



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRIESTE

Sede Amministrativa del Dottorato di Ricerca

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRIESTE / FACOLTÀ DI ECONOMIA

XXII CICLO DEL

DOTTORATO DI RICERCA IN FINANZA

ESPOSIZIONE RIASSUNTIVA DELLA TESI

LE AZIONI CORRELATE. TRACKING STOCKS

Settore scientifico-disciplinare SECS-P/09 FINANZA AZIENDALE

DOTTORANDO

MATTIA COLONNELLI DE GASPERIS

RESPONSABILE DOTTORATO DI RICERCA
(Direttore Scuola)

CHIAR.MA PROF.SSA ANNA RITA BACINELLO
UNIVERSITÀ DI TRIESTE

Anna Rita Bacinello

RELATORE

CHIAR.MO PROF. GIAMPAOLO DE FERRA
UNIVERSITÀ DI TRIESTE

SUPERVISORE/TUTORE

CHIAR.MO PROF. MAURIZIO FANNI
UNIVERSITÀ DI TRIESTE

CORRELATORE

CHIAR.MO PROF. MAURIZIO FANNI
UNIVERSITÀ DI TRIESTE

ANNO ACCADEMICO 2008/2009

Il presente lavoro ha ad oggetto l'istituto giuridico delle azioni correlate o di settore (già noto e diffuso in ordinamenti stranieri con il nome *tracking stocks*), introdotto nell'ordinamento giuridico italiano dalla recente riforma di diritto societario al fine di rendere le forme di finanziamento della società per azioni più efficienti, flessibili e maggiormente adatte alle esigenze degli investitori e dei mercati di capitali. Tale strumento di partecipazione azionaria offre l'opportunità di un investimento remunerato secondo la produttività di uno specifico settore dell'attività esercitata dalla società emittente. Ai sensi del novellato art. 2350, comma 2, c.c., le azioni correlate sono, infatti, "azioni fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore".

Lo studio si apre con l'analisi delle ragioni economico-finanziarie sottostanti l'emissione di *tracking stocks*, che ho iniziato ad approfondire durante il *master of laws* che ho frequentato presso la *Columbia University* di New York. I dati empirici dimostrano che solitamente le azioni di società con vocazione alla diversificazione delle attività da loro esercitate risultano sottovalutate dal mercato, c.d. *diversification discount*. Tale sottovalutazione può essere causata dall'incapacità del mercato di apprezzare compiutamente la dimensione e la rischiosità dei flussi di reddito futuro e degli impieghi di capitale nelle singole aree di attività unitamente ai costi ed ai vantaggi delle sinergie derivanti dalla gestione dell'impresa diversificata. Essa, peraltro, è spesso dovuta a profili di inefficienza interna, causati anche da problemi di agenzia e di opportunismo non efficacemente risolti dalla *corporate governance* adottata dall'impresa. Ogni singola attività è caratterizzata da uno specifico profilo di rischio e di rendimento non sufficientemente apprezzabile sulla base dei dati consolidati dell'impresa. Da tale constatazione emerge, da una parte, la necessità di assicurare un flusso informativo settoriale specifico così da ridurre, se non eliminare, l'asimmetria informativa tra società e mercato che genera il c.d. *market of lemons*, dall'altra parte, l'opportunità di correlare i diritti patrimoniali dell'azione al rendimento del singolo settore in modo da consentire una appropriata valorizzazione, con evidenti risvolti positivi sui costi di raccolta del capitale eventualmente da destinare ai settori correlati. Inoltre, nel contesto di operazioni straordinarie di ristrutturazione aziendale, l'istituto in oggetto fornisce all'operatore economico presente in un determinato mercato l'opportunità di cedere tutta o parte della propria

attività ad una società, di cui poi diventi socio proprietario di azioni correlate proprio alla sua primaria attività ceduta. In tal modo il cedente del *business*, nonché nuovo sottoscrittore di azioni correlate ad esso, può continuare ad essere commesso alla sua originaria attività, percependo gli utili prodotti dalla stessa spettanti alle azioni correlate acquisite. L'emissione di azioni correlate può, poi, essere una valida alternativa alle operazioni di scissione o di creazione di una società controllata, con il vantaggio della permanenza dell'unità organizzativa e gestionale e della raccolta di ulteriore capitale di rischio versato da nuovi finanziatori interessati ad un singolo settore fortemente in crescita. Tale strumento di partecipazione azionaria è, altresì, un mezzo utile all'ottenimento di particolari equilibri nell'ambito di compagini complesse; risulta chiaro, infatti, che la correlazione dei diritti patrimoniali, in particolare l'utile, a determinati settori produca, salvo casi eccezionali, un'attribuzione non proporzionale di tali diritti in relazione al capitale conferito. Nel tessuto economico italiano, caratterizzato dal capitalismo familiare, le azioni correlate possono, quindi, aiutare processi concentrativi, vincendo le tradizionali resistenze delle aziende medio/piccole nei confronti di operazioni di conferimento, fusioni e modifiche della compagine sociale. Tale tipologia di azioni può rivelarsi anche un'incentivazione ai *managers* mediante attribuzione di *stock options* su azioni correlate alle singole divisioni dirette dagli stessi, oltre che essere utilizzata al fine di predisporre *poison pills* in caso di scalate ostili.

Le origini e l'evoluzione dell'istituto a livello internazionale e nazionale testimoniano le ragioni economico-finanziarie enunciate. Il precedente storico risale al 1984 quando *General Motors* al fine di acquisire *Electronic Data System* attribuì agli azionisti di quest'ultima, come parte del corrispettivo, un determinato numero di azioni, la cui remunerazione era collegata ai futuri risultati dell'attività caratteristica di *Electronic Data System* all'interno del gruppo *General Motors*, piuttosto che ai risultati dell'intero *business* di *General Motors*. Tuttavia, un istituto simile era conosciuto in Germania ed in Belgio già alla fine dell'800. Infatti, in quell'epoca alcune società ferroviarie tedesche e belghe emettevano azioni privilegiate con diritto agli utili delle *linee ferroviarie principali* ed azioni ordinarie con diritto agli utili delle *linee ferroviarie secondarie*. Negli anni novanta le azioni correlate trovano diffusione anche in altri Paesi di *common law*, tra cui Australia, Canada e Nuova

Zelanda. La prima operazione europea di ammissione alla quotazione di azioni correlate è avvenuta in Francia nel 2000, anno in cui *Alcatel S.A.* collocava sul *premier marchè* azioni correlate all'attività della società controllata *Alcatel Optronics*. In Italia, le tre società chiuse *AIMAG S.p.A.* (2006), *ATAF S.p.A.* (2005) e *Friulia S.p.A.* (2005) e l'*investment company* quotata *Cape Live S.p.A.* (2007) hanno emesso azioni correlate. Le emissioni da parte di *ATAF S.p.A.* e *Friulia S.p.A.*, entrambe *holding* a capitale pubblico, di azioni correlate i cui diritti patrimoniali sono correlati alla redditività di alcune società figlie (c.d. *subsidiary tracking stocks*), sono funzionali, da un lato, a conciliare l'esigenza strategica di accentrare in un'unica struttura societaria l'attività di direzione e coordinamento delle controllate e, dall'altro, a consentire il mantenimento di un più stretto legame economico tra i soci ed alcune partecipazioni da loro conferite. Lo statuto di *AIMAG S.p.A.*, *multiutility* di servizi, prevede azioni con prestazioni accessorie relative ad alcuni settori di attività contemporaneamente fornite di un meccanismo di parametrizzazione dei diritti patrimoniali rispetto ai risultati del settore interessato. Una particolare funzione remunerativa è svolta dalle azioni di classe B emesse da *Cape Live S.p.A.* Tali partecipazioni escluse, a differenza delle azioni ordinarie, dalla negoziazione sui mercati e riservate ai soli amministratori e dipendenti della società, conferiscono ai loro titolari particolari privilegi patrimoniali collegati al settore definito *Investimenti Diretti* e giustificati in ragione del particolare apporto personale richiesto nell'attività di selezione di società *target* e nella predisposizione di idonei piani di investimento; apporto, invece, meno decisivo nell'attività di mero investimento in OICR, che costituisce l'altro principale settore sociale. Si rileva, poi, l'eterogeneità delle discipline contenute negli statuti delle quattro società italiane menzionate. Talora, la correlazione dei diritti patrimoniali delle azioni in esame ai risultati di una divisione è configurata come vero e proprio privilegio, la cui sussistenza, peraltro, non esclude i soci correlati dalla ripartizione degli utili degli altri settori su un piano di assoluta parità con gli altri soci. In altri casi, invece, i possessori di tali titoli non possono vantare altri diritti oltre a quelli sui risultati della *tracked unit* o su quote percentuali di essa. A ciò si aggiunga, talvolta, la clausola di postergazione nelle perdite degli altri settori o il diritto a percepire gli utili realizzati ma non distribuiti negli esercizi precedenti. Ancora, con riguardo a *Cape Live S.p.A.* merita di essere menzionata la

disposizione che introduce un meccanismo di automatica distribuzione degli utili di settore accertati sulla base del rendiconto divisionale. Anche sotto il profilo della contabilità di settore è possibile riscontrare notevoli diversità di soluzioni tra gli statuti. Quanto alla *corporate governance*, infine, esclusivamente nello statuto di *AIMAG S.p.A.* è previsto uno specifico organo sociale, denominato *comitato institorio*, composto da membri nominati dal consiglio di amministrazione e dall'azionista correlato, con attribuzioni di *governance* per i singoli settori e con funzioni consultive e di rappresentanza nei limiti della procura conferita dal consiglio di amministrazione. Nelle altre società la gestione resta completamente affidata all'organo amministrativo.

Nella parte iniziale del secondo capitolo del presente lavoro viene approfondito l'ambito di applicabilità dell'istituto, con particolare riguardo alla definizione di *settore* (ramo d'azienda, comparto, divisione, linea di prodotto, produzione, ambito di attività, etc.) ed alle c.d. *subsidiary tracking stocks*, ipotesi in cui l'emittente (*holding* pura) esercita indirettamente l'attività attraverso società controllate o collegate, fattispecie che si contrappone a quella delle *divisional tracking stocks*, in cui l'emittente esercita direttamente l'attività mediante una sua divisione.

Successivamente, si enuncia l'elemento minimo e caratterizzante tale categoria azionaria: la correlazione dei diritti patrimoniali ai risultati di un settore specifico di attività sociale esercitata dall'emittente. La correlazione in senso forte, o *close tracking*, identifica nella partecipazione esclusiva e biunivoca, rispetto alle azioni ordinarie, ai risultati di settore, l'elemento di tipicità delle azioni speciali in oggetto. La correlazione in senso debole, o *loose tracking*, riconosce nella partecipazione esclusiva ai risultati di settore solo una, la più estrema, delle possibili configurazioni del criterio di correlazione dei diritti patrimoniali delle azioni correlate, senza escludere la possibilità, da una parte, di una partecipazione delle medesime azioni anche ai risultati di altri settori dell'attività sociale e, dall'altra, di un concorso partecipativo delle azioni ordinarie sui risultati del settore oggetto di correlazione.

Sul piano strutturale e funzionale il risultato del settore rappresenta il parametro quantitativo, il criterio, relativo o assoluto, fisso o variabile, per il calcolo della parte di risultato di esercizio di spettanza delle azioni correlate.

Il lavoro prosegue con lo studio dei diritti patrimoniali tipici, quali il diritto agli utili, la partecipazione alle perdite ed il diritto alla quota di liquidazione, soffermandosi sul limite di cui al terzo comma dell'art. 2350 c.c. che, a tutela del capitale sociale, pone come condizione del pagamento dei dividendi agli azionisti correlati, la presenza di utili distribuibili evidenziati dal risultato del bilancio della società (principio del c.d. *doppio utile*). In tal modo, viene evitato il rischio che una struttura societaria divisionale possa favorire forme di indebitamento patrimoniale, che si produrrebbero qualora fosse possibile per tali azionisti essere destinatari dei proventi del settore indipendentemente dalla circostanza che il bilancio della società evidenzi un risultato positivo.

Il tema della natura giuridica delle azioni correlate, intese quali azioni di categoria rappresentative di una quota percentuale dell'intero capitale sociale, senza specifiche prerogative dirette su aliquote del patrimonio netto del settore, appare di tutta evidenza quando si affronta il diritto alla quota di liquidazione. Salvo diversa previsione statutaria, si ritiene che in sede di liquidazione della società il principio generale applicabile deve essere quello dell'uguaglianza proporzionale.

All'autonomia statutaria, poi, è riconosciuta anche la competenza di individuare il contenuto dei diritti amministrativi da attribuire alle azioni correlate e, in particolar modo, oltre al diritto inderogabile di votare in assemblea speciale nell'ipotesi di pregiudizio ai diritti della categoria, il diritto di partecipare, intervenire, votare in assemblea generale. Le novità introdotte dalla riforma di diritto societario in materia di diritto di voto rendono, peraltro, possibili molteplici combinazioni: non solo azioni correlate prive del diritto di voto, ma anche dotate di diritto di voto limitato a particolari argomenti (verosimilmente collegati alle vicende fondamentali attinenti al settore o alla vita della società come fusione, scissione, aumento di capitale) o subordinato al verificarsi di particolari condizioni (ad esempio, una mancata distribuzione di utili protratta per un certo periodo). Si applica, infine, l'art. 2376 c.c. in tema di assemblee speciali, che hanno *ex lege* la competenza di deliberare, in conformità alle regole proprie dell'assemblea straordinaria, in ordine alle deliberazioni dell'assemblea generale dirette a pregiudicare i diritti di categoria. Si segnala che nel caso in cui lo statuto non detti regole particolari in proposito, l'art. 2376 c.c. è di difficile attuazione, in quanto non è facilmente individuabile il

pregiudizio rilevante ai diritti della categoria che ne determina l'applicazione. Tuttavia, essendo l'art. 2376 c.c. funzionale all'esigenza di elasticità dell'organizzazione sociale, si ritiene che possa essere modificato in sede contrattuale nel senso che lo statuto possa prevedere che ad una o più assemblee speciali siano attribuite competenze deliberative più ampie ovvero, nei limiti imposti dalla legge, possa modificarne le regole di funzionamento o, anche, limitarne l'ambito di applicazione rispetto a pregiudizi predeterminati, così come escluderne l'operatività in certi casi.

Il lavoro prosegue con la trattazione del tema dell'accertamento del risultato di settore e delle modalità di rendicontazione da inserirsi all'interno dello statuto, ai sensi dell'art. 2350, comma 2, c.c. Si argomenta che il risultato di settore non può considerarsi concetto giuridico e/o contabile predefinito e non rappresenta il contenuto del diritto patrimoniale dell'azionista, ma solo un parametro di commisurazione dello stesso, in funzione del criterio di correlazione prescelto. E' necessario, dunque, tenere distinta la funzione organizzativa ed informativa *interna* attribuita dallo statuto ai criteri di accertamento del risultato di settore ed alle modalità di rendicontazione rispetto alla funzione organizzativa e informativa *esterna* tipicamente svolta dal bilancio di esercizio. Pertanto, lo statuto può determinare autonomamente la disciplina concernente la struttura, i principi contabili applicabili ed il tipo di controllo al quale sottoporre l'informativa settoriale. Il rinvio statutario alla disciplina codicistica del bilancio di esercizio ed ai principi contenuti nell'IFRS 8, di recente emanazione, concernente la nozione di settore rilevante e di risultato si ritiene legittimo, ma non necessario.

In ogni caso, il bilancio di esercizio deve contenere informazioni di natura contabile e descrittiva concernente l'andamento del settore ed il risultato stesso in linea con i principi contabili relativi all'informazione settoriale, fermo restando che l'informazione contabile prevista dallo statuto non deve necessariamente essere contenuta in un documento allegato al bilancio, possedendo autonoma funzione informativa di rendiconto. Lo statuto, in ipotesi, potrebbe anche prevedere l'obbligo di redazione di un rendiconto con carattere di analiticità superiore al bilancio stesso. Tutto ciò ha un impatto sul procedimento applicabile all'informativa richiesta dallo statuto, sia sotto il profilo della formazione e del regime pubblicitario conseguente,

sia sotto il profilo dell'incidenza dei vizi concernenti l'informazione in questione sul procedimento formativo del bilancio e sulla successiva deliberazione di destinazione dell'utile di esercizio.

Il quarto capitolo ha ad oggetto il diritto di conversione delle azioni correlate in azioni ordinarie come meccanismo di *exit* funzionale a disciplinare la sorte delle azioni correlate al verificarsi di predeterminati eventi o condizioni, quali il mancato raggiungimento di determinati risultati reddituali o la cessazione o il trasferimento, parziale o totale, del settore di attività cui sono agganciati i diritti patrimoniali delle azioni correlate. La *ratio* di tale disciplina si fonda sul dato empirico che le scelte tipicamente gestionali circa la struttura finanziaria della società, l'organizzazione e le modalità di esercizio dell'attività d'impresa non possono considerarsi a carattere permanente e irreversibile, ma devono potersi adattare ai mutamenti delle condizioni macroeconomiche e microeconomiche dei mercati in cui opera l'impresa. E' opportuno incorporare nell'azione correlata, fin dalla sua emissione, il germe della perdita del privilegio in modo da coniugare *ab origine* le esigenze di flessibilità che le condizioni dei mercati finanziari, dei prodotti e dei servizi impongono all'attività imprenditoriale, con le legittime aspettative degli azionisti circa la possibile dinamica delle loro prerogative patrimoniali. In tale contesto si evidenzia che esigenze specifiche di tutela possono sorgere non esclusivamente in capo ai titolari di azioni correlate, bensì anche in capo agli azionisti ordinari, le cui azioni sono indirettamente correlate all'attività residua della società, qualora, ad esempio, oggetto di dismissione e/o trasferimento sia proprio quest'ultima. Si ritiene, peraltro, che la convertibilità, nonché le condizioni e le modalità della stessa, non costituisce elemento essenziale della fattispecie azione correlata, ma un elemento della disciplina posta a tutela degli azionisti, inderogabile solo se lo statuto non preveda ipotesi alternative in ordine alla sorte delle azioni correlate in caso di atti dispositivi o sensibilmente modificativi dell'attività settoriale relativa. Ne consegue che lo statuto deve in ogni caso indicare le condizioni e le modalità di esercizio del diritto alla conversione o dei rimedi alternativi alla conversione offerti al titolare di azioni correlate.

A valle dell'esame delle clausole di conversione ricorrenti nella prassi internazionale, di cui si verifica la compatibilità con l'ordinamento italiano, si conclude che gli eventi o condizioni rilevanti per far scattare il diritto di conversione sono solitamente

configurati come atti di disposizione integrale, o sostanzialmente tale, dell'attività settoriale correlata. Circa il procedimento decisionale in ordine agli atti di disposizione dell'attività settoriale, esso può essere lasciato alla totale discrezionalità valutativa degli amministratori, ovvero lasciato alla discrezionalità degli amministratori, ma vincolato in ordine alle ragioni che legittimano l'atto di disposizione o in ordine al tempo della decisione, ovvero condizionato all'approvazione dell'assemblea speciale degli azionisti correlati. Quanto ai rimedi conseguenti agli atti di disposizione del settore correlato, di norma questi sono rappresentati dalla conversione facoltativa od obbligatoria, dal riscatto delle azioni su richiesta della società o su opzione dei soci, dal riscatto con pagamento in azioni di altra categoria o in azioni di altra società, dal pagamento di un dividendo straordinario in denaro o in natura (tipicamente azioni), ovvero dalla combinazione dei rimedi elencati.

La parte finale dello studio è dedicata alle nuove criticità di *corporate governance* cui le azioni correlate danno luogo. Il tema viene introdotto mediante la disamina dei costi di agenzia concernenti i rapporti tra soci ed amministratori, dell'istituto di diritto statunitense dei *fiduciary duties*, che impone agli amministratori di società obblighi di condotta sia nei confronti dei soci, c.d. *shareholders*, sia nei confronti di coloro che hanno un interesse economico nell'impresa, c.d. *stakeholders*, e della cesura fra *ownership* e *control*. Vengono, poi, esposte le ipotesi di nuove conflittualità orizzontali tra i soci a seguito dell'emissione di azioni correlate. Tali conflitti attengono fondamentalmente alla concorrenza tra i diversi settori, o tra la società ed il singolo settore, per l'allocazione di risorse (di capitale e di personale), delle opportunità d'affari (*corporate opportunities*), delle spese e dei costi comuni. E' necessario verificare, in presenza di azioni correlate, l'efficienza e la tenuta delle tradizionali regole di *corporate governance* non solo al fine di assicurare i soci circa la diligente gestione da parte degli amministratori dell'attività economica del settore, ma anche per fornire degli *standards* di condotta agli stessi amministratori nella gestione di una società multi settoriale, onde evitare di incorrere in responsabilità verso la società, i soci o i creditori sociali. Con il conforto dei dati empirici, sono individuate tre possibili condotte in relazione a tali conflitti endosocietari: a) ignorare il problema; b) avvertire l'investitore del possibile verificarsi di tali conflitti (*full*

disclosure); c) implementare meccanismi contrattuali volti a contenere ed a prevenire l'insorgere del conflitto. La terza condotta, in particolare, è stata posta in essere, da una parte, utilizzando il principio dell'autonomia statutaria attraverso la disciplina dei rapporti intersettoriali, la previsione dell'obbligo di rispettare il principio c.d. *at arm's length bargain*, la costituzione di organi di controllo (*capital stock committees*) e la sottoposizione di talune operazioni degli amministratori all'approvazione da parte dei titolari delle azioni correlate; dall'altra parte, prevedendo uno strumento contrattuale parasociale per la disciplina delle aspettative delle parti nella gestione dell'impresa e per la risoluzione degli eventuali conflitti. Viene, poi, ricercato un minimo comune denominatore che unisca i soci ordinari e i soci correlati, partendo dalla constatazione di carattere economico per cui l'impresa multi settoriale è accostabile al fenomeno del gruppo di società ovvero dell'imprenditore-persona fisica o comunque soggetto che abbia rilevanti interessi economici in altre imprese, individuali o collettive. E' interesse comune a tutti gli azionisti sia che la società mantenga un sano equilibrio economico e finanziario sia che la società venga gestita, nel suo complesso, in modo efficiente. Nel caso in cui la società è insolvente perdono tutti i soci. Una gestione economicamente efficiente conduce alla massimizzazione del valore aggregato delle azioni, cui corrisponde la massimizzazione del valore di ciascuna categoria di azioni, cuore della teoria del c.d. *shareholder value*. In tale prospettiva l'attenzione si sposta necessariamente sulle modalità gestionali. Infatti, tale interesse comune può essere perseguito esclusivamente attraverso una continua e costante azione perequativa da parte degli amministratori volta ad armonizzare ed ottimizzare il funzionamento particolare di ciascun settore con quello degli altri. L'esercizio di tale azione perequativa può essere scomposto sostanzialmente in due fasi: la prima fase di comparazione dei risultati economici raggiunti dai vari settori e la seconda fase di coordinamento delle attività svolte da ciascuno di essi nell'ottica della migliore funzionalità e produttività del complesso. Presupposto fondamentale di ciascuna fase è che sia assicurato un flusso costante e continuo di informazioni di carattere economico-finanziario dai singoli settori alla direzione centrale. Oltre alla distribuzione delle occasioni di sviluppo imprenditoriale, ulteriori ambiti di intervento della funzione perequativa concernono, fra l'altro, la distribuzione dei mezzi finanziari disponibili e del

personale. Agganciato ad un corretto esercizio della funzione perequativa è, di conseguenza, il valore aggregato delle azioni delle società. Non corrisponde, invece, all'interesse sociale il sacrificio imposto a taluno dei settori ad esclusivo beneficio di altra unità divisionale.