella propria relazione per l’assemblea speciale le determinanti del rapporto di conversione azionaria¹⁰ che francamente riteniamo di non poter condividere;

⁹ Attualmente la disposizione applicabile è l’art. 47 della Direttiva 2017/1132 che riproduce l’identico contenuto dell’art. 8 della Direttiva UE 30/2012.

¹⁰ Si riporta qui l’intero paragrafo 9 della Relazione del CdA intitolato “Rapporto di conversione”: L’Organo Amministrativo della Società, in data 7 novembre 2017, ha deliberato di proporre agli azionisti la conversione delle azioni di risparmio della Società in azioni ordinarie determinando un rapporto di conversione pari a n. 3 azioni ordinarie di nuova emissione, prive di valore nominale, per ogni n. 2 azioni di risparmio (anch’essa prive di valore nominale).

Si segnala che tale rapporto – oggetto della Proposta - sia ritenuto tutt’ora congruo, a prescindere dall’andamento delle quotazioni fatte registrare dalle azioni ordinarie e di risparmio della Società, certamente influenzate dal processo di ristrutturazione finanziario e societario che ha interessato la stessa e sopra richiamato, tenuto conto del fatto che:

- il 21 gennaio scorso Value Track, analista indipendente, ha attribuito alle azioni ordinarie di BGS un valore di Euro 0,96;
- sulla base di quanto sopra, quello implicitamente attribuito alle azioni di risparmio risulterebbe pari ad Euro 1,44, importo che si confronta con quello di Euro 1,38, quest’ultimo pari alla somma fra il Dividendo Privilegiato massimo cumulabile (Euro 0,18) e il diritto di rimborso privilegiato spettante alle azioni di risparmio in sede di liquidazione della società (Euro 1,20).

Nel corso dell’esercizio 2019 le azioni di risparmio hanno fatto registrare un incremento pari al 9,6%.

Nello stesso periodo le azioni ordinarie hanno segnato un decremento del 21,02%.

7. nella bozza di bilancio relativo al 2019 (che verrà prevedibilmente approvata) notiamo che, secondo il CdA:

- a. il Patrimonio Netto civilistico (risultato d'esercizio compreso) risulterebbe essere incrementato di circa il 292%¹¹ e quello consolidato del 328%¹²;
- b. il Capitale Sociale della società risulterebbe essere incrementato solo del 2,7%¹³;
- c. il numero di azioni emesse dalla società risulterebbe essere incrementato del 256%¹⁴. Tale incremento numerico ripartito per categoria azionaria mostra una variazione marcatamente diversa: le azioni ordinarie sarebbero incrementate del 274%¹⁵ mentre quelle di risparmio risultano costanti;
- d. nonostante
 - l'incremento del Patrimonio Netto appena sopra ricordato,
 - le garanzie legali e statutarie circa la protezione del capitale nominale delle azioni di risparmio,
 - le garanzie legali e statutarie circa la postergazione delle perdite;
 - il piccolo utile riportato nel bilancio civilistico (che peraltro è il primo dopo molti anni di perdite),
 - l'utile riportato nel bilancio consolidato (che peraltro anche qui è il primo dopo molti anni di perdite)

notiamo quanto segue:

- la "parità contabile" (intesa come valore nominale unitario implicito delle azioni) di tutte le azioni sarebbe curiosamente decrementata rispetto al passato: secondo il CdA, infatti, la parità contabile al 31.12.2018 era pari a circa 0,74636¹⁶ mentre al 31.12.2019 era pari a circa 0,215¹⁷;
- la valorizzazione della quota di capitale sociale di pertinenza delle azioni di risparmio sarebbe curiosamente diminuita rispetto al passato da 643.883 a 185.629, con un decremento quindi di circa il 71%. In altre parole: pur in presenza di una clausola statutaria che prevede la postergazione delle perdite per le azioni di risparmio, parrebbe che il CdA stia sottoponendo ai soci di

Sulla base di quanto esposto il Consiglio di Amministrazione ritiene che il rapporto di conversione indicato nella Proposta presenti profili di interesse per tutti gli azionisti e per la Società: gli azionisti ordinari vedrebbero aumentare il flottante e quindi le aspettative di liquidità dei titoli detenuti mentre gli azionisti di risparmio, oltre a ciò, riceverebbero titoli con diritto di voto in tutte le assemblee; la Società, infine, porterebbe così a compimento la razionalizzazione dei propri strumenti finanziari, godendo anche essa dei benefici derivanti dalla maggiore liquidità del titolo.

¹¹ Patrimonio Netto civilistico: nel 2019: 25.473 e nel 2018: 6.490, da cui l'incremento del 292% sopra ricordato, vedasi pagina 115 del fascicolo di bilancio

¹² Patrimonio Netto consolidato di gruppo: nel 2019: 26.951.000 e nel 2018: 6.293, da cui l'incremento del 328% sopra ricordato, vedasi pag. 57 del fascicolo di bilancio.

¹³ Capitale sociale (civilistico): nel 2019: 9.896.380 e nel 2018: 9.632.740, da cui l'incremento del 2,7% sopra ricordato, vedasi i prospetti riportati alle pagine 39, 93 e 147 del fascicolo di bilancio.

¹⁴ Il numero totale di azioni emesse al 31.12.2019 era infatti 45.992.312 mentre quelle esistenti al 31.12.2018 erano 12.909.198, da cui l'incremento del 256% sopra ricordato, vedasi i prospetti riportati alle pagine 39, 93 e 147 del fascicolo di bilancio.

¹⁵ Il numero totale di azioni ordinarie emesse al 31.12.2019 era infatti 45.129.621 mentre quelle esistenti al 31.12.2018 erano 8.988.858, da cui l'incremento del 274% sopra ricordato, vedasi i prospetti riportati alle pagine 39, 93 e 147 del fascicolo di bilancio.

¹⁶ Tale numero è il risultato del rapporto tra il Capitale sociale di Borgosesia al 31.12.2018 (9.632.740) ed il numero di azioni complessivamente emesse dalla stessa società a detta data (12.906.198).
Il rapporto è pertanto pari a: $9.632.740/12.906.198=0,746365428$.

¹⁷ Tale numero è il risultato del rapporto tra il Capitale sociale di Borgosesia al 31.12.2019 (9.896.380) ed il numero di azioni complessivamente emesse dalla stessa società a detta data (45.992.312).
Il rapporto è pertanto pari a: $9.896.380/45.992.312=0,215174658$.

approvare una bozza di bilancio che imputa una perdita a carico delle azioni di risparmio ... pur in presenza sia di utili che di un sensibile incremento patrimoniale!;

- diversamente che nei bilanci 2017 e 2018¹⁸, il CdA scrive: “Si precisa come l’Assemblea straordinaria degli azionisti del 28 luglio 2017 ferma l’identica parità contabile per ogni categoria di azioni circolante, ha deliberato di convenzionalmente individuare, quanto a quelle di risparmio, in Euro 1,2 per ciascuna di queste il diritto prioritario di rimborso e di computo del relativo privilegio nella distribuzione di riserve.”¹⁹.

Dall’insieme di quanto sopra esposto riteniamo di poter trarre le seguenti conclusioni:

1. la redazione del nostro parere circa la congruità del rapporto di conversione (ovvero la diversa proposta da avanzare alla società) necessita di dover operare preliminarmente riflessioni più approfondite insieme al CdA ed al Collegio Sindacale di Borgosesia S.p.A. al fine di verificare anzitutto se e quali correttivi sia necessario e/o opportuno apportare alla bozza di bilancio 2019 per dar conto del fatto che in realtà i valori nominali delle due categorie azionarie sono diversi in conseguenza dell’illegittimità di molte delle plurime operazioni straordinarie effettuate da Borgosesia S.p.A. negli ultimi anni;
2. per quanto concerne un valore numerico da suggerire per il rapporto di conversione riferito al valore patrimoniale vero e proprio delle azioni di risparmio, riteniamo che l’approccio più corretto dal punto di vista sostanziale nel caso specifico di Borgosesia S.p.A. sia quello di considerare il rapporto tra il (diverso) valore nominale effettivo delle azioni di risparmio rispetto a quello delle azioni ordinarie e quindi 7,40 azioni ordinarie per ogni azione di risparmio. Tale numero deriva dal fatto che il valore nominale delle azioni di risparmio è fermo e costante dal 2013 con un valore di 1.41632946. Da qui derivano i seguenti calcoli:
 - a. Capitale sociale di pertinenza delle azioni di risparmio: $1,41632946 * 862.691 = 1.264.344,56$
 - b. Capitale sociale di pertinenza delle azioni ordinarie: $9.896.380 - 1.264.344,56 = 8.632.035,44$
 - c. Valore nominale unitario delle azioni ordinarie: $8.632.035,44 / 45.129.621 = 0,191272057$
 - d. Rapporto di conversione: $1.41632946 / 0,191272057 = 7,404790236$

Il rapporto di conversione indicato dovrebbe essere anche maggiorato per tener conto dei dividendi triennali che le azioni di risparmio potrebbero reclamare nel prossimo futuro. Tale maggiorazione potrebbe essere erogata a mezzo di un incremento del rapporto di conversione di 7,40 visto appena sopra oppure per contanti.

Il tutto naturalmente salvo errori ed omissioni.

¹⁸ Nei bilanci 2017 e 2018 già approvati, infatti, il CdA scriveva: “Si precisa come l’entità della parità contabile complessiva come sopra attribuita alle azioni di risparmio risulti essere stata oggetto in passato di formale disapprovazione da parte dell’Assemblea di categoria ed a fronte di ciò l’assemblea straordinaria degli azionisti del 28 luglio 2017 ha deliberato di convenzionalmente individuare in Euro 1,2 per ciascuna di tali azioni il diritto prioritario di rimborso e di computo del relativo privilegio nella distribuzione di riserve.” (vedasi le pagg. 66 e 116 del fascicolo di bilancio 2017 e le pagg. 62 e 106 del fascicolo di bilancio 2018).

¹⁹ Vedasi pag. 93 e 147 del fascicolo di bilancio 2019 appena pubblicato.

Restiamo a disposizione per qualsiasi chiarimento in merito quanto a sopra e disponibile ad integrare il parere qualora venissero messe a disposizione le informazioni richieste.

L'occasione è altresì gradita per ringraziarLa della fiducia accordata e per porgere i migliori saluti.

Cordialmente

Dott. Dario Romano Radaelli

<http://www.consigionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/36.aspx>

19.11.2004

36. Aumento del capitale sociale e azioni senza valore nominale (artt. 2346 e 2439 c.c.)

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.

E' 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.

MOTIVAZIONE

In una s.p.a. che si sia avvalsa della facoltà di omettere l'indicazione del valore nominale delle azioni (art. 2346, commi 2° e 3°, c.c.), la deliberazione di aumento del capitale sociale a pagamento pone talune peculiarità, concernenti essenzialmente la determinazione del prezzo di emissione ed il suo rapporto sia con le azioni che con il capitale sociale stesso.

Si consideri anzitutto - tralasciando in questa sede ogni considerazione circa l'eventualità che vengano pattuiti prezzi diversificati con conseguenti assegnazioni non proporzionali tra i sottoscrittori dell'aumento - che occorre garantire anche in queste ipotesi il rispetto del principio, di matrice anche comunitaria, secondo il quale "in nessun caso il valore dei conferimenti può essere complessivamente inferiore all'ammontare globale del capitale sociale" (art. 2346, comma 5°, c.c.).

Tale disposizione, dettata con precipuo riferimento all'emissione delle azioni in sede di costituzione della società, va adattata al caso dell'aumento a pagamento del capitale sociale, in occasione del quale essa va parafrasata nel senso che il valore dei conferimenti non può essere inferiore all'ammontare globale dell'aumento di capitale.

In mancanza di valore nominale - e sempre tralasciando l'eventuale ipotesi dell'assegnazione non proporzionale - tale principio viene rispettato applicando la regola (del resto presente nella seconda direttiva comunitaria) 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'ammontare globale dell'aumento di capitale per il numero delle 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 azioni senza valore nominale, è necessario che il prezzo di emissione di ciascuna azione sia pari ad almeno un euro.

Si noti per inciso che in tali casi la determinazione del sovrapprezzo, ai fini dell'applicazione della regola contenuta nell'art. 2439, comma 1°, c.c. (ove si impone l'immediato versamento dell'intero sovrapprezzo e di almeno i 25 centesimi del valore nominale delle azioni sottoscritte) richiede proprio la determinazione della "parità contabile" delle azioni di nuova emissione, che viene indicata anche come "valore nominale inespresso" delle azioni medesime.

Si ipotizzi che la società Alfa aumenti il capitale di massimi euro 875.000 mediante l'emissione di massime n. 1.000.000 azioni, senza valore nominale, ad un prezzo di un euro per ogni azione: in tal caso la "parità contabile" o il "valore nominale inespresso" delle azioni di nuova emissione è pari a euro 0,875 per ciascuna azione (ossia 875.000 diviso 1.000.000) e pertanto il sovrapprezzo per ciascuna azione, da versare integralmente all'atto della sottoscrizione, è pari ad euro 0,125.

Altra questione si pone invece se si raffronta il prezzo di emissione delle azioni di compendio dell'aumento di capitale con la "parità contabile" o "valore nominale inespresso" delle azioni preesistenti all'aumento di capitale.

Di certo nessun principio di diritto societario - e ciò è 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 alla vecchia parità contabile, sia a quella delle azioni di nuova emissione.

Ad esempio, si immagini che la società Alfa, con capitale di euro 1.000.000 diviso in n. 1.000.000 azioni senza valore nominale, aumenti il capitale di euro 1.000.000 con emissione di n. 500.000 nuove azioni, ovviamente sempre senza valore nominale. A prescindere dal prezzo di emissione, si noti che: la parità contabile delle azioni ante aumento era pari a euro 1,00 per azione (1.000.000 diviso 1.000.000); la parità contabile delle azioni di nuova emissione è pari a euro 2,00 per azione (1.000.000 diviso 500.000); la parità contabile di tutte le azioni post aumento è pari a euro 1,50 (2.000.000 diviso 1.500.000).

Il problema sta invero nel stabilire se la società, avvalendosi di tale facoltà e sempre nel rispetto del principio della copertura del capitale di nuova formazione, possa stabilire un prezzo di emissione inferiore alla parità contabile delle vecchie azioni. Sebbene sia chiaro che non vi sia alcun pregiudizio di interessi terzi rispetto alla compagine sociale, occorre però verificare se tale operazione non possa in qualche modo ledere interessi ad essa interni, protetti da altri istituti del diritto societario.

Da tale punto di vista, tuttavia, si deve ritenere che l'esistenza del diritto di opzione e dell'obbligo di determinare il sovrapprezzo 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). Non pare quindi si possano rinvenire nel sistema sufficienti elementi per affermare l'invalidità di una deliberazione di aumento di capitale che non rispetti la parità contabile riferita alle vecchie azioni, bensì si limiti a fissare un prezzo pari al valore nominale inespresso delle nuove azioni.

E' vero che tale operazione rischierebbe di aggravare la posizione delle minoranze, per i motivi appena evidenziati, ma si tratta in sostanza della medesima posizione in cui i soci di minoranza si trovano in caso di azioni con valore nominale e in cui del resto si trovavano già prima della riforma del 2003.

Si consideri infatti che, così come può essere determinato un prezzo di emissione delle azioni senza valore nominale svincolato dal valore reale oltre che dal valore contabile delle azioni già in circolazione, allo stesso modo l'assemblea di una società con azioni con valore nominale è totalmente libera di deliberare un aumento di capitale a pagamento, offrendo le azioni in opzione ai soci, determinando il prezzo di emissione a prescindere dal valore effettivo del patrimonio sociale e dal valore reale delle azioni (nei limiti dell'abuso di maggioranza, e salvo il limite, verso il basso, dato dal valore nominale). Da un punto di vista qualitativo, la posizione dei soci di minoranza è la medesima,

in quanto in entrambi i casi essi non possono opporsi alla diluizione del valore delle vecchie azioni, bensì possono tutelarsi, al pari di tutti i soci, unicamente mediante l'esercizio dei diritti di opzione o mediante la loro vendita.

Anche da un punto di vista quantitativo, del resto, la posizione degli uni (i soci di minoranza delle società con azioni senza valore nominale) e degli altri (i soci di minoranza delle società con azioni con valore nominale) sarà peggiore o migliore in dipendenza della situazione di fatto in cui versa la società.

Potranno infatti subire un "rischio" anche maggiore i secondi, allorché la società deliberi un aumento a pagamento alla pari, pur in presenza di ingenti riserve e considerevoli valori latenti di avviamento, rispetto a quanto potrebbero "rischiare" i primi, laddove la società deliberasse un aumento a pagamento fissando un prezzo inferiore al valore contabile delle loro azioni, in presenza di un patrimonio sociale con un valore effettivo pari al capitale sociale. 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.

L'interesse sociale a poter disporre di una simile modalità di dare esecuzione ad un aumento di capitale è d'altronde evidente - ed è stata sottolineata dalla più autorevole dottrina che ha esaminato le azioni senza valore nominale - 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.

Marco Saverio Spolidoro

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

1. CRISI DI SIGNIFICATO DEL VALORE NOMINALE DELLE AZIONI

Lo studio del concetto di valore nominale delle azioni o delle quote di società non è mai stato al centro dell'attenzione della dottrina. I più ne danno per nota la definizione, a proposito della quale si afferma tutt'al più che tra il capitale e il valore nominale la relazione è fra il tutto e la parte, senza che però sia ulteriormente approfondita l'esatta natura di tale relazione e ancor più la sua storia. Quasi sempre, poi, chi tocca l'argomento dell'essenza del valore nominale si allontana dalla domanda di fondo per deviare verso il tema delle funzioni delle disposizioni che si riferiscono a tale valore. Restano così sfocate molte questioni: e, fra queste, più di tutte se il *prius* logico sia il capitale, che sarebbe allora diviso in azioni, o se invece a formare il capitale siano le azioni, e più precisamente i conferimenti effettuati per liberare le azioni sottoscritte, sommandosi fra loro. Più avanti si vedrà perché, contrariamente alle apparenze, le due formule non siano del tutto equivalenti e quali conseguenze derivino dall'impostare il ragionamento in un modo o nell'altro. Comunque possiamo fin da ora constatare che la relazione fra capitale, azioni e valore nominale delle azioni o partecipazioni si atteggia in concreto in modi diversi secondo la disciplina che ne viene dettata, in contesti e ordinamenti differenti.

Una volta perduto il collegamento con l'origine concettuale e storica del valore nominale delle azioni, la dottrina moderna non vede più perché il valore nominale debba costituire il prezzo minimo di emissione delle azioni: qualunque risposta appare dubbia, insoddisfacente, economicamente balorda. La rilevanza giuridica del valore nominale sopravvive, quasi come un relitto, ammantata di un'aura di apparente antichità, che realmente non le spetta, e che comunque non la salva dall'attacco di molti critici, ai quali i difensori non sanno replicare con argomenti convincenti. La sensazione

sempre più diffusa è che il valore nominale sia un'anticaglia, della quale sarebbe conveniente sbarazzarsi una volta per tutte e al più presto.

In realtà è lo stesso discredito che in alcuni ambienti circonda l'istituto del *legal capital* che avvolge nella sua ombra quella parte del capitale che è il valore nominale delle azioni o della quota: ma per il valore nominale la crisi è ancor più marcata, per varie ragioni, alcune delle quali debbono esser brevemente accennate anche in queste brevi considerazioni introduttive.

Anzitutto è ormai pacifico che l'indicazione del valore nominale nell'atto costitutivo e nello statuto della società per azioni, come pure la sua menzione sul titolo azionario, se emesso, non forniscono un'informazione utile per gli investitori, il mercato o i creditori sociali. Lo stesso vale *a fortiori* per le società a responsabilità limitata. Anche per i soci, la conoscenza del valore nominale delle azioni interessa poco o punto, almeno quando le azioni o le quote siano interamente liberate (anche se questa affermazione non è del tutto veridica per i soci di società «chiuse» e dovrebbe essere in parte rimeditata).

Qualcuno ha addirittura affermato che il valore nominale sarebbe fuorviante e decettivo, perché alcuni sprovveduti potrebbero credere, davvero errando in modo imperdonabile, da autentici babbei, che il valore nominale coincida con il valore intrinseco dell'azione o della partecipazione o che esso si ponga comunque in qualche relazione con il prezzo al quale le azioni o le quote debbono o possono essere scambiate sul mercato.

Secondo un'opinione molto diffusa in Italia già prima del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, il valore nominale delle azioni avrebbe invece una funzione quasi esclusivamente organizzativa¹. Secondo questa tesi, il valore nominale esprime un parametro di calcolo dei diritti sociali spettanti all'azionista; tale parametro sarebbe commisurato alla frazione del capitale sociale da questi posseduta e 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.

Tuttavia anche sul piano della funzione organizzativa si constatano i segni di una profonda crisi.

¹ Fra molti si vedano E. Ginevra, *Le azioni. Creazione ed estinzione*, in *Diritto commerciale*², a cura di M. Cian, Torino, 2014, p. 251 (il valore nominale «necessariamente deve corrispondere[...] alla divisione del capitale sociale per le azioni emesse. Esso ha fondamentale rilievo organizzativo sul piano dei rapporti tra la S.p.A. e i singoli azionisti: misura i diritti spettanti a ciascuno di loro, diritti che competono appunto in proporzione alle azioni possedute, in quanto rappresentative di una porzione predeterminata del capitale sociale»); G. Figà Talamanca, *Il valore nominale delle azioni*, Milano, 2001, pp. 3-4.

A parte le ormai numerosissime deroghe al principio per cui l'intensità dei diritti sociali si determina proporzionalmente alla partecipazione al capitale sociale, nei sistemi in cui il valore nominale delle azioni è per legge uguale per tutte le azioni, è infatti del tutto indifferente «contare» in base al rapporto tra il valore nominale e il capitale sociale oppure in base al rapporto tra il numero delle azioni possedute da un socio e il totale delle azioni emesse. La disposizione del terzo comma dell'art. 2346 c.c. si riferisce solo alle azioni senza indicazione del valore nominale, ma è sufficiente una breve considerazione matematica per dimostrare che il metodo di calcolo «per numero di azioni» può essere impiegato anche per quelle che rechino l'indicazione del valore nominale. Anzi, questo metodo può risultare addirittura vantaggioso, quando i valori nominali comprendano decimi e centesimi di euro, perché il calcolo in azioni utilizza necessariamente numeri interi². Peraltro, in tutti i casi, e dunque anche nel caso delle società a responsabilità limitata, il calcolo in base al valore nominale può essere sostituito senza alcun inconveniente e forse con qualche non piccolo beneficio dall'impiego di percentuali o numeri frazionari.

Maggior significato il valore nominale potrebbe avere dove, come è consentito in alcuni ordinamenti europei, fosse possibile l'emissione di azioni o di classi di azioni aventi diverso valore nominale: in questo caso la conoscenza del valore nominale delle azioni possedute da un determinato azionista e del capitale sociale sarebbe effettivamente necessaria per misurare la partecipazione dei singoli soci al capitale e, per il tramite del capitale, alla società stessa. Tuttavia, è da segnalare che, in tali ordinamenti, quando le azioni hanno valori nominali diversi, i diritti di voto sono sì, di regola, proporzionali al valore nominale dell'azione; ma possono anche essere disuguali, così come ora, in Italia, la regola della distribuzione dei diritti sociali in proporzione al numero delle azioni possedute (o al capitale, che è lo stesso) è solamente una regola suppletiva, che ammette talmente tante eccezioni, da restare quasi svuotata del suo significato sistematico.

² Inoltre, il calcolo fondato sulla comparazione tra valore nominale e capitale sociale si complica quando alcune azioni siano escluse dal diritto di intervento o di voto in assemblea o dal dividendo, oppure quando vi siano più classi di azioni con diritti amministrativi o patrimoniali diversi.

2. COSTI ECONOMICI DEL MANTENIMENTO DELLA REGOLA CHE VIETA L'EMISSIONE DI AZIONI PER UN PREZZO INFERIORE AL VALORE NOMINALE

La critica più severa e aspra al mantenimento di una disciplina del valore nominale tuttavia investe l'opportunità di mantenere la regola che impone il divieto di emissione delle azioni per un prezzo inferiore al valore nominale.

Alcuni autori, pur notando che il divieto di emissione delle azioni al di sotto del valore nominale sarebbe la più importante tra le norme che costituiscono la disciplina di quest'ultimo, spesso propongono più o meno ingegnose interpretazioni allo scopo di superarla. Questa regola, infatti, pregiudica il successo delle operazioni di ricapitalizzazione di società bisognose di nuovi apporti di *equity* ed ostacolerebbe dunque il recupero di valori produttivi socialmente utili senza giovare né ai soci né ai creditori della società. La storia del divieto dell'emissione di azioni «sotto la pari», sulla quale ci soffermeremo in questo studio, è d'altronde particolarmente interessante.

Le interpretazioni che propongono di superare il divieto della *Unterpariemission* trovano senza dubbio sostegno nell'opinione comune di uomini d'affari e di economisti che (non da ora, ma da oltre centocinquant'anni) hanno insistentemente spiegato appunto che il divieto della *Unterpariemission* può tradursi in un ostacolo alle operazioni di ricapitalizzazione delle società in crisi o comunque alla raccolta di capitali da parte di società le cui azioni abbiano un prezzo di borsa - o di mercato - inferiore al loro valore nominale o troppo vicino al valore nominale. Malgrado ciò, non si può trascurare che, in Europa, anche dove il dibattito fu più intenso, tra i legislatori finì quasi sempre per prevalere la tesi del mantenimento del divieto di emissione delle azioni al di sotto della pari. E questo non solo nell'Ottocento, ma anche in tutto il Novecento.

Non è verosimile che tutto ciò si possa spiegare con una generica prevalenza della forza delle tradizioni, anche perché, nel caso specifico, la pretesa tradizione è antica quanto le obiezioni che a essa si contrappongono. Quanto meno, è giusto capire fino in fondo quali furono le ragioni che indussero ad adottare il divieto di emissione delle azioni al di sotto del loro valore nominale, prima di proclamare che la regola non ha alcuna consistenza. E anche ammesso che questa regola sia frutto di una concezione erronea o superata, non è affatto scontato che si possa superarla con un'interpretazione «evolutiva», virtuosistica finché si vuole, ma comunque in contrasto con il diritto scritto.

3. VALORE NOMINALE E SPERSONALIZZAZIONE

Si diceva che oggi al valore nominale si dà prevalentemente un significato organizzativo. Chi è di questa opinione, la pone spesso in relazione con il c.d. «principio di “spersonalizzazione” della partecipazione sociale»³: se le azioni costituiscono *un'unità di misura oggettiva dell'investimento nella società* e sono per questo tra loro *fungibili*, è infatti naturale pensare che esse costituiscano (o più propriamente possano costituire) anche il mezzo per riferire poteri e doveri organizzativi direttamente alla partecipazione, e non al titolare di essa, cioè a una persona determinata.

Da questo punto di vista, la possibilità di emettere azioni senza valore nominale (*rectius*: «di emettere azioni il cui valore nominale non è indicato») pare ad alcuni costituire un passo ulteriore sulla via della spersonalizzazione, tanto che esisterebbe una differenza sostanziale fra azioni «con» e «senza» valore nominale e che le società per azioni sarebbero soggette a una disciplina differente in relazione al «tipo» di azioni che abbiano emesso.

Emblematica è la Massima del Consiglio Notarile di Milano (sulla quale ci soffermeremo più avanti) che, nelle operazioni di aumento del capitale, conclude nel senso che solo nelle società le cui azioni «abbiano» un valore nominale le azioni di nuova emissione avrebbero un prezzo minimo di emissione (pari appunto al valore nominale), mentre questo vincolo sostanzialmente non esisterebbe per le società le cui azioni siano prive di tale indicazione. Dal punto di vista economico, si tratta tuttavia di un evidente abbaglio, perché la distinzione tra azioni «con» o «senza» valore nominale non ha alcuna importanza, mentre dal punto di vista giuridico è tutto da dimostrare che i rapporti tra società per azioni e azionisti siano disciplinati diversamente a seconda che le azioni abbiano o no l'indicazione del valore nominale. Di tale problema ci si occuperà ampiamente nel seguito di questo scritto.

³ E. Ginevra (nota 1), 251; ma v. anche e soprattutto P. Spada, *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, I, p. 95, specie pp. 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) organizzativo 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, pp. 29 e ss.; B. Visentini, *Azioni di società*, in *Enc. del dir.*, IV, Milano, 1959, p. 970.

4. VALORE NOMINALE DELLE AZIONI E CAPITALE SOCIALE NOMINALE

Ciò che tuttavia caratterizza la dottrina recente è soprattutto la convinzione che il valore nominale delle azioni sia privo di una funzione autonoma da quella del capitale. Tale convinzione sembra peraltro prescindere da un'analisi puntuale delle norme che sono riferite al valore nominale delle azioni.

I presupposti dell'opinione oggi prevalente, almeno a giudicare dai contributi di autori italiani che più efficacemente la rappresentano, sono quattro: in primo luogo, che il capitale sociale sia «diviso in azioni», come diceva l'art 34 del Codice di Commercio napoleonico; in secondo luogo, che le azioni siano «di uguale valore» e dotate di «uguali diritti» (art. 2348, 1° comma, c.c.); in terzo luogo, che ciascuna azione abbia dunque un valore nominale pari a quello delle altre; in quarto luogo che tra capitale, valore nominale 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 sociale⁴; 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 *quantum* dei diritti o di poteri (come alcuni preferiscono dire) di ciascun singolo azionista; e infine, poiché il capitale sociale costituisce una garanzia per i creditori sociali, la disciplina del valore nominale deve essere coerente con tale garanzia⁵. Su questa base si giunge a negare che la regola base del va-

⁴ Oltre a G. Figà Talamanca (nota 1), 4 («In questo contesto il valore nominale delle azioni è per lo più considerato quale corollario della disciplina 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»); ma v. anche P. Spada (nota 3), 108 e ss.; M. Sciuto e P. Spada (nota 3), 29 e ss.; B. Visentini, (nota 2), 970.

⁵ G. Figà Talamanca (nota 1), 4 scriveva che «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»; senonché, palesemente attribuendo al valore nominale prevalente funzione organizzativa, l'A. osserva che «il valore nominale delle azioni *non è certo un connotato necessario delle società azionarie*, né sul piano storico, né su quello comparatistico: ciò che può apprezzarsi quale carattere tipologico essenziale è *la predisposizione di unità standardizzate di partecipazione all'azione collettiva*» (enfasi aggiunta). Non molto diversa la posizione di E. Ginevra (nota 1), 251, dove afferma che le azioni sono «unità standard di investimento nell'impresa

lore nominale (il divieto di emettere azioni «con lo sconto») sia una regola vigente, se sia comunque rispettata la funzione di garanzia del capitale.

A me pare, invece, che il divieto di emissione sotto la pari non abbia affatto (o non abbia soltanto) funzione di garanzia⁶ e che, quindi, il ragionamento alla base del superamento di tale divieto non sia probante. 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 emesse e sottoscritte e, dall'altro lato, il capitale *sottoscritto*, non genericamente «il capitale» o, indifferentemente, uno dei tanti «capitali sociali» di cui si può correttamente parlare (si pensi al capitale *statutario*, al capitale *autorizzato*, al capitale *versato*, al capitale *esistente*, ecc.). La relazione tra valore nominale delle azioni e capitale statutario è infatti non già la conseguenza di una verità logico-matematica *a priori*, ma di 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 imprese⁷. 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. Lo stesso vale, con gli adattamenti del caso, per l'aumento del capitale (art. 2439, comma 2, c.c.).

La disciplina 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

societaria» e che il valore nominale è «la parte della dotazione di capitale di rischio che deve considerarsi espressa dalla singola azione» (enfasi nel testo).

⁶ Quando i giuristi tedeschi parlano, a proposito del valore nominale delle azioni, di *Seriositätsschwelle* («soglia di serietà») intendono riferirsi a serietà dell'impegno del socio verso il proprio investimento, non di serietà della società verso i creditori sociali: per queste classiche considerazioni cfr. già K. Lehmann, *Das Recht der Aktiengesellschaften*, Berlin, 1898 (rist. Aalen, 1964), Bd. 1, p. 178; e ancora M. Lutter, *Gesetzliches Garantiekapital als Problem europäischer und deutscher Politik*, in *AG*, 1998, p. 377. In Svizzera von Greyerz, (nota 14), 73. 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, p. 470. Da notare che l'imposizione di un valore nominale elevato seleziona i soci (per qualche consonanza, v. A. Mignoli, *Idee e problemi nell'evoluzione della «company» inglese*, in *Riv. soc.*, 1960, p. 670, nota 161 e la relazione dell'ambasciatore veneto in Olanda, Tomaso Contarini, del 16 ottobre 1610, riprodotta in *Riv. soc.*, 1960, p. 584).

⁷ 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.

azioni siano tra loro coordinate e comunque non possano contrastarsi. Al contrario, la funzione del valore nominale delle azioni deve essere compresa indipendentemente da quella del capitale.

In ogni caso, credo che la funzione del valore nominale dipenda dalle norme che lo regolano e non dalla sua relazione con il capitale sociale. Si tratta evidentemente di una questione di metodo. Il metodo che qui si propone parte dalle norme e in particolare da disposizioni, come l'art. 8.2 della direttiva 2012/30/CE (versione codificata della seconda direttiva in materia societaria), che hanno il compito di armonizzare il diritto europeo. A questo convincimento metodologico si accompagna la convinzione morale che, anche dove le norme siano economicamente subottimali – e tale potrebbe essere appunto il caso del divieto di emissione al di sotto di un determinato prezzo minimo – esse sono pur sempre da rispettare.

5. ABOLIZIONE DEL DIVIETO DI EMISSIONE DI CIASCUNA SINGOLA AZIONE PER UN PREZZO INFERIORE AL SUO VALORE NOMINALE E VINCOLI DERIVANTI DALL'ART. 8.1 DELLA DIRETTIVA 2012/30

In questo scritto non è possibile verificare la «tenuta» di tutte le proposizioni della dottrina corrente e dimostrarne tutte le debolezze. Il compito è limitato alla verifica del superamento del divieto di emissione delle azioni «sotto la pari», vale a dire a un prezzo di emissione inferiore al valore nominale delle azioni: valore che, anche quando le azioni siano prive dell'indicazione di tale valore, si ricava per implicito dalla divisione del capitale sociale per il numero delle azioni.

A questi effetti, è necessaria 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 nominale⁸.

⁸ Non senza ragione, G. Figà Talamanca, (nota 1), scriveva, come si è appena notato, che il divieto di emissione sotto la pari è la regola più significativa tra quelle dedicate al valore nominale delle azioni. Non si può fare a meno di ribadire (v. nota precedente) che questa affermazione di F.T. sarebbe in insanabile contraddizione con una tesi che restringesse al piano organizzativo la rilevanza del valore nominale. 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, p. 470). V. anche nota 15, qui sotto.

Tale disposizione (così come altre a 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 per lo più spiegata in chiave di tutela dei creditori sociali, mentre da altri veniva giustificata facendo riferimento anche all'interesse degli altri sottoscrittori⁹. 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.¹⁰. 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 sembrerebbe dunque stabilire 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. A questa, che è oggi l'opinione forse più ampiamente condivisa, si può tuttavia replicare che la possibilità di emettere azioni «al di sotto della pari», se vi siano azioni emesse a un prezzo superiore al valore nominale che compensino il *deficit*, richiede comunque una deliberazione unanime (di fatto: un accordo che coinvolga non solo la società e singoli soci, ma tutti i soci): e in effetti la deroga al principio della parità di trattamento nell'emissione delle azioni non può essere imposta dalla maggioranza alla minoranza¹¹.

D'altro lato, un accordo tra soci, di natura parasociale, per ripartire l'onere del conferimento in misura non proporzionale tra loro sarebbe

⁹ 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, p. 399; Id., *Gli interessi tutelati dalla disciplina dell'art. 2343 c.c.*, in *Riv. soc.*, 1965, pp. 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, pp. 79 e ss.; Id., *Ancora sui conferimenti in natura nella S.p.A.*, in *Riv. soc.*, 1965, pp. 264 e ss.

¹⁰ Sui problemi applicativi suscitati da questa disposizione v. tra gli altri M.S. Spolidoro (nota 7), pp. 286 e ss.

¹¹ 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 minoranza: M.S. Spolidoro (nota 7), pp. 342 e ss.

possibile anche in un sistema che, come quello vigente in Italia prima del 2003, vietasse la *Unterpariemiission*, per la ragione molto semplice che la disposizione pone un divieto di discriminare tra i soci in ordine al prezzo di sottoscrizione (o di emissione) delle azioni, ma non limita i poteri di disposizione del socio che intende conferire più che proporzionalmente al patrimonio sociale. Pertanto il divieto di emettere azioni a prezzi inferiori al valore nominale è una norma imperativa, ma non di ordine pubblico. Il divieto imposto agli organi della società di emettere azioni per un prezzo inferiore al valore nominale non impedisce infatti di emetterle con sopraprezzi diversi; né impedisce che il socio che versa di meno si accordi con un altro socio (e perfino con un terzo) perché il *deficit* sia colmato dall'altra parte.

Ciò premesso, il divieto di emissione delle azioni «sotto la pari» è, in senso proprio, un divieto rivolto a chi raccoglie le sottoscrizioni di praticare sconti sul prezzo di emissione delle azioni, determinato nel programma di costituzione, nell'atto costitutivo e nella deliberazione assembleare di aumento del capitale sociale. Si tratta in altre parole di una regola che vale sia nel senso che gli amministratori (o i promotori e i fondatori) non possono offrire le azioni a un prezzo inferiore a quello indicato nella delibera di emissione o nel programma di costituzione e nell'atto costitutivo, sia nel senso che, pur garantendo la integrale sottoscrizione del capitale in sede di costituzione della società (e, soprattutto, in sede di aumento del capitale), le azioni non possono essere offerte per un prezzo minimo inferiore al loro valore nominale, salvo che la differenza sia appunto colmata da soci (o terzi) che volontariamente accettino un sacrificio che non può essere loro imposto.

Nel ragionamento che si andrà svolgendo, un ruolo decisivo ha la direttiva 2012/30/CE (versione codificata della seconda direttiva in materia societaria); dalla direttiva si ricava infatti che il valore nominale o il valore contabile delle azioni (che, nella disposizione europea, corrisponde al valore nominale quando non ne sia prevista l'indicazione¹²) costituiscono un limite alla libertà della società di fissare il prezzo di emissione delle azioni ricavato sia dalla disciplina relativa alla copertura del capitale, nell'interesse dei terzi, sia dalla considerazione della posizione degli altri azionisti della società e specialmente di quelli che hanno acquistato azioni

¹² La mancanza dell'indicazione del valore nominale delle azioni nell'atto costitutivo, nello statuto e sui certificati azionari non significa infatti che le azioni ne siano prive: dall'art. 8.2 della direttiva 2012/30/CE, anche se la società ha in circolazione azioni prive di indicazione del valore nominale, le azioni di nuova emissione hanno un prezzo minimo, indicato nella direttiva con l'espressione «valore contabile».

prima dell'attuazione dell'aumento di capitale. La rilevanza della direttiva spiega altresì la necessità di un'indagine comparatistica, sia pure ristretta agli ordinamenti europei dei quali le conoscenze linguistiche (ovviamente non illimitate) di chi scrive hanno permesso di conoscere direttamente le fonti. Anche 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 Inghilterra¹³, in

¹³ Pare comunque che il vincolo sia stato per la prima volta imposto in Inghilterra 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 («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 [*Oregum Gold Mining of India Ltd v Roper* [1892] AC 125 (House of Lords)] argomentando in base al principio per cui «the capital is fixed and certain and every creditor of the company is entitled to look at that capital as its security», mentre, per quanto sia possibile che «such limitations on the power of a company to manage its own affairs and prevent its obtaining money for the purposes of its trading on terms so favourable as it could do if it were more free to act» siano gravose, sarebbe evidente «the wisdom of enforcing on a company the disclosure of what its real capital is». Tale 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 ora nella section 580 CA 2006, nonostante le proposte di abolire la norma contenute per es. nei rapporti del Gedge Committee (1953, Cmd 9112), del Jenkins Committee (1962 Cmd 1749, paras. 32-34), del Wilson Committee (1980, Cmd 7937, para 735), nonché da ultimo, nella DTI Review intitolata *Modern Law Review For a Competitive Economy* 1999, 3.8 e ss., ma solo per le private companies, poiché per le public companies ciò sarebbe evidentemente in contrasto con la direttiva europea (concetto ribadito nella DTI Review intitolata *Modern company law for a competitive economy: developing the framework* 2000, 4.163). Sul punto L.S. Sealy, *Cases and Materials in Company Law*, London, 2001, p. 371. Gli autori di *Charlesworth's Company Law*¹⁸, by S. Girvin, S. Frisby, A. Hudson, London, 2010, nota 14, p. 179, 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.

Svizzera¹⁴, in Germania¹⁵. Si potrà tuttavia constatare come nelle opere di

10.7». Altre 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 2014-2015 Edition*, Oxford, 2013, n. 6.1.14, p. 162, che ricordano come i primi tentativi di introdurre le *no par shares* e di abolire il divieto di emissione di azioni *at a discount* trovarono la netta opposizione dei sindacati dei lavoratori. Tale opposizione fu fondata su motivazioni tecnicamente inconsistenti, ma soprattutto sulla difficoltà di spiegare ai lavoratori il saggio dei dividendi, se non come percentuale del valore nominale delle azioni (come risulta dal rapporto finale del Gedge Committee, che ho potuto leggere grazie alla cortesia del dottorando Enrico Restelli).

¹⁴ In Svizzera, un durissimo attacco al valore nominale delle azioni fu quello della Commissione Jäggi, i cui risultati sono riportati in von Greyerz, *Die Aktiengesellschaft*, in *Schweizerisches Privatrecht*, hrsg. von M. Gützwiler *et al.*, Bd. 8, *Handelsrecht*, Teilbd. 2, *Die Kapitalgesellschaften*, Basel u. Frankfurt am Main, 1982, pp. 73 ss.; ma il valore nominale e il divieto di emissione al di sotto della «pari» sono sopravvissuti a tutte le riforme (ultima quella del 2006: cfr. A. Petitpierre-Sauvain, *Vers une révision du droit suisse des sociétés*, in *Riv. soc.*, 2007, pp. 583, 604 e L. Ardizzone, *Il progetto svizzero di riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2006, pp. 1173 ss.) e si ritrovano nell'art. 624 CO, con la motivazione che non sarebbe conveniente dettare una regola in contrasto con la seconda direttiva.

¹⁵ In Germania, si vedano J. von Hein, *Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland*, Tübingen, 2008, pp. 158 ss., che riporta i dibattiti tra i maggiori giuristi tedeschi dell'epoca; G. Spindler, (nota 9), pp. 670 ss; J. Lieder, *Aktienrechtsnovelle vom 11. Juni 1870*, in *Aktienrecht im Wandel*, hrsg. von W. Bayer, M. Habersack, Bd. 1, Tübingen, 2007, p. 34; B. Kropff, *Reformbestrebungen im Nachkriegsdeutschland und die Aktienrechtsreform von 1965*, *ibidem*, pp. 766 ss. Una preziosa indagine sulle discussioni di inizio Novecento è anche nel raro opuscolo (una tesi di dottorato) di H. Hilgard, *Die Unterpari-Emission von Aktien und di Quotenaktie*, Inaugural-Dissertation zur Erlangung der juristischen Doktorwürde der Rechts- und Staatwissenschaftlichen Fakultät der Universität zu Göttingen, 1935 (che ho fortunatamente acquistato da una dismissione della Minnesota University Library). Hilgard, che tiene conto del dibattito americano e ne fornisce un resoconto dettagliato e diligente, ricorda che la questione aveva preso quota nella Germania di Weimar a causa della sua evidente connessione con il tema della *Sanierung* delle imprese travolte dalla crisi post-bellica; egli comprende bene che il valore nominale delle azioni non serve a rafforzare la funzione di garanzia del capitale (pp. 44-45) e che anzi il mantenimento della regola ha effetti antieconomici (p. 46) e che permettere l'emissione di nuove azioni sotto la pari non comporta un abbandono del significato organizzativo del valore nominale, bensì la concessione di uno sconto sul prezzo di emissione, che potrebbe nuocere ai soci non beneficiati dallo sconto (anche se, a p. 47, egli dichiara che questo aspetto «non è poi di così grande importanza»). Egli spiega convincentemente che neppure il bilancio è falsato dall'emissione sotto la pari e che esso conserva anche il suo valore organizzativo malgrado lo sconto praticato nell'emissione delle azioni (pp. 47-51). In conclusione il valore nominale delle azioni non è di alcun interesse per i creditori sociali, è di scarso interesse per i soci e talvolta può nuocere all'economia nazionale perché impedisce o rende più onerosi i tentativi di risanamento delle imprese in crisi finanziaria (pp. 54-61). Perché mantenerlo? Perché l'esperienza pratica dimostra che, in caso di *Unterpariemission*, vi è una incontrollata riduzione del valore delle azioni in circolazione,

precedenti studiosi vi siano stati alcune incomprensioni dei diritti stranieri, che hanno influito negativamente sulla soluzione di alcune non irrilevanti questioni applicative.

6. AUMENTO DI CAPITALE E AZIONI CON INDICAZIONE ESPLICITA DEL VALORE NOMINALE

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: d'altronde, se le azioni di nuova emissione fossero offerte a un prezzo superiore a quello per cui sono scambiate sul mercato, di fatto non sarebbe razionale sottoscriverle. 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.

Considerate le esigenze pratiche e la razionalità economica, sembra evidente che un buon compromesso tra le diverse esigenze consista nell'ancorare il prezzo di emissione delle azioni, in ciascun momento, al valore obiettivo delle stesse sul mercato (quanto meno quando esiste un mercato attivo e in grado di esprimere un «prezzo» che, tenendo conto di informazioni significative e affidabili, disponibili pubblicamente, possa rappresentare con sufficiente approssimazione un «valore obiettivo» delle azioni: cfr. art. 2441, comma 4, seconda frase, c.c.). Sempre sul piano dell'opportunità, non vi è nulla che potrebbe opporsi a rimettere all'assemblea una certa

una *iperdiluzione* del capitale, un'opacità inevitabile, alla quale si aggiunge, secondo la sua valutazione, un'inefficienza di fondo dell'aumento di capitale, da solo, per risanare le società in perdita. «Sarebbe sbagliato, anche nell'interesse dell'economia generale, investire altro denaro in una società così malmessa. Nel breve periodo può forse però per poco tempo essere tenuta a galla, ma un risanamento rispettoso delle regole non si potrà mai ottenere in questo modo. Non solo i vecchi azionisti sono danneggiati da siffatte transazioni, ma in ultima analisi lo sono altrettanto i nuovi» (p. 62). In realtà, egli conclude, per le società che si trovano nelle condizioni economiche per fare un'emissione «sotto la pari» la miglior soluzione è una procedura di risanamento sotto il controllo pubblico. Fa dunque bene il legislatore tedesco a perseguire una tendenziale corrispondenza fra i valori reali e nominali, tramite le regole della riduzione del capitale per perdite, facilitando l'operazione e favorendo la pubblicità.

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 ancora 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 nominale¹⁶.

Riguardo alle azioni tradizionali, la formula legislativa della direttiva è del tutto simile a quello 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 *Unterpariemiission*.

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,

¹⁶ «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».

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 il mio 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'Unione¹⁷. Sarebbe bene non trascurare che, come risulta dal secondo e dal terzo considerando¹⁸, 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

¹⁷ Le critiche sopra richiamate prendono avvio da un rilievo di G.B. Portale, *Dal capitale «assicurato» alle «tracking stocks»*, in *Riv. soc.* 2002, pp. 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).

¹⁸ 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».

non lascia agli Stati alcuno spazio di discrezionalità: interpretazione, questa, del tutto pacifica, come risulta anche dalle trattazioni della dottrina specialistica¹⁹ e dall'esame delle conclusioni dell'Avvocato Generale della Corte di Giustizia nel caso *Meilicke*²⁰.

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.

7. EMISSIONE DI AZIONI SENZA INDICAZIONE DEL VALORE NOMINALE NELLA MASSIMA 36 DELLA COMMISSIONE DEL CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO

Come che sia, un punto è apparentemente fuori discussione: 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. Se quindi vengono emesse 1000 nuove azioni, l'aumento del capitale deve essere pari a 1000 volte il valore nominale delle azioni e l'intero aumento deve essere coperto da conferimenti dei nuovi sottoscrittori. Inoltre, se sono in circolazione un milione di azioni da un euro di valore nominale cadauna, e il capitale è dunque di un milione di euro, 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.

Per le azioni prive dell'indicazione del valore nominale, almeno secondo un'interpretazione autorevole, le cose andrebbero però 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* del Consiglio Notarile di Milano tratta di questo tema ed è

¹⁹ 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». Sul problema dell'intensità precettiva della direttiva, in generale, v. ora M. Maugeri, *Struttura finanziaria della S.p.A. e funzione segnaletica del capitale nel diritto europeo armonizzato*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, pp. 50 ss. (e, nelle note 148-161, ampie citazioni di letteratura, specialmente tedesca).

²⁰ Paragrafo 12 delle Conclusioni dell'Avvocato Generale Tesauro (ECLI:EU:C:1992:178) nella causa *Meilicke* (Corte di Giustizia UE, 16 luglio 1992, nella causa C-83/91, *Meilicke* c. ADV/ORGA, F.A: Mayer AG, ECLI:EU:C:1992:332).

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 a 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 del presente scritto su questo tema si possono così riassumere: il principio dettato nella massima sopra citata è in contrasto con l'art. 8.1 della direttiva 2012/30; la motivazione a sostegno della stessa non intende correttamente il senso di tale disposizione²¹, per di più adducendo argomenti di fatto non corrispondenti a verità. Inoltre, se vi fosse qualche residuo dubbio, la questione dovrebbe essere rinviata alla Corte di Giustizia per un'interpretazione pregiudiziale. In ogni caso, gli interessi meritevoli di considerazione e tutela che la *Massima 36* vorrebbe garantire sono tutelabili con interpretazioni rispettose della direttiva (e della legge) e pertanto non giustificano un aggiramento dei limiti oggi previsti dalle norme europee.

²¹ Sul punto, cfr. le critiche di M.S. Spolidoro, (nota 7), 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, pp. 1478 e ss.; e da G.A. Trimarchi, *L'aumento di capitale*, Milano, 2007, pp. 242 e ss.; sulla insuperabilità del dato testuale dell'art. 8 della direttiva, v. anche E. Ginevra (nota 1), pp. 252-253. Ma si veda già G.B. Portale, *Dal capitale «assicurato» alle «tracking stocks»* (nota 17), pp. 159 e ss.; Id. *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata* (nota 17), 8 (nota 3).

8. PRECISAZIONE SULLA NOZIONE DI AZIONI SENZA VALORE NOMINALE E DI AZIONI SENZA INDICAZIONE DEL VALORE NOMINALE

La questione che sarà qui discussa richiede anche una breve 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 corrispondeva al prezzo minimo di emissione delle azioni stesse, come emergeva dal divieto di emissione delle azioni al di sotto della pari, vale a dire a un prezzo inferiore al valore nominale²².

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, la legge parla talvolta di «*manca*za 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 italiano²³. Le azioni senza valore nominale in senso proprio (*no par shares*, *echte nennwertlose Aktien*, *actions sans valeur nominale*) sono diffuse negli Stati Uniti e in altri ordinamenti influenzati dal modello statunitense, come il Giappone; esse non corrispondono a 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

²² Ovviamente la fissazione di un prezzo di emissione superiore al valore nominale è consentita e la differenza si chiama «sopraprezzo».

²³ 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, pp. 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, pp. 533 e ss.

occasione della «transizione all'Euro», sono frazioni del capitale sociale statutario e hanno un prezzo minimo di emissione, che è dato dal loro «valore contabile»²⁴ (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 numeratore il capitale sociale e al denominatore 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 valore nominale si calcolano «con riguardo al loro numero in rapporto al totale delle azioni emesse» (art. 2346, 3° comma, c.c.).

9. PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI NELL'ART. 8 DELLA DIRETTIVA 2012/30 (SECONDA DIRETTIVA IN MATERIA DI SOCIETÀ, VERSIONE CODIFICATA)

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*»²⁵,

²⁴ 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.

²⁵ 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

b. «nessun principio di diritto societario – e ciò [sarebbe]²⁶ 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 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

azioni prive (dell'indicazione) del valore nominale e il numero delle azioni in circolazione prima di tale emissione.

²⁶ 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.

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. MOTIVAZIONI DELLA MASSIMA 36

Le sei argomentazioni sopra riassunte sono in parte erranee (a volte addirittura basate purtroppo su falsità evidenti) in parte inconcludenti; solo la quarta e la sesta hanno un sicuro 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 proporla 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»²⁷.

²⁷ Per confronto, riproduco qui di seguito il testo della disposizione in alcune lingue europee:

– Spagnolo: «*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.*».

– Portoghese: «*Artigo 8º: 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. Todavia, 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*».

– Inglese: «*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*

Ciò premesso, la norma europea parla, in tutte le sue versioni testualmente citate nella nota 27 del presente scritto, tranne quella fiamminga, di «valore contabile», senza però darne una definizione²⁸. Solo la versione 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 Stato²⁹.

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 europea³⁰.

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».

– Tedesco: «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».

– Francese: «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».

– Olandese: «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».

²⁸ Lo sottolineano P. Câmara e A.F. Morais Antunes, *Acções sem valor nominal*, Coimbra, 2011, p. 33.

²⁹ 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, p. 51 con nota di F. La Rocca, *Difficoltà linguistiche nei regolamenti europei*.

³⁰ In tema, P. van Schilfgaarde, *Van de BV en de NV*⁶, rielaborato da J. Winter e J.B. Wetzman, Deventer, 2013, p. 55.

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 a 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 a 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 fungibili rispetto a quelle tradizionali³¹ e con la volontà ricavabile dalla direttiva 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. NOZIONE DI «VALORE CONTABILE» COME LIMITE INFERIORE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI SENZA INDICAZIONE DEL VALORE NOMINALE

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 sostanza della disciplina, tranne che in Belgio (su cui tornerò più avanti, parlando dell'Art. 582 del *Code des Sociétés*), dal 2016 in Lussemburgo e, forse, in Portogallo, 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 emesse³².

³¹ Intenzione espressa dal legislatore tedesco nella *Reigerungsbegründung*, come riferisce tra i commentatori U. Hüffer, § 9, in *Aktiengesetz*¹⁰, München, 2012, Rz. 28, 46.

³² Sul tema si veda l'esauriente indagine comparatistica di P. Câmara, A.F. Morais Antunes (nota 28). Adde M. Wyckaert, F. Parrein, *Kapital: een mythe van Kapitaal belang?*, in *Overzicht nieuwe wetgeving vennootschappen 2007-201*, *Verlagsboek van de studiedag*

Importa tuttavia notare che, in tutti gli Stati ai quali ci si riferisce (perfino in Belgio e Lussemburgo, sia pure con l'eccezione che si vedrà oltre), salvo che in Portogallo (dove però la situazione non è chiarissima), non si afferma affatto che il valore contabile («*pair comptable*», «*rechnnerische 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 francesi³³ e anche da alcuni scrittori belgi³⁴ 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)³⁵.

van 1 oktober 2010 georganiseerd door het Jan Ronse Instituut voor Vennootschapsrecht, Schoten, 2011, 85-96; D. Bruloot, *Vennootschapskapitaal en schuldeisers. Een onderzoek naar de effectiviteit van de (Europese) kapitaalregelen en alternatieve technieken voor schuldeisersbescherming*, Antwerpen-Cambridge, 2014, pp. 72-77. Tutti gli autori citati sottolineano la difficoltà di conciliare la disposizione belga (e ora anche lussemburghese) con l'art. 8 della direttiva. Bruloot cerca di spiegare che l'art. 8 non sarebbe violato perché il valore nominale delle azioni vecchie e nuove sarebbe «perequato» dopo la sottoscrizione dell'aumento di capitale. Ma a che servirebbe questa nuova parità contabile? Non sorprende che l'A. concluda che il sistema non è trasparente e anzi «illogico».

³³ 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, p. 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, p. 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»).

³⁴ J. Malherbe, Y. De Cordt, P. Lambrecht, P. Malherbe, *Droit des sociétés. Précis*, Bruxelles, 2009, § 738, p. 454. Diversamente, però, si esprimono M. Massagé, *L'adaptation du droit des sociétés anonymes aux deuxième et quatrième directives européennes*, Bruxelles, 1985, p. 67; J.P. Bouère, *De l'Euro aux actions sans mention de valeur nominale*, in *JPC-La semaine Juridique Entreprise et affaires*, 1998, p. 118: questi Autori (in particolare il primo, del quale si veda soprattutto la nota 116 a p. 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*).

³⁵ P. Didier, Ph. Didier (nota 33), n. 226, 194 (che si riferiscono al valore del patrimonio netto, diviso il numero delle azioni).

In Germania, dove la legge 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 circolazione³⁶. Tale valore, talvolta indicato come «*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*»³⁷.

Lo stesso vale per l'Austria³⁸ e valeva per il Lussemburgo fino all'emanazione della Loi 10 août 2016³⁹.

Nel Portogallo, la cui storia legislativa è efficacemente descritta da due autori che ho già più volte ricordato⁴⁰, si verifica una circostanza peculiare. L'art. 25.2 stabilisce infatti che «*no caso de acções sem valor nominal, o valor da entrada do sócio deve ser pelo menos igual ao montante do capital social*

³⁶ 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.

³⁷ U. Hüffer (nota 31), Rz. 28, 46. Conf. K. Heider, § 9, in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*², a cura di B. Kropf 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.

³⁸ 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.

³⁹ Per la situazione prima della riforma, v. 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»). La legge del 2016 ha previsto (con l'art. 25-6 della Loi 1915 mod.) che, «à défaut de valeur nominale, les actions peuvent être émises sous leur pair comptable, moyennant le respect des conditions prévues à l'article 32, paragraphe (6) et paragraphe (7)». Queste ultime disposizioni richiedono che siano messe a disposizione informazioni dettagliate, sul modello di quelle richieste dal legislatore belga. Cfr. L. Ardizzone, C. Malberti, *La recente riforma del diritto societario in Lussemburgo*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 963.

⁴⁰ P. Câmara, A.F. Morais Antunes, (nota 28), 81 e ss.; v. anche P. de Tarso Domingues, *Sub art. 25*, in *Código das sociedades comerciais em Comentário*, a cura di J.M. de Abreu, Coimbra, 2013, p. 426.

correspondentemente emitido», disposizione che sembra confermare 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, vi sono incertezze e, per alcuni, le cose non stanno esattamente così. Essi dicono, infatti, che «*Ou as empresas ficam empedidas de proceder à emissão ou estas deverão primeiro reduzir o capital social para o ajustar ao património da sociedade, em ordem a um posterior aumento do capital social*»⁴¹: 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 perdite⁴².

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 sopraprezzo – diviso il numero delle azioni in circolazione in qualsiasi momento⁴³. Peraltro è certo che le azioni inglesi devono avere un proprio valore nominale determinato⁴⁴.

⁴¹ P. de Tarso Domingues, (nota 40), 426. V. anche P. Câmara, A.F. Morais Antunes (nota 28), pp. 81 e ss.

⁴² In P. Câmara, A.F. Morais Antunes, (nota 28), 112, vi è un'eloquente 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». V. però P. de Tarso Domingues, (nota 40), 426, nota 13, secondo cui «em un ambiente societário de acções 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» e tale conclusione risulta inequivocabilmente all'art. 25, commi 2 e 3, e dall'art. 298, comma 1 CSC. Il pensiero di questo autore è chiarito da quel che egli scrive in un precedente lavoro (P. de Tarso Domingues, *No Par Value Shares in the Portuguese Legal System*, in *EBOR*, 2012, 133 ss.) dove afferma (135) che il legislatore portoghese avrebbe imitato quello belga, e poi fa un esempio del tutto in linea con la *Massima 36* del Consiglio Notarile di Milano.

⁴³ *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, S. Frisby, A. Hudson, London, 2010, 9-007, p. 179. V.D. Kershaw, *Company Law in Context*², Oxford, 2012, p. 729; A. Dignam, J. Lowry, *Company Law*⁹, Oxford, 2016, § 7.6-7.8, pp. 115 e ss.

⁴⁴ Vedi sopra nota 13.

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*»)⁴⁵.

12. CONFERMA DEI RISULTATI RAGGIUNTI SUL PIANO DELL'INDAGINE STORICA E DEL RAGIONAMENTO SISTEMATICO

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 per esempio raccontò con vivacità nel 1841 Charles McKay in un'operetta (intitolata «*Extraordinary popular delusions*») ripubblicata in italiano qualche anno fa con il titolo «La pazzia delle folle»⁴⁶. Inoltre le più serie motivazioni del mantenimento della regola fanno leva sull'effetto iperdiluitivo più che proporzionale delle emissioni sotto il valore nominale (o la «parità contabile») e sull'opacità del procedimento, come risulta dall'opera di Hilgard citata sopra nella nota 15.

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 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 deter-

⁴⁵ A. Meier-Hayoz, P. Forstmoser, *Schweizerisches Gesellschaftsrecht*⁹, Bern, 2004, p. 386.

⁴⁶ C. McKay, *La pazzia delle folle*, Milano, *Il Sole 24Ore*, 2000.

minato 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»⁴⁷ 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 postula⁴⁸ 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.)⁴⁹. 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.

⁴⁷ Si noti l'uso della parola «parità», anziché «valore».

⁴⁸ Credo inconsciamente, la motivazione della *Massima 36* segue su questo punto M. Massagé (nota 34), p. 67; J.P. Bouère (nota 34), 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.

⁴⁹ 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.

13. ULTERIORE CONFERMA ALLA LUCE DEL DIRITTO COMPARATO

La seconda motivazione della Massima afferma del tutto erroneamente, 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. In realtà, tuttavia, si può fare molto di più. 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 tre (che sarebbero il Belgio, il Lussemburgo e l'Italia: ma quest'ultima solo se avesse ragione la *Massima* 36 dei 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 (e a maggior ragione nei Paesi, come l'Olanda e la Spagna⁵⁰, 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 direttiva⁵¹. Resta in dubbio la situazione del Portogallo.

⁵⁰ 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. Gallego, *Sub art. 59*, in *Comentario de la Ley de sociedades de capital* a cura di A. Rojo e di E. Beltran.

⁵¹ Per la Germania, si veda, U. Hüffer (nota 31), Rz. 28, 46; K. Heider (nota 37) § 9, Rz. 11, 264; H. Ziemons, (nota 37), § 9. 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, pp. 126 e ss.; A. Schopper, § 8a, in *Aktiengesetz*⁵, a cura di P. Jabornegg e R. Strasser, Wien, 2011, Rz.20 ff., p. 195; per l'Inghilterra, *Charlesworth's Company Law*¹, by S. Girvin, S. Frisby, A. Hudson, (nota 43), 9-007, p. 179; per la Francia, M. Germain, (nota 33), n.

14.

L'ECCEZIONE DEL BELGIO: L'ART. 582 DEL *CODE DES SOCIÉTÉS*. CONDIZIONI E LIMITI DELL'AMMISSIBILITÀ DI EMISSIONI «EN DESSOUS DU PAIR»

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 implicito⁵². Questa norma, come hanno notato anche alcuni studiosi italiani⁵³, 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 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, imposte a pena di nullità⁵⁴: delle quali, sia lecito notarlo, la *Massima 36* non tiene affatto conto. Lo stesso vale per l'art. 26-5 Loi 1915 mod. del Lussemburgo.

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»⁵⁵ in linea

1439, p. 307; P. Le Camu, B. Dondero (nota 33), n. 644, p. 422; P. Didier, Ph. Didier, (nota 33), n. 681, p. 550; per il Portogallo, P. de Tarso Domingues, (nota 40), p. 426; P. Câmara, A.F. Morais Antunes, (nota 28), pp. 81 e ss.; per il Lussemburgo, prima del 2016, cfr. J.P. Wynandi (nota 39), p. 445; per i Paesi Bassi, cfr. P. van Schilfgaarde (nota 30), pp. 78 e ss. (e cfr. art. 80 del secondo libro del codice civile, *Burgerlijk Wetboek, Boek 2*).

⁵² Della compatibilità di questa disposizione con l'art. 8.1 della seconda direttiva sembra dubitare G.B. Portale, 2002 (nota 2), pp. 159 e ss.; sulla nuova norma lussemburghese che ora imita in parte quella belga vedi *supra* la nota 39.

⁵³ S.A. Cerrato (nota 1), p. 1489 (ma v. anche 1482, nota 26); G.A. Trimarchi (nota 21), pp. 242 e ss.

⁵⁴ Cfr. M. Massagé (nota 34), pp. 71-74.

⁵⁵ 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

di principio è possibile in presenza di perdite⁵⁶, 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 capitale⁵⁷. 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 nuovi⁵⁸.

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 fiscale⁵⁹.

È facile constatare che le soluzioni e le difficoltà prospettate dagli scrittori belgi sono dunque molto legate a situazioni locali dell'autorità fiscale

riferita all'importo dell'aumento di capitale» (v. nota 48) si rendono conto che si tratta di un'emissione al di sotto della «vera» parità contabile.

⁵⁶ J. Malherbe, Y. De Cordt, P. Lambrecht, P. Malherbe (nota 34), § 738, p. 454. Anche M. Massagé (nota 34), 68-71 e J.P. Bouère (nota 34), 118 notano questo collegamento.

⁵⁷ S.A. Cerrato (nota 1), p. 1489.

⁵⁸ Si noti che J.P. Bouère (nota 34), 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 34), 71.

⁵⁹ 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 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. Massagé (nota 34), p. 69.

belga, che non ricorrono in Italia, e che fanno del Belgio (e ora del Lussemburgo) 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 soluzione⁶⁰ e che sarebbe meglio non importare in Italia.

15.

CONCLUSIONI DERIVANTI DALL'INDAGINE DI DIRITTO COMPARATO EUROPEO

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 italiano⁶¹ 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

⁶⁰ Massagé (nota 34), p. 74.

⁶¹ G. Figà Talamanca (nota 1), 31, 123 e ss. Id., *Euro e azioni*, in Trattato delle S.p.A. diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 1**, Torino, 2004, pp. 241-243.

azioni senza indicazione del valore nominale (come in Germania, Austria, Olanda, ecc.).

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, ora con il Lussemburgo, si pone in contrasto con l'art. 8.1 della direttiva, non l'intera Europa. L'Italia, che ha verosimilmente già violato la disposizione permettendo⁶² 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. 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

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 a mio parere 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

⁶² Cosa non possibile, neppure in Belgio!

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»⁶³.

Ciò è pacificamente riconosciuto dagli specialisti della materia, in molti Paesi europei⁶⁴. 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 personali⁶⁵. Il legislatore avrebbe potuto considerare questi problemi irrilevanti, ma non lo ha fatto: è una scelta di politica legislativa, non di interpretazione della legge.

⁶³ 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*.

⁶⁴ H. Drinkuth (nt. 19), 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.

⁶⁵ Sul punto si veda l'esempio numerico di G.A. Trimarchi (nota 21), p. 242.

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

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)»⁶⁶.

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

⁶⁶ 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 34), p. 69, nel passo qui citato alla fine della nota 41.

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 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. IRRILEVANZA DELL'ARGOMENTO SECONDO CUI GLI INVESTITORI NON BADANO AL VALORE NOMINALE DELLE AZIONI

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 nominale⁶⁷; 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 pari⁶⁸:

⁶⁷ F. Cesarini, *Alcune riflessioni sul significato attuale del capitale sociale e del valore nominale dell'azione nella prospettiva dell'imprenditore*, in *Riv. soc.*, 1993, pp. 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, pp. 455 e ss.; ma si tratta di rilievi diffusissimi in tutta la letteratura internazionale.

⁶⁸ Rinvio nuovamente all'esempio numerico di G.A. Trimarchi (nota 21), p. 242.

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). In ogni caso non sono diventate inattuali le considerazioni di Hilgard, che ho riassunto nella nota 15 e ricordato in precedenza anche nel testo, secondo cui l'esperienza pratica dimostra che, in caso di *Unterpariemiission*, vi è spesso una incontrollata riduzione del valore delle azioni in circolazione, una iperdiluizione del capitale, un'opacità dell'operazione, alla quale si aggiunge, secondo la sua valutazione, un'inefficienza di fondo dell'aumento di capitale, da solo, per risanare le società in perdita: insomma, rispetto all'emissione «sotto la pari» la miglior soluzione potrebbe davvero essere quella di una procedura di risanamento sotto il controllo pubblico. In alternativa, si potrebbe seguire *veramente* la soluzione belga e lussemburghese (non quella, poco chiara, anche se forse prossima alla nostra *Massima 36*, del legislatore portoghese): ma per questo, a mio avviso, bisogna modificare l'art. 8.1 della direttiva, cioè non far finta che non esista.

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 infatti 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.

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. EVENTUALE OPPORTUNITÀ DI UN INTERVENTO DELLA CORTE DI GIUSTIZIA

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 pregiu-

diziale alla Corte di Giustizia, perché la questione venga definitivamente risolta⁶⁹. 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. TECNICHE CHE PERMETTONO DI OTTENERE LO STESSO RISULTATO PRATICO PERSEGUITO DALLA MASSIMA 36 SENZA VIOLARE LA DIRETTIVA E SENZA DILUIRE I VECCHI AZIONISTI

Come si è già accennato, il cavallo di battaglia dei sostenitori della correttezza delle conclusioni cui perviene la *Massima 36* consiste nella con-

⁶⁹ 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 a 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».

siderazione che l'adozione del principio della 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 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»⁷⁰.

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.

⁷⁰ 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, p. 177; M.S. Spolidoro (nota 67), 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, p. 703. Nel panorama internazionale, particolarmente chiara è la trattazione di A. Schopper (nota 51), § 8a, Rz. 23, p. 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 67), 458, testo e nota 6; in particolare B. Manning, *A concise textbook on legal capital*, Mineola, 1977, pp. 22 e ss. (nella terza edizione, B. Manning, J.J. Hanks, *Legal capital*, Mineola, 1990, pp. 26 e ss.).

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 riserva⁷¹. Non è dunque vero che ci sia soltanto un modo per 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 2003⁷²: «Si apre dunque la strada a 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 a 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 e alla dimostrazione di un pregiudizio che, qualora la riduzione non mettesse capo a distribuzioni

⁷¹ Cfr. M.S. Spolidoro (nota 67), 460; ma la soluzione coincide con quella suggerita altrove in Europa: cfr. A. Schopper (nota 51), § 8a, Rz. 23, pp. 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 33), n. 234, p. 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, 2010, n. 873, pp. 451 e ss., che citano e descrivono la fattispecie decisa da Cass. com., 18 juin 2002, *JCP E* 2002, p. 1556, *Association Adam c. L'Amy S.A.*, con nota di A. Viandier; Cass. com., 17 mai 1994, *Usinor*, in *Revue des sociétés*, 1994, p. 485, con nota di S. Dana-Démaret).

⁷² M.S. Spolidoro (nota 67), p. 462, dove si leggono le parole trascritte infra nel testo tra virgolette.

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 a 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 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.): e 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 me suggerito è più chiaro e trasparente dell'altro. A mio avviso, chiarezza e trasparenza hanno un valore anche economico. Il punto decisivo è tuttavia che il mio procedimento assicura il rispetto della direttiva europea, cioè della legge⁷³.

Rispondo infine, con quest'occasione, all'obiezione secondo cui le formalità della riduzione del capitale (e specialmente la necessità di attendere il termine previsto dall'art. 2445 c.c.) sarebbero incompatibili con le esigenze di celerità delle ristrutturazioni. Non darei molto peso alle esigenze di celerità, visto che l'esperienza insegna che la ristrutturazione delle società in crisi richiede spesso tempi lunghi e spesso tempi morti; in ogni caso, a me pare che in parte si possa ovviare anche a questo inconveniente sia applicando per analogia alla fattispecie dell'art. 2445 c.c. le «regole di accelerazio-

⁷³ Mi sembra perciò che l'osservazione di G. Figà Talamanca (nota 61), p. 243, secondo cui la mia tesi sembra confermare che il divieto di emissione sotto la pari non svolge alcun ruolo significativo nel conflitto tra soci, sia sensata, ma anche fuori centro e non del tutto esatta.

ne» dettate nell'art. 2503 c.c.⁷⁴, sia seguendo un'intuizione del candidato al dottorato di ricerca Enrico Restelli, che propone di distinguere (come suggerisce la stessa lettera dell'art. 2445 c.c.) l'efficacia della delibera di riduzione del capitale dalla esecuzione del rimborso o della liberazione dall'obbligo di completare i conferimenti: in parole semplici, l'art. 2445 c.c. non permette di eseguire la deliberazione *rimborsando le azioni o liberando i soci* prima del decorso dei novanta giorni (abbreviabili), ma l'effetto organizzativo della riduzione sarebbe immediato, con contestuale accantonamento delle somme corrispondenti alla riduzione del capitale in una riserva indisponibile per l'intero termine dei novanta giorni (ovvero fino alla fine del giudizio di opposizione, se uno o più creditori si opponessero).

⁷⁴ Cfr. R. Nobili, M.S. Spolidoro, *La riduzione di capitale*, in *Trattato delle S.p.A.* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 6, Torino, 1993, p. 280, con altri riferimenti.