



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

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

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

INDICE

CAPITOLO I	5
Introduzione	6
1.1 Introduzione alla disciplina e primo inquadramento	6
1.2 Ragioni economico-finanziarie dell'emissione di azioni con diritti patrimoniali correlati ai risultati di un settore di attività	12
1.3 Evoluzione dell'istituto in altre giurisdizioni	17
1.4 Utilizzo dell'istituto nell'ordinamento giuridico italiano	20
CAPITOLO II	27
Settore, Diritti Patrimoniali e Altri Diritti	27
2.1 La determinazione del settore	27
2.2 Gruppi. Ammissibilità delle c.d. Subsidiary Tracking Stocks	32
2.3 Elementi essenziali della fattispecie. I criteri di correlazione tra diritti patrimoniali e risultato di settore	39
2.4 Configurazione dei diritti patrimoniali. Il diritto agli utili, le riserve	47
2.5 L'incidenza delle perdite	58
2.6 Diritto alla quota di patrimonio netto di liquidazione	61
2.7 Diritti patrimoniali diversi dal diritto agli utili e alla quota di patrimonio netto di liquidazione	63
2.8 Diritti di voto e assemblee speciali	65
CAPITOLO III	69
Accertamento e Rendicontazione: tra Autonomia Statuaria e Obblighi di Informativa	69
3.1 La disciplina statutaria di accertamento del risultato di settore e modalità di rendicontazione. Introduzione	69

3.2 Limiti all'autonomia statutaria	70
3.3 Obblighi di informativa settoriale e bilancio di esercizio. Pubblicità e formazione	77
3.4 Autonomia tra disciplina statutaria e disciplina del bilancio di esercizio	81
CAPITOLO IV	87
Conversione	87
4.1 Il diritto di conversione: natura e valore sistematico	87
4.2 Configurazione dei diritti di conversione. La prassi	93
4.3 Compatibilità delle fattispecie osservate presso altri ordinamenti con l'ordinamento interno. Conversione automatica, facoltativa e forzata. Condizioni economiche	97
CAPITOLO V	103
I Conflitti di Interesse: Imprese Multi Settoriali, Amministratori e Soci	103
5.1 Nuove e già note criticità derivanti dal rapporto di agenzia	103
5.2 La gestione dei conflitti di interesse da parte di imprese multi settoriali emittenti tracking stocks. Meccanismi contrattuali	108
5.3. La giurisprudenza e la dottrina statunitensi	113
5.4 Gli obblighi fiduciari degli amministratori di imprese multi settoriali. Premesse	115
5.5 Gli obblighi fiduciari degli amministratori di imprese multi settoriali. L'interesse sociale	118
5.6 Gli obblighi fiduciari degli amministratori di imprese multi settoriali. Similitudini con la dottrina dei vantaggi compensativi nell'ambito dell'impresa di gruppo	122
5.7 Le best practices nella gestione dell'impresa di gruppo nella legislazione	123
5.8 Le best practices nella gestione dell'impresa multi settoriale	128
5.9 Gli interessi degli amministratori	131

5.10. La responsabilità degli amministratori	136
5.11 Il conflitto di interessi del socio	138
BIBLIOGRAFIA	142

Ringraziamenti

Desidero esprimere la mia viva riconoscenza ai proff. Giampaolo de Ferra e Maurizio Fanni, che hanno seguito la conduzione del presente lavoro, guidandone l'impostazione e lo sviluppo in tutte le fasi, e mi hanno offerto l'opportunità di cogliere occasioni di crescita preziose e stimolanti, sotto il profilo professionale e umano.

CAPITOLO I

INTRODUZIONE

1.1 Introduzione alla disciplina e primo inquadramento

Tra le novità della riforma del diritto societario introdotte dal D.Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 vi è l'introduzione nell'ordinamento giuridico italiano delle azioni correlate o di settore, già note e diffuse in ordinamenti giuridici stranieri. Per la loro peculiare caratterizzazione e portata innovativa, le azioni correlate sono state definite “*l'estrema frontiera del finanziamento azionario*”¹.

Il precedente storico risale all'ottobre del 1984 quando la società multinazionale *General Motors* al fine di acquisire la società *Electronic Data System Corporation (EDS)* attribuì agli azionisti di quest'ultima, come parte del corrispettivo, un determinato numero di azioni. La remunerazione di tale categoria di azioni era collegata ai futuri risultati dell'attività caratteristica, c.d. *core business*, di *EDS*, concernente *l'information technology*, all'interno del gruppo *General Motors*, piuttosto che ai risultati dell'intero business di *General Motors*. Per perseguire tale scopo fu, dunque, creata e distribuita una nuova classe di azioni ordinarie, c.d. *common stocks*, denominata *Class E Common Stock*². Anche a seguito del successo di tale operazione innovativa, *General Motors* utilizzò la stessa struttura l'anno successivo per acquisire il controllo della società *Hughes Aircraft*.

Negli anni seguenti altre società nordamericane seguirono il percorso aperto da *General Motors* e fecero ricorso all'emissione di tali azioni come tecnica di finanziamento per perseguire le loro politiche di crescita ed espansione attraverso

¹ Così M. Lamandini, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001, p. 51.

² V. R. Messineo, *Tracking stock*, 1 marzo 2001, leggibile all'url <http://www.practicallaw.com/7-101-3885>.

operazioni straordinarie di acquisizione e fusione, c.d. *M&A – mergers and acquisitions*³.

Al fine di definire tali azioni ormai diffuse, venne coniato il termine *tracking stocks* in quanto caratterizzate dal fatto di seguire (*to track*) dal punto di vista patrimoniale i risultati dell'attività di uno specifico *business*, che può consistere sia in una divisione interna all'emittente sia in una società da esso controllata. Non esistono limiti, peraltro, alla discrezionalità dell'emittente quanto alla individuazione del perimetro e delle dimensioni del *business*, il quale può, dunque, ricomprendere anche qualsiasi combinazione di società controllata, segmento geografico o linea produttiva. Nell'uso comune entrarono anche altre definizioni quali *alphabet stocks* e *lettered stocks*, termini derivanti dalla prassi degli emittenti di creare azioni di categoria A, B, etc., seguendo l'ordine delle lettere dell'alfabeto.

A partire dalla fine degli anni novanta, tali azioni hanno trovato una ampia diffusione, soprattutto al fine di operare una separazione virtuale degli emergenti nuovi settori di attività della *new economy* rispetto alle attività di stampo più tradizionale della *old economy*.

In Europa, la prima operazione di emissione di azioni correlate è stata realizzata in Francia dalla società multinazionale *Alcatel S.A.*, che, nell'ottobre del 2000, ha emesso *actions reflet* o *sectorielles* con la caratteristica peculiare “*de refléter les résultats d'une activité particulière d'une entreprise*”⁴, collegate alle *performance* generate dalla *Optronics*, divisione di *Alcatel S.A.* produttrice di componenti ottici⁵.

³ V., ad esempio, l'emissione di *tracking stocks* effettuata dalla società *Genzyme* per acquisire nel 1994 la *Biosurface Technology Inc.*

⁴ A. Viandier, *Les actions reflet*, in *Revue de jurisprudence de droit des affaires*, 2001, *Chronique*, pp. 3 ss.

⁵ Sul punto v. G.B. Portale, *Dal capitale “assicurato” alle tracking stocks*, in *Rivista di diritto societario*, 2002, pp. 159 ss.; G. Mignone, “*Tracking shares*” e “*Actions reflet*” come modelli per le nostre “azioni correlate”, in *Banca borsa titoli di credito*, 2003, pp. 610 ss.; M. Lamandini, op. cit., pp. 51 ss.; P. De Biasi, “*Burro e cannoni*”: le *alphabet stock*, in *Le società*, 2002, pp. 815 ss.; AA.VV., *La riforma del diritto societario. Società per azioni – azioni, società collegate e controllate, assemblee (artt. 2346-2379-ter, c.c.)*, a cura di G. Lo Cascio, Milano, 2003, pp. 73 ss.

Nell'ordinamento giuridico italiano, ai sensi del novellato art. 2350, comma 2, c.c., le azioni correlate sono definite come “azioni fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore”.

La previsione legislativa di tale istituto si colloca nell'ambito della disciplina degli strumenti di partecipazione sociale e rientra tra le innovazioni dirette a rendere le forme di finanziamento della società per azioni più efficienti, flessibili e anche maggiormente adatte alle esigenze degli investitori e dei mercati di capitali. Il legislatore ha, infatti, creato uno strumento di partecipazione azionaria che offre l'opportunità di un investimento remunerato secondo la produttività di uno specifico settore dell'attività sociale.

La caratteristica principale della disciplina di tali azioni è costituita dalla singolarità della clausola parametrica⁶ di determinazione dei diritti patrimoniali. Non vi è, infatti, una semplice deviazione quantitativa dal principio di proporzionalità, bensì una diversità di natura qualitativa⁷.

In linea di principio, la potenziale rilevanza organizzativa dei risultati di una specifica attività sociale, tra le varie esercitate da una società, ai fini dell'incorporazione in speciali categorie di azioni del diritto relativo, è capace di incidere, di fatto, sull'esercizio in comune dell'attività sociale⁸, elemento connaturale della società, che si assesta sul piano oggettivo della partecipazione unitaria al risultato⁹.

⁶ V. U. Patroni Griffi, *Le azioni correlate*, in *Diritto dell'impresa e del mercato*, a cura di G. Alpa, U. Belviso, R. Pardolesi e M. Sandulli, Napoli, 2005, pp. 41 ss.

⁷ V. Y. Guyon, *Les tracking stocks*, Mélanges AEDBF-France III, Hubert de Vauplane et Jean-Jacques Daigre, 2001, pp. 183 ss.; G. Mignone, op. cit., p. 615.

⁸ In tal senso v. Y. Guyon, op. cit., pp.183 ss., “*Les tracking stocks rompent cet intérêt commun et ajoutent donc un ferment de dissension qui, selon les cas, s'ajoute aux conflits éventuels entre majoritaires et minoritaires*”; A. Paciello, *Le azioni correlate*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di C. Montagnani, Milano, 2004, p. 219; M. Notari, *Disposizioni generali delle società per azioni. Conferimenti. Azioni*, in *Diritto delle società di capitali*, Milano, 2003, p. 144; G. Mignone, op. cit., p. 615; *contra* C. Angelici, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003, p. 79.

⁹ V. P. Spada, *C'era una volta la società...*, in *Rivista del notariato*, 2004, pp. 1 ss.; G.F. Campobasso, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, II, VII edizione, Torino, 2009, pp. 9-10.

Peraltro, il nuovo istituto non sembra assumere valore di rottura, sul piano genetico, dell'unitarietà di partecipazione al risultato. Tale conclusione si può desumere dalla lettura dell'art. 2350, comma 3, c.c.¹⁰, ai sensi del quale “*non possono essere pagati dividendi ai possessori delle azioni previste nel precedente comma se non nei limiti degli utili risultanti dal bilancio della società*”.

Tuttavia, il criterio interno di ripartizione di tale risultato non rende affatto neutrale per gli azionisti la destinazione del conferimento e/o investimento sottostante l'azione¹¹. Nel momento in cui i diritti di una categoria di azionisti sono direttamente correlati ai risultati di un ramo di attività, l'interesse di tutti gli azionisti non si concentra più esclusivamente sul risultato finale dell'attività sociale nel suo complesso, bensì anche sull'attività strumentale alla produzione di quel risultato finale. Evidentemente, tale ulteriore interesse alimenta occasioni di conflitto di interessi e conseguenti potenziali abusi. Tale conflittualità interna non si localizza in sede assembleare, bensì nell'ambito dei procedimenti decisionali di natura amministrativo-gestoria, ai quali in linea di principio sono estranei i soci.

Dunque, tra le criticità più rilevanti sollevate dal nuovo istituto, una posizione centrale spetta alle situazioni di conflitto tra soci e di conflitto tra soci e amministratori, dovute principalmente alle possibili decisioni di allocazione del capitale tra aree di attività correlate. Tali criticità sono state evidenziate dalla dottrina degli ordinamenti giuridici dove le azioni correlate sono già diffuse, nonché testimoniate dall'alto tasso di contenziosi che si generano dall'emissione di questa categoria di azioni¹².

¹⁰ V. C. Angelici, op. cit., p. 79; cfr. Associazione Preite, *Il nuovo diritto delle società*, Bologna, 2003; F. Galgano, *Il nuovo diritto societario*, Padova, 2003; M. Notari, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2003, p. 542. Per riflessioni anteriormente alla riforma del 2003, cfr. C. Angelici, *Le azioni*, in *Commentario diretto da P. Schlesinger*, Milano, 1992; M. Bione, *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, II, t. 1, III edizione, Torino, 1991; G.F. Campobasso, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, II, V edizione, Torino, 2002.

¹¹ V. Y. Guyon, op. cit., pp. 183 ss. Nel prospetto di emissione di azioni correlate *Divisione Optronics* di *Alcatel S.A.* si legge che le somme rivenienti dall'emissione di azioni correlate non sono da intendersi destinate ad investimenti specifici nella divisione cui si riferiscono i diritti patrimoniali dell'azione. Si veda *Alcatel S.A., Note d'operation preliminaire. Augmentation du capital par émission de 16.500.000 actions nouvelles de catégorie O*, 6 ottobre 2000.

¹² Tra gli altri, v. J.J. Hass, *Directorial fiduciary duties in a tracking stock equity structure: the need for duty of fairness*, in *94 Michigan law review*, 1996, pp. 2089 ss.; J.J. Schick, *Toward transaction-*

Ne consegue la norma contenuta nell'art. 2350, comma 2, c.c., ai sensi della quale “(omissis) *lo statuto stabilisce i criteri di individuazione dei costi e ricavi imputabili al settore, le modalità di rendicontazione* (omissis)”. Tale disciplina è, pertanto, caratterizzata dalla presenza di meccanismi di informazione sia di natura preventiva sui criteri di commisurazione dei diritti (*i.e.* identificazione dei criteri oggettivi di accertamento del risultato), sia di natura successiva (*i.e.* rendicontazione), concepiti a tutela di tutti gli azionisti in quanto partecipanti ai sub-risultati dell'attività ai fini della ripartizione dell'utile, e non solo dunque a beneficio dei titolari di azioni correlate. Ciò sembra consentire di escludere che il diritto al rendiconto di settore costituisca diritto speciale di categoria.

La previsione statutaria dei criteri di imputazione dei costi e dei ricavi di settore e le modalità di rendicontazione dell'andamento del settore non sembrano, dunque, costituire elementi specifici della disciplina delle azioni correlate. Da un lato, essi rappresentano criteri strumentali alla misurazione del risultato settoriale al quale direttamente, per le azioni correlate, e indirettamente, per le altre categorie di azioni, occorre far riferimento per determinare i diritti patrimoniali spettanti agli azionisti. Dall'altro lato, la disciplina statutaria non configurerebbe diritti speciali di informazione degli azionisti di categoria, bensì una disciplina speciale di informazione societaria.

La normativa prevede, poi, che lo statuto indichi eventuali condizioni e modalità di conversione delle azioni correlate in azioni di altra categoria.

E' opportuno chiedersi se il diritto di conversione costituisca elemento distintivo della fattispecie azione correlata, ovvero se non debba qualificarsi quale profilo comune alla disciplina delle azioni ogni volta che i diritti patrimoniali siano correlati in modo esclusivo ai risultati di un settore di attività. Infatti, qualora le azioni

specific standards of directorial fiduciary duty in the tracking-stock context, in 75 *Washington law review*, 2000, pp. 1265 ss.; P.U. Ali – G. Stapledon, *Virtual flotations, tracking stocks and corporate governance*, in 18 *Company and securities law journal*, 2000, pp. 429 ss. Si veda anche M. Dallochio, *Corporate finance. Managing corporate decisions*, Milano, 1996.

correlate abbiano un diritto esclusivo a percepire tutti gli utili di un determinato settore, senza proporzionale partecipazione delle azioni ordinarie all'utile stesso, le stesse azioni ordinarie sarebbero indirettamente trasformate in azioni correlate agli altri settori di attività della società, c.d. azioni correlate *de facto*, replicando in capo ai titolari delle azioni ordinarie situazioni giuridiche analoghe ai titolari delle prime¹³.

Altro quesito legittimo è quello sulla sorte delle azioni indirettamente correlate, laddove unico settore di attività sociale sia rappresentato, in seguito a vicende di ristrutturazione e/o riorganizzazione, da quello oggetto di correlazione diretta.

Il diritto di conversione non tanto si fonda su esigenze di tutela dell'azionista speciale quanto piuttosto dovrebbe essere strumentale ad evitare violazioni di norme imperative (ad esempio deviazione dalla causa societaria) ogni volta che il criterio di correlazione sia di natura esclusiva.

La convertibilità obbligatoria, peraltro, confermerebbe il principio della esclusività della competenza degli amministratori in materia gestoria e, dunque, anche in merito alle decisioni ricadenti sul settore di attività correlato. Conseguentemente, l'emissione di azioni correlate non implicherebbe doveri specifici in capo agli amministratori, quali ad esempio quelli funzionali a garantire all'azionista correlato limiti o vincoli al potere gestorio inerente il settore correlato, ulteriori a quelli previsti per legge.

Inoltre, la stessa convertibilità obbligatoria costituirebbe misura volta al rispetto del divieto del patto leonino, previsto dall'art. 2265 c.c. (“è nullo il patto con il quale uno o più soci sono esclusi da ogni partecipazione agli utili o alle perdite”), non potendosi contemplare una categoria di azioni privata sul piano sostanziale di ogni partecipazione al risultato dell'attività sociale, ipotesi che si verrebbe a creare, ove i

¹³ Sulle azioni correlate *de facto* v. A. Tézenas du Montcel, *Les “tracking stocks”*, *Memoire de 3me année*, Université Paris II-Oanthéon-Assas, 2000, p. 61; U. Patroni Griffi, *op. cit.*, p. 34; P. De Biasi, *op. cit.*, pp. 815 ss.

diritti patrimoniali siano di natura esclusiva, nel caso di cessione o inattività del settore correlato. Peraltro, il diritto di conversione, rispetto al diritto di recesso ed al diritto di riscatto (entrambi diritti incorporabili nelle azioni correlate), è per certi aspetti neutrale sul piano della tutela patrimoniale dell'azionista. Quest'ultima nel caso concreto può anche affievolirsi laddove l'azione da convertire possieda un valore superiore all'azione convertita, divenendo istituto strumentale a rendere compatibile, nel caso in cui la correlazione ai risultati di un settore sia di natura esclusiva, l'eventuale cessione o cessazione del ramo di attività con la causa societaria.

Laddove, poi, il settore correlato rappresenti anche sul piano reddituale parte prevalente dell'attività sociale, la previsione di un diritto di conversione dovrebbe interessare non solo le azioni correlate di nuova creazione, ma anche le azioni ordinarie che divenissero indirettamente correlate a settori marginali dell'attività sociale.

La portata della nuova normativa assumerebbe, quindi, carattere di principio generale ogni qualvolta le modalità di partecipazione al risultato siano correlate in modo esclusivo a specifiche aree di attività della società.

1.2 Ragioni economico-finanziarie dell'emissione di azioni con diritti patrimoniali correlati ai risultati di un settore di attività

L'istituto delle azioni correlate è nato, e si è sviluppato, nell'ambito di *public companies* con vocazione alla diversificazione delle attività esercitate, in alternativa alle operazioni straordinarie di ristrutturazione, quali, ad esempio, la fusione, la scissione e lo scorporo.

Tra le ragioni economico-finanziarie dell'emissione delle azioni in oggetto sembra avere ruolo preminente il fatto che solitamente le azioni di società diversificate 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 diversificata¹⁴. Peraltro, è pacifico presso la dottrina che il c.d. sconto da diversificazione sia dovuto nella maggior parte dei casi a profili di inefficienza interna, causati anche da problemi di agenzia e di opportunismo¹⁵.

Ogni singola attività possiede, infatti, uno specifico profilo di rischio e di rendimento non sufficientemente apprezzabile sulla base dei dati consolidati dell'impresa. Da tale considerazione, emerge sia 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*¹⁶, sia 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. L'investitore *settoriale* è un soggetto che, in assenza dell'emissione collegata al proprio settore di interesse, non avrebbe forse mai maturato un'attenzione nei confronti della società *de qua*.

Differentemente dall'ipotesi di imprese autonome, proprio il fatto che la diversificazione avvenga a livello interno dell'impresa, consente lo sfruttamento di sinergie di molteplice natura, tra cui quelle derivanti dalla migliore allocazione e dal minore costo delle risorse finanziarie nelle diverse aree di attività.

¹⁴ V. G. Donna, *L'impresa multi business. La diversificazione crea o distrugge valore?*, Milano, 2003, pp. 29 ss.

¹⁵ Con riguardo all'inefficienza dei processi di allocazione delle risorse finanziarie, v. D. Scharfstein – J. Stein, *The dark side of internal capital markets: divisional rent seeking and inefficient investment*, in 55 *The journal of finance*, 2000, pp. 2537 ss.; in diversa prospettiva rispetto alla teoria dell'agenzia e dei costi di transazione, R. Rajan – H. Servaes – L. Zingales, *The cost of diversity: the diversification discount and inefficient investment*, in 55 *The journal of finance*, 2000, pp. 35 ss.; M. Fanni, *Manuale di finanza dell'impresa*, Milano, 2000.

¹⁶ Sul tema v. J. Elder – P. Jain – J. Kim, *Do tracking stocks reduce information asymmetries? An analysis of liquidity and adverse selection*, in *ssrn.com*, 2004. Sul tema dell'asimmetria informativa nell'attuale contesto economico si veda, tra gli altri, M. Pines, *International business asymmetries in an enlarging environment*, in *Economic integration prospects and dilemmas*, a cura di Andrej Kumar, Vinko Kandžija et al., Lubiana, 2007, pp. 374 ss.

Se una delle ragioni della diversificazione consiste nella maggiore efficienza del “mercato interno dei capitali”¹⁷, ossia nel processo interno di allocazione delle risorse finanziarie tra segmenti di attività, rispetto ai processi esterni di mercato, quale, ad esempio, il ricorso diretto al finanziamento bancario, è anche vero che l’internalizzazione di determinati meccanismi allocativi può generare asimmetrie informative rispetto al mercato, in grado di non consentire una corretta valutazione da parte degli investitori del valore complessivo dell’impresa. In ipotesi di mercato interno dei capitali efficiente, l’emissione di azioni correlate consentirebbe una più corretta valutazione dei segmenti di attività dell’impresa, la valorizzazione delle sinergie interne e la trasmissione di tale valore sul prezzo di mercato delle azioni ordinarie e correlate¹⁸.

Una delle motivazioni che ha tradizionalmente accompagnato l’emissione di azioni correlate è stata proprio quella secondo la quale tali azioni consentirebbero di liberare il valore nascosto (“*unlock the hidden value*”¹⁹) nelle grandi società conglomerate riducendone lo sconto di diversificazione, c.d. *conglomerate discount*, che non sia motivato da inefficienze interne, consentendo di eliminare eventuali asimmetrie informative tra società e mercato. Un valore che, qualora non trovasse riflesso sulle quotazioni di mercato, porterebbe a penalizzare soprattutto la raccolta del capitale da destinare ai settori ad alto potenziale di sviluppo. In particolare, secondo un autore “*tracking stock (or targeted stock or letter stock) is a separate class of shares in a company which tracks and reflects the economic performance of a distinct part of that company’s business. Increasingly it has been used in the United States to raise the profile of highly rated subsidiaries*”²⁰.

¹⁷ V. J.P. Liebeskind, *Internal capital markets: benefits, costs, and organizational arrangements*, in 11 *Organization science*, 2000, pp. 58 ss.

¹⁸ M.T. Billett – D.C. Mauer, *Diversification and the value of internal capital markets: the case of tracking stocks*, in 24 *Journal of banking and finance*, 2000, pp. 1460 ss.; T. Chemmanur – I. Paeglis, *Why issue tracking stocks? Insights from a comparison with spin-offs and carve-outs*, in 14 *Journal of applied corporate finance*, 2001, pp. 102 ss.

¹⁹ V. J.J. Hass, op. cit., pp. 2093 ss.; J.J. Schick, op. cit., pp. 1370 ss.; Y. Schnorbus, *Tracking stock in Germany: is German corporate law flexible enough to adopt American financial innovations?*, 22 *University of Pennsylvania journal of international economic law*, pp. 554 ss; A. Viandier, op. cit., pp. 3 ss; M.T. Billett – A. Vijh, *The market performance of tracking stocks*, University of Iowa, February 2001, pp. 1 ss.; G.M. Mantovani, *Rischio e valore dell’impresa*, Milano, 1998.

²⁰ Marrison, *Tracking stock*, in *International company and commercial law review*, 2000, 11(7), p. 235.

Inoltre, le azioni correlate si sono rivelate uno strumento utile in operazioni di ristrutturazione aziendale, fornendo 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 acquisite²¹.

L'emissione di azioni correlate può, poi, essere anche 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 può permettere di raccogliere ulteriore capitale di rischio, convincendo nuovi finanziatori ad intervenire in un settore fortemente in crescita²².

Oltre a ciò va ricordato che l'istituto in oggetto può essere utilizzato per ottenere 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 conferito²³.

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. Si immagini, ad esempio, il caso in cui la società alfa acquisisca la società beta mediante corrispettivo rappresentato da

²¹ L. Enriques, *Capitale, azioni e finanziamento della società europea: quando meno è meglio*, in *Rivista delle società*, 2003, p. 375.

²² V. J. Bethel – J.P. Liebeskind, *Diversification and the legal organization of the firm*, in *9 Organization science*, 1998, pp. 49 ss.

²³ Così E. Holzmueller, in *La Settimana Fiscale*, n. 4/2006, p. 32.

azioni di nuova emissione correlate ai risultati economici della società beta. I soci/amministratori della società beta, diventando soci della società alfa possessori di azioni correlate alla partecipata beta e conservando i propri incarichi, sono incentivati nel proprio operato.

Dunque, vari sono i possibili vantaggi ricollegati all'emissione delle azioni correlate. A riguardo, nella relazione alla riforma che ha introdotto l'istituto si legge che le azioni correlate "*possono risultare un ulteriore strumento, oltre a quelli previsti con i patrimoni destinati ad uno specifico affare (omissis), per accedere a finanziamenti finalizzati*"²⁴. In realtà, come afferma l'esperienza comparatistica, l'area di applicazione di questo istituto è potenzialmente più ampia: accrescere le risorse finanziarie della società ed aumentare al tempo stesso il c.d. *shareholder value*; nell'ambito di una acquisizione societaria o di un conferimento di azienda realizzato attraverso un aumento di capitale, consentire alla parte venditrice o conferitaria a cui vengono attribuite azioni correlate di rimanere collegata all'andamento economico dell'attività sociale in quel determinato settore, che sarà costituito attraverso la società o l'azienda acquisita; incentivare il *management*; predisporre *poison pills* in caso di scalate ostili²⁵.

Si evidenzia poi che l'emissione di azioni correlate, se può in teoria avere come alternativa, in presenza di certe condizioni, la costruzione di una struttura di gruppo, potrebbe farsi preferire a questa opzione organizzativa, in quanto potenzialmente funzionale ad evitare, almeno in parte, i costi e le difficoltà ricollegati alla gestione di società di gruppo, le quali sono ora soggette alle disposizioni contenute negli artt. 2497 ss. c.c. sulla attività di direzione e coordinamento di società.

Per quanto attiene ai possibili svantaggi e problemi ricollegati all'emissione di azioni correlate, l'esperienza comparatistica insegna che essi risiedono essenzialmente, oltre che negli intralci legati alla moltiplicazione delle categorie di azioni e nella necessità di un'apposita contabilità, con conseguenti maggiori costi, nei potenziali conflitti di

²⁴ M. Sandulli – V. Santoro, sub *Commentario M. Sandulli – V. Santoro*, Appendice, Torino, 2003.

²⁵ F. Gianni, *La nuova struttura finanziaria delle s.p.a.: la disciplina delle nuove tipologie di azioni e degli strumenti finanziari*, Atti del convegno Paradigma, Milano 3-4.4.2003.

interesse tra azionisti di categorie diverse e, correlativamente, nella necessità di una ridefinizione della *corporate governance* e dei criteri di comportamento degli amministratori nella gestione della società nel suo complesso e dei diversi settori della medesima²⁶.

1.3 Evoluzione dell'istituto in altre giurisdizioni

L'emissione di azioni correlate si fa solitamente risalire alla prassi statunitense iniziata a partire degli anni ottanta da *General Motors*. Prassi poi consolidatasi alla fine degli anni novanta con la ripresa del processo di diversificazione delle *public companies*, soprattutto nelle industrie energetiche e delle telecomunicazioni.

Tuttavia, pare che un istituto molto 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*. Tale istituto è stato, poi, sperimentato anche in Olanda negli anni venti²⁷.

Nell'esperienza statunitense²⁸, l'ambito di applicazione delle azioni correlate è quello delle società multi divisionali di dimensioni maggiori o quotate nei mercati regolamentati.

Come indicato in precedenza, l'operazione ritenuta la madre delle emissioni di *tracking stocks* è l'acquisizione effettuata nel 1984 di *EDS* da parte di *General Motors* seguita, poi, dall'acquisizione sempre da parte di *General Motors* di *Hughes Aircraft*. La prima generazione di azioni correlate è, dunque, caratterizzata dal fatto

²⁶ U. Tombari, *Azioni di risparmio e strumenti ibridi partecipativi*, Firenze, 2000; A. Fuchs, *Tracking Stock*, ZGR, 2003; S. Thiel, *Spartenaktien deutsche aktiengesellschaften*, Köln, 2002.

²⁷ V. M. Tonner, *Tracking Stocks*, Köln, 2002, pp. 34 ss.; B. Greenwald, in *New York Times*, 12 luglio 1994.

²⁸ Sul tema si vedano G. Jacobs – K. Macours, *Tracking stock: a European perspective*, in 8 *Journal of international banking and financial law*, 2001, p. 372; J. Useem, *Tracking the tracking stock*, giugno 2000, in www.business2.com; S. Sherreik, *Tread carefully when you buy tracking stocks*, in *Business week*, 6 marzo 2000, p. 182; R.A. Romanchek – M.E. Ricaurte, *Executive compensation: tracking stock and venture capital plans*, in *Journal of compensation and benefits*, 5-6/2001.

che i diritti patrimoniali ad esse attribuiti erano collegati ai risultati dell'attività di società controllate dall'emittente, c.d. *subsidiary tracking stocks*.

La seconda generazione di azioni correlate nasce nel 1991. In tale anno, la *USX Corporation* convertiva le azioni ordinarie della società in due categorie di azioni: *USX-Marathon Group* e *USX-US Steel Group*. La *USX Corporation* era una società conglomerata, operativa da un lato nell'industria metallurgica e dall'altro nell'industria del petrolio e del gas naturale. Agli inizi degli anni novanta le azioni della *USX Corporation* apparivano pesantemente sottovalutate dal mercato. Un azionista della società proponeva, quindi, anche al fine di stimolare il corso di borsa delle azioni, di disinvestire nel poco remunerativo settore della produzione dell'acciaio e di focalizzare l'attività d'impresa sullo sfruttamento delle fonti energetiche. Tuttavia, una scissione della società non solo era onerosa fiscalmente, ma avrebbe anche comportato l'impossibilità di sfruttare i vantaggi connessi al consolidato fiscale. E fu così, dunque, che si arrivò alla creazione delle azioni *USX-US Steel Group*. A differenza delle azioni emesse da *General Motors*, quelle emesse da *USX Corporation* attribuivano ai possessori diritti patrimoniali parametrati al risultato economico non di una società controllata, bensì di un ramo d'impresa della società, c.d. *divisional tracking stocks*²⁹.

Negli anni novanta le azioni correlate trovano diffusione anche in altri Paesi di *common law*, tra cui Australia, Canada e Nuova Zelanda. Tra le altre, la società neozelandese *Fletcher Challenge Ltd.* emetteva nel 1992 una categoria di azioni correlate all'attività di silvicoltura. Successivamente, nel 1996, la medesima società emetteva tre nuove categorie di azioni correlate rispettivamente all'attività cartiera, all'attività edile ed all'attività di sfruttamento energetico³⁰.

Alla fine degli anni novanta il nuovo strumento finanziario iniziava ad interessare anche gli ordinamenti di *civil law*.

²⁹ V. A. Sloan, *New stock concocted to boost USX and please Ichan*, in *The Connecticut law tribune*, 29 aprile 1991.

³⁰ V. Y. Schnorbus, op. cit., pp. 550 ss.

La prima operazione europea di ammissione alla quotazione di azioni correlate è avvenuta in Francia. Nel 2000 la società *Alcatel S.A.* collocava sul *premier marché* azioni correlate (denominate, in linea con la prassi americana, *Alcatel O*) all'attività della controllata *Alcatel Optronics*, leader nella produzione di laser a fibre ottiche. A tale categoria di azioni lo statuto dell'emittente riservava un dividendo pari al 10% dell'utile netto del settore. Inoltre, erano distribuite ai dipendenti di *Alcatel Optronics* *stock options* sulla nuova categoria di azioni³¹.

Peraltro, il gruppo di lavoro della *Commission des Opérations de Bourse* (COB), all'epoca autorità di controllo dei mercati dei capitali francesi, incaricato di verificare la compatibilità delle azioni correlate (*actions reflet/traçantes*) con il diritto francese, concludeva in modo decisamente favorevole: “*en dépit d'une relative complexité, ces titres comportent des avantages pour les groupes par rapport à la scission ou la mise sur le marché de l'activité concernée. Il constitue, en outre, une innovation financière intéressante de nature à diversifier les instruments proposés par la place de Paris aux investisseurs*”³².

Nel continente asiatico, il Giappone risulta essere il primo Paese ad avere introdotto le azioni correlate. L'emissione di tali strumenti finanziari è stata preceduta da una modifica del codice di commercio. L'emendamento introdotto nel 2001 espressamente autorizza le società giapponesi ad emettere azioni correlate disciplinando i loro diritti amministrativi e patrimoniali. In particolare, la riforma del diritto societario giapponese, legittima l'autonomia statutaria a limitare i diritti di voto dei possessori delle azioni correlate ai soli argomenti afferenti il relativo settore di affari. Per quanto concerne i diritti patrimoniali la riforma consente di specificare nello statuto la misura dei dividendi, determinata in maniera fissa o in percentuale, distribuibile ai possessori delle azioni correlate³³.

³¹ V. G. de Calignon, *Les actions reflète d'Alcatel Optronics cotées le 20 octobre à Paris et au Nasdaq*, in *La tribune*, 21 settembre 2000; A. Viandier, op. cit., p. 3.

³² COB, *L'introduction en France d'actions traçant. Rapport du groupe de travail preside par René Barbier de la Serre*, luglio 2000, p. 30.

³³ In relazione al diritto societario giapponese v. Z. Shishido, *Reform in Japanese law and corporate governance: current changes in historical perspective*, in *American journal of comparative law*, 2001, pp. 653 ss.

Circa la terminologia, come in parte anticipato, essendo le azioni correlate un istituto originato dalla prassi, la differente denominazione ad esse conferita è spesso legata alla concreta operazione che ne ha visto l'emissione ed al *nomen* che gli *advisors* delle parti coinvolte hanno attribuito alle medesime. Ad esempio, la denominazione di *letter stock* e *alphabet stock* è riconducibile alla descritta emissione di *General Motors* del 1984, in quanto le azioni della società furono divise in due categorie identificate da diverse lettere dell'alfabeto. Il termine *targeted stock* fu, invece, coniato dalla *Lehman Brothers*, quale *advisor* di alcune emissioni di azioni correlate negli Stati Uniti³⁴.

In particolare, si riconducono alle *letter/alphabet stocks*, da una parte, ed alle *targeted stocks*, dall'altra, caratteristiche strutturali differenti, soprattutto in funzione dei diritti di voto e dei diritti patrimoniali in sede di liquidazione del settore. Le *letter/alphabet stocks* emesse da *General Motors* prevedevano un diritto di voto fisso e l'assenza di un diritto speciale in caso di trasferimento del settore, mentre le *targeted stocks* contemplavano il diritto di voto fluttuante, c.d. *floating vote*, in funzione della capitalizzazione di borsa, e diritti speciali di partecipazione al prezzo di cessione del settore³⁵.

Nonostante le diverse specie ricordate, resta fermo che le azioni correlate sembrano avere acquisito la denominazione generale di *tracking stocks*, alla luce del comune denominatore appartenente a tutte le sottocategorie: l'essere il diritto agli utili delle azioni correlato in senso esclusivo (c.d. *close tracking stocks* o *non participating tracking stocks*) o in concorrenza con le azioni ordinarie (c.d. *loose tracking stocks* o *participating tracking stocks*) alla redditività del settore.

1.4 Utilizzo dell'istituto nell'ordinamento giuridico italiano

³⁴ Così M.T. Billett – D.C. Mauer, op. cit., pp. 1457 ss.

³⁵ In tali termini J. D'Souza – J. Jacob, *Why firms issue targeted stocks*, in 56 *Journal of financial economics*, 2000, pp. 459 ss.; D.E. Logue – J.K. Seward – J.P. Walsh, *Rearranging residual claims: a case for targeted stocks*, in *Financial management*, Spring, 1996, pp. 43 ss.; SEC, Division of corporate finance, *Current accounting and disclosure issues. Disclosure about "targeted stocks"*, 30 giugno 2000, in www.sec.gov.

Nella prassi internazionale le *tracking stocks* sono state e vengono emesse, essenzialmente sulla base di accreditate teorie economiche, allo scopo di risolvere i problemi di asimmetria informativa tipici di un'impresa diversificata e migliorare i corsi di borsa, dando evidenza contabile e finanziaria ai singoli comparti.

Improntate a ragioni di carattere industriale in senso lato sembrano, invece, le emissioni realizzate nell'ordinamento giuridico italiano da tre società chiuse, *AIMAG S.p.A.*, *ATAF S.p.A.* e *Friulia S.p.A.*

Inoltre, sulla falsariga di quanto avviene negli organismi di investimento collettivo e, in particolare, nelle SICAV multi comparto, le emissioni di azioni correlate finora note nell'ordinamento giuridico italiano riguardano anche le c.d. *investment companies*, ovvero le holding di partecipazioni iscritte all'elenco generale e/o speciale di cui agli artt. 106 e 107 del D.Lgs. 1 settembre 1993, n. 385 (*Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*), per le quali esiste un regime specifico qualora le loro azioni vengano quotate³⁶. La creazione di azioni correlate permette, infatti, agli investitori delle *investment companies* di investire solo in un determinato tipo di attività della medesima, oppure consente ai primi investitori di escludere gli investitori successivi dagli utili generati sugli investimenti effettuati con il solo contributo dei primi. E', altresì, possibile, come si evince dall'esempio di *Cape Live S.p.A.*, *investment company* quotata, distinguere il privilegio nella distribuzione dei dividendi derivanti da una linea di *business*, dalla spettanza agli utili derivanti dalle attività residue della società. La creazione di *comparti* separati in tutte queste strutture risponde all'esigenza economica e manageriale di riunire più portafogli di investimenti, con profili di rischi non uniformi e finanziati da diverse categorie di investitori in diversi momenti, sotto un'unica gestione unitaria, con notevoli risparmi di costi. Tuttavia, a differenza di quanto avviene per le SICAV, la creazione di comparti all'interno delle *investment companies* non costituisce patrimonio

³⁶ Si vedano, tra gli altri, gli Articoli 2.2.36, 2.2.37, 2.2.38 del Capo 11 – Azioni di *Investment Companies*, del Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A., deliberato dall'assemblea di Borsa Italiana S.p.A. del 10 settembre 2009 ed approvato dalla Consob con delibera n. 17026 del 7 ottobre 2009.

autonomo, distinto a tutti gli effetti da quello degli altri comparti e quindi non aggredibile dai creditori degli altri comparti.

Le emissioni da parte di *ATAF S.p.A.*, società con oggetto la gestione del trasporto pubblico di persone, e di *Friulia S.p.A.*, società finanziaria della Regione Friuli Venezia Giulia, entrambe *holding* a capitale pubblico, di azioni correlate i cui di diritti patrimoniali sono correlati alla redditività di alcune società figlie³⁷ (secondo il modello indicato in precedenza delle *subsidiary shares*) sembrano funzionali a conciliare, da un lato, l'esigenza strategica di accentrare in un'unica struttura societaria l'attività di direzione e coordinamento delle controllate e, dall'altro, 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 per alcuni comuni delle province di Mantova e Modena, prevede, poi, azioni con prestazioni accessorie relative ad alcuni settori di attività (idrici e di raccolta dei rifiuti) contemporaneamente fornite di un meccanismo di parametrizzazione dei diritti patrimoniali rispetto ai risultati del settore interessato. Tale meccanismo consente di remunerare e incentivare i soci privati, cui tali azioni vengono, peraltro, assegnate a seguito di selezione mediante procedura ad evidenza pubblica³⁸.

Una particolare funzione remunerativa è, infine, svolta dalle azioni di classe B emesse da *Cape Live S.p.A.*, società di investimento attiva nel campo del *private equity*. 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

³⁷ V. K. Bader, *Die bildung von sondervermögen als rechtspolitische alternative zu spartenaktien (Tracking Stocks)*, Baden-Baden, 2005, p. 28.

³⁸ Per le strategie economico-finanziarie delle *public utilities* e la relazione tra struttura degli investimenti, struttura finanziaria e *performance*, si veda O. Roggi, *Valore e prezzo nelle public utilities europee: leve di convergenza*, in *Management delle utilities*, 2002, 2; Id., *Valore intrinseco e prezzo di mercato nelle operazioni di finanza straordinaria. Un'analisi sulle public utilities*, Milano, 2003.

piani di investimento; apporto, invece, meno decisivo nell'attività di mero investimento in OICR, che costituisce l'altro principale settore sociale. In questo caso, dunque, si è previsto l'utilizzo di azioni correlate per distinguere la misura del c.d. *carried interest* dovuto agli azionisti-promotori sulla linea di business *Investimenti Diretti*, che necessitano di una gestione *attiva* in fase di monitoraggio, gestione dell'investimento e assistenza al disinvestimento, dalla spettanza agli utili sugli investimenti c.d. *indiretti*, in altri organismi di investimento o fondi di fondi, la cui gestione spetta principalmente al gestore dell'organismo.

L'osservazione del profilo economico-funzionale di tali esperienze di emissione di azioni correlate offre diversi spunti di riflessione; peraltro, i motivi di interesse aumentano se si estende l'analisi al piano giuridico, anche alla luce della eterogeneità delle discipline inserite nei relativi statuti.

Anzitutto, analizzando gli statuti è possibile constatare come vi sia una notevole varietà delle caratteristiche di tali partecipazioni nella configurazione dei diritti patrimoniali a loro spettanti.

In primo luogo, infatti, risulta utilizzato sia il modello delle *divisional tracking stocks* sia quello delle *subsidiary tracking stocks* (peraltro, è opportuno indicare da subito che, come si discuterà in seguito, il modello delle *subsidiary tracking stocks* è ritenuto da certa dottrina inammissibile nel nostro ordinamento atteso che un sistema di correlazione dei diritti patrimoniali ai risultati di una o più società del gruppo costituirebbe ipotesi non espressamente contemplata dalla lettera dell'art. 2350 c.c. e incompatibile con i principi generali).

In secondo luogo, è interessante rilevare anche che, 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

soci³⁹. 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 essa⁴⁰.

A ciò si aggiunga, talvolta, la clausola di postergazione nelle perdite degli altri settori⁴¹ o il diritto a percepire gli utili realizzati ma non distribuiti negli esercizi precedenti⁴². 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, salva la possibilità per i soci di decidere diversamente con una maggioranza qualificata, oltre la metà dei titolari delle azioni correlate, e ferma restando la disciplina generale della competenza assembleare in ordine alla destinazione degli utili residui.

Passando in rassegna, poi, i diritti speciali sulla distribuzione della quota di liquidazione, dove espressamente previsti (*ATAF S.p.A.* e *AIMAG S.p.A.*), la soluzione è quella di attribuire ai soci correlati proporzionalmente alla partecipazione il ricavato derivante dalla vendita del settore. All'ipotesi di cessione o dismissione *durante societate* gli statuti ricollegano, poi, diritti di riscatto a favore della società⁴³ e/o la conversione in azioni ordinarie⁴⁴. Nulla viene previsto espressamente nello statuto di *Cape Live S.p.A.*, ove le clausole di riscatto e di conversione ivi disciplinate sono funzionali al rispetto dei limiti soggettivi alla circolazione delle partecipazioni, determinando anche un effetto anti-*opa*, già sottolineato dalla stampa quotidiana⁴⁵.

Anche sotto il profilo della contabilità divisionale è possibile riscontrare notevoli diversità di soluzioni tra gli statuti di *AIMAG S.p.A.* e quello di *Cape Live S.p.A.*, mentre negli altri casi l'autonomia del soggetto che esercita l'attività correlata presuppone ovviamente l'applicazione delle ordinarie norme di bilancio. Si può

³⁹ V. art. 28 dello statuto *Cape Live S.p.A.*

⁴⁰ V. art. 5 dello statuto *AIMAG S.p.A.*

⁴¹ V. art. 5 dello statuto *ATAF S.p.A.*

⁴² V. art. 36 dello statuto *AIMAG S.p.A.*

⁴³ V. art. 10 dello statuto *AIMAG S.p.A.*; così pure pare doversi interpretare l'*estinzione* della partecipazione di cui all'art. 5 dello statuto *ATAF S.p.A.*

⁴⁴ art. 30 dello statuto *Friulia S.p.A.*

⁴⁵ *Il Sole 24 Ore*, 3 luglio 2007, p. 35 (*Per i "tracking stock" battesimo italiano*).

rilevare che mentre per *Cape Live S.p.A.* si è scelta l'imputazione di costi e ricavi comuni (ad esempio, attività di tesoreria e di amministrazione) secondo criteri percentuali predeterminati e si è disposta la nomina di un arbitratore ex art. 1349 c.c. per la determinazione degli oneri fiscali di rispettiva competenza, per la società modenese si fa espresso rinvio, ferma l'osservanza della disciplina generale di bilancio per le società per azioni, ai “*criteri e principi enunciati dall'Organismo Italiano di Contabilità a proposito di patrimoni destinati ad uno specifico affare*” (art. 35, comma 1, dello statuto), nonché alla “*pratica contabile in materia di imprese multivisionali*” (art. 36, comma 3, dello statuto), “*ai criteri e principi stabiliti o autorizzati con gli appositi provvedimenti che venissero emanati dalle competenti Autorità Territoriali o, in mancanza di essi, in analogia con i criteri e principi stabiliti, o autorizzati, dalla direttiva per la separazione contabile ed amministrativa dei soggetti giuridici che operano nel settore del gas, emanata dall'Autorità per l'energia elettrica e il gas*” (art. 36, comma 6, dello statuto).

Quanto alla *corporate governance*, infine, esclusivamente nello statuto di *AIMAG S.p.A.* è previsto uno specifico organo sociale, denominato *comitato institorio* e composto da membri nominati dal consiglio di amministrazione e dall'azionista correlato (art. 27 dello statuto), 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.

Un incisivo potere di *voice* degli azionisti correlati, a prescindere dall'attribuzione del diritto di voto nell'assemblea generale, escluso per i soci di *AIMAG S.p.A.* e limitato alle sole “*deliberazioni assembleari che concernono la partecipazione della società nella TRAM Firenze S.p.A.*” per i soci di *ATAF S.p.A.*, è concesso nei soli ambiti di competenza delle assemblee speciali, nel caso di *Cape Live S.p.A.*, peraltro, estesi eccezionalmente oltre i limiti dell'art. 2376 c.c. a un'altra serie di decisioni di modificazioni statutarie (art. 16 dello statuto). Soluzione quest'ultima interessante, ma di dubbia efficienza rispetto alla problematica dei conflitti di interessi (trattata in seguito), problematica inspiegabilmente quasi del tutto trascurata anche

nell'illustrazione dei fattori di rischio contenuta nel prospetto informativo di tale società.

CAPITOLO II

SETTORE, DIRITTI PATRIMONIALI E ALTRI DIRITTI

2.1 La determinazione del settore

L'istituto delle azioni correlate può trovare applicazione nelle società per azioni che esercitano una pluralità di attività d'impresa diversificate, fenomeno largamente diffuso nella realtà del mercato italiano dei nostri giorni.

Uno degli elementi più controversi in dottrina della normativa sulle azioni correlate⁴⁶ riguarda proprio l'utilizzo del termine *settore*.

I significati attribuibili ad una espressione così generica sono indubbiamente molteplici. Ad esempio, *ramo d'azienda*⁴⁷, intendendo con questo termine un apparato organizzativo di beni e servizi che riproduca in scala ridotta la struttura dell'azienda generale, o *comparto*⁴⁸ o *divisione*⁴⁹. Inoltre, prendendo in prestito una categoria propria del linguaggio economico, si potrebbe anche parlare di *linea di prodotto* o di *produzione*; forse anche, in base a quello che è il significato corrente, di semplice *ambito di attività*.

⁴⁶ Su cui, tra gli altri, U. Patroni Griffi, *Le azioni correlate*, in *Diritto dell'impresa e del mercato*, a cura di G. Alpa, U. Belviso, R. Pardolesi e M. Sandulli, Napoli, 2005; U. Tombari, *Nuovi strumenti di finanziamento nella s.p.a.: gli strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali ed amministrativi (art. 4, comma 6, lettera c)* – intervento convegno di Firenze, 2 giugno 2000, in www.associazionepreite.it; G. Manzo – G. Scionti, *Patrimoni dedicati e azioni correlate: "cellule" fuori controllo?*, in *Le società*, 2003, p. 1329.

⁴⁷ Nell'opinione di R. Weigmann, *Luci ed ombre del nuovo diritto azionario*, in *Diritto commerciale e societario*, 2003, pp. 276 ss. In senso contrario alla coincidenza tra la nozione di *affare* e quella di *attività* invece F. Martorano, *Commento all'art. 2350 c.c.*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli – V. Santoro, Torino, 2003, pp. 144 ss.

⁴⁸ In tal senso G.B. Portale, *Dal capitale "assicurato" alle tracking stocks*, in *Rivista di diritto societario*, 2002, pp. 158 ss.

⁴⁹ V. D.U. Santosuosso, *La riforma del diritto societario. Autonomia privata e norme imperative nei DD.Lgs. 17 gennaio 2003, nn. 5 e 6*, Milano, 2003, p. 79. Cfr. P. Sfameni, *Commento all'art. 2350 c.c.*, in *Commentario alla riforma del diritto societario*, coordinato da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2005, pp. 263 ss.; C. Formica, *Commento agli artt. 2346-2353*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, p. 179.

L'identificazione dei caratteri costitutivi e dell'ampiezza di un *settore* non sembra agevole, anche considerando la possibile volontaria omissione del legislatore a tal riguardo. Il legislatore utilizza prima l'espressione *attività sociale in un determinato settore* e poi semplicemente *settore* in relazione all'imputazione di costi e ricavi. Ad una prima lettura, la prima espressione pare riferirsi al concetto di *area di mercato* senza contenere riferimenti ad una specifica struttura organizzativa della società. In tal caso, sarebbe possibile interpretare estensivamente la norma nel senso che se *settore* si riferisce all'area di mercato in cui la società svolge la sua o una delle sue attività, non risulta che la norma imponga vincoli quanto alle strutture organizzative da utilizzare. Svolgendo tale ipotesi, non vi sarebbero ostacoli a considerare attività della società anche la partecipazione in altre società. Nelle società *holding*, infatti, tale partecipazione costituisce l'attività sociale; inoltre, in una struttura di gruppo può convenirsi che l'attività svolta tramite partecipazione rientra nell'attività sociale⁵⁰.

Tuttavia, il successivo riferimento al settore come centro di imputazione di costi e ricavi pare ostare ad un utilizzo così generico del termine. Non sembra, infatti, possibile parlare di imputazione di costi e ricavi ad una generica area di attività o di mercato, né tuttavia appare coerente attribuire un significato diverso allo stesso termine utilizzato nell'ambito del medesimo articolo, ovvero *settore*, inizialmente, come *area di mercato* e, successivamente, come struttura organizzativa interna alla società generica e non specificata nei limiti e nelle dimensioni, ma necessariamente evocata dal riferimento legislativo a costi e ricavi.

Nel dubbio, che sembra in ogni caso permanere, pare più prudente propendere per una interpretazione restrittiva della norma, che si riferisca, quindi, ad un settore della società piuttosto che all'attività o ad una delle attività sociali in un determinato ambito del mercato, benché letteralmente la norma parli di *settore* o di *attività sociale in un determinato settore*, ma non di *settore della società*. Se si opta per tale interpretazione restrittiva, la nozione resta ugualmente indeterminata, ma viene delimitata e trova un limite nella sua natura endosocietaria.

⁵⁰ V. L.G. Bianchi Di Giulio e F. Bruno, *Dalle tracking shares alle azioni correlate: brevi riflessioni sull'esperienza domestica italiana*, in *Le società*, 2, 2009, pp. 137 ss.

Si noti, peraltro, come da un punto di vista fiscale le azioni correlate sono state definite come “azioni fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell’attività sociale in un determinato settore” caratterizzate da una remunerazione che oscilla nel tempo, in quanto agganciata ai risultati dell’attività sociale svolta in uno specifico settore di volta in volta individuato⁵¹.

E’ opportuno precisare, poi, che per quanto concerne le azioni correlate, la diversificazione dell’attività d’impresa assume rilievo puramente interno, al solo fine della determinazione, secondo le modalità previste nello statuto, dei diritti patrimoniali attribuiti ai titolari di tale categoria di azioni sulla base dell’andamento del settore come risultante dal rendiconto. Si parla, a tal proposito, di separazione virtuale o contabile, al fine di sottolineare la profonda differenza della fattispecie di cui all’art. 2350, comma 2, c.c., con gli strumenti finanziari partecipativi ai patrimoni dedicati a specifici affari, ai sensi dell’art. 2447-ter, comma 1, lett. e), c.c.⁵²

L’esercizio in forma societaria dell’impresa multicomparto si presta ad essere organizzato secondo vari modelli. I singoli comparti possono essere conferiti in società di nuova costituzione ovvero assegnati a società beneficiarie di un’operazione di scissione; può essere creato un patrimonio destinato ad un determinato comparto, sempre che si ritenga possibile rinvenire in quest’ultimo lo specifico affare di cui all’art. 2447-bis, comma 1, lett. a), c.c.

Tali vicende producono, dal punto di vista giuridico, una separazione patrimoniale. Nei casi di conferimento in società di nuova costituzione e di assegnazione a società beneficiarie di un’operazione di scissione si avrà l’esistenza di soggetti giuridici

⁵¹ V. Agenzia delle Entrate – Direzione centrale normativa e contenzioso – *Circolare del 20/12/2004 n. 53* – Oggetto: circolari IRES/6 – Il consolidato nazionale. Decreto legislativo 12 dicembre 2003, n. 344.

⁵² G. Mignone, *Commento all’art. 2350 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino, G. Bonafede, O. Cagnasso, P. Montalenti, Torino, 2004, p. 301; AA.VV., *La riforma del diritto societario. Società per azioni – azioni, società collegate e controllate, assemblee (artt. 2346-2379-ter c.c.)*, a cura di G. Lo Cascio, Milano, 2003, pp. 73 ss.; F. Magliulo, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, p. 101; M. Lamandini, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2003, pp. 528 ss. Cfr. A. Mignoli, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960.

diversi, dotati di patrimoni distinti. Invece, nell'ipotesi dei patrimoni destinati, seppure all'interno dell'unico soggetto giuridico, e quindi nell'ambito del patrimonio sociale, si avranno patrimoni dotati di autonomia patrimoniale, con rilevanza esterna nei confronti dei creditori della società⁵³.

Tuttavia, l'utilizzazione dei patrimoni destinati per separare, in particolare dal punto di vista delle garanzie, le varie attività di un'impresa multicomparto può essere ostacolata dal limite, introdotto dal legislatore delegato, del dieci per cento del patrimonio netto relativo ai beni destinabili al patrimonio separato.

Secondo alcuni autori la società con patrimoni destinati diviene, da un punto di vista economico, l'equivalente, seppure con qualche limite, di un gruppo di società⁵⁴. Altra dottrina dubita che nel momento in cui il legislatore ha utilizzato l'espressione *specifico affare* abbia assunto a postulato l'esistenza di plurime fattispecie di impresa⁵⁵.

Nella rilevanza puramente interna del rendiconto (che si analizzerà di seguito) di cui all'art. 2350, comma 2, c.c. può essere ravvisata la ragione dell'assenza di una disciplina legislativa relativa alla contabilità del settore e delle modalità di rendicontazione. Anche sotto questo profilo è significativo il confronto con la disciplina contabile dettata per i patrimoni destinati, ove è esplicitamente previsto l'obbligo per gli amministratori, o per il consiglio di gestione, di tenere separatamente, per ogni specifico affare cui è destinato un patrimonio, i libri e le scritture contabili di cui all'art. 2214 c.c., ed inoltre l'obbligo di rispettare una serie di prescrizioni nella redazione del bilancio della società, tra cui l'indicazione nella nota integrativa del valore e tipologia dei rapporti giuridici compresi in ciascun

⁵³ F. Di Sabato, *Strumenti di partecipazione a specifici affari con patrimoni separati e obbligazioni sottoscritte dagli investitori finanziari*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2004, pp. 13 ss.

⁵⁴ L. Salamone, *Sui patrimoni destinati a specifici affari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di C. Montagnani, Milano, 2004, pp. 97 ss.

⁵⁵ A. Paciello, *Le azioni correlate*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di C. Montagnani, Milano, 2004, p. 220.

patrimonio destinato e dei criteri adottati per l'imputazione degli elementi di costo e ricavo⁵⁶.

Peraltro, sebbene l'emissione delle azioni correlate non possa pregiudicare i creditori sociali, si sottolinea come il legislatore abbia attribuito alla competenza dei soci, in sede costitutiva o di modificazione statutaria, una materia quale quella contabile e di redazione del bilancio, da sempre considerata indisponibile e rimessa all'organo gestorio. La scelta di predeterminare le regole tecniche, cui gli amministratori devono attenersi nella tenuta della contabilità industriale, per imputare i costi ed i ricavi di uno specifico settore di attività, priva l'organo competente alla redazione del bilancio della possibilità di tenere conto delle condizioni concrete e delle interrelazioni economiche tra i singoli settori ad una data certa. Inoltre, il rinvio all'autonomia statutaria della regolazione di tale materia lascia irrisolti i delicati problemi di conflitti di interesse sulle scelte delle allocazioni delle opportunità strategiche e dei mezzi propri tra i vari settori di attività.

Occorre sottolineare come sia gli strumenti finanziari di partecipazione ai patrimoni destinati sia le azioni correlate sono state disciplinate dal legislatore delegato in attuazione dell'art. 4, comma 4, lett. b), della legge delega 3 ottobre 2001, n. 366, che prevedeva l'introduzione nelle società per azioni di *“patrimoni dedicati ad uno specifico affare, determinandone condizioni, limiti e modalità di rendicontazione, con la possibilità di emettere strumenti finanziari di partecipazione ad esso”*. Le direttive della legge delega avevano fatto sorgere la questione in merito al grado di separazione patrimoniale da attribuire ai patrimoni dedicati: a chi riteneva che dovesse attuarsi una completa separazione del patrimonio della società, sia sul piano della responsabilità sia su quello della contabilità⁵⁷, si contrapponeva chi aveva individuato negli strumenti finanziari di partecipazione ad un patrimonio destinato l'equivalente delle *tracking stocks* statunitensi, caratterizzate, da una separazione patrimoniale debole, atteso il divieto di distribuzione di utili ad una categoria di

⁵⁶ C. Angelici, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003, p. 64; G.E. Colombo, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati: prime considerazioni*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2004, pp. 30 ss.

⁵⁷ Cfr. C. Rabitti-Bedogni, *Patrimoni dedicati*, intervento alla giornata di studio di Roma, 26 gennaio 2002, in *Rivista del notariato*, 2002, I, p. 1121.

tracking stocks nell'ipotesi in cui le altre aree di attività avessero subito perdite tali da azzerare gli utili di bilancio⁵⁸. Il legislatore delegato ha nondimeno duplicato gli istituti ed ha disciplinato sia gli strumenti finanziari partecipativi a settori di attività caratterizzati da una separazione patrimoniale reale, sia le azioni correlate, strumenti partecipativi ai risultati economici di attività separate solo contabilmente.

Problema interpretativo ulteriore è se sia possibile emettere azioni correlate ad uno specifico affare, che sia costituito come patrimonio destinato ai sensi dell'art. 2447-*bis* c.c. Sembra preferibile la tesi negativa, deponendo in questo senso l'*incipit* dell'art. 2350, comma 2, c.c., costituito dalla locuzione “*fuori dei casi previsti dall'art. 2447-bis*”. Del resto si ritiene possibile l'emissione di azioni correlate riferite a patrimoni separati solo nel caso in cui, in realtà, si fuoriesca dal patrimonio ai sensi dell'art. 2447-*bis* c.c.; si afferma, infatti, che tale emissione sia consentita solo nel caso in cui il capitale rappresentato da dette azioni non sia isolato, ma soltanto postergato nella partecipazione alle perdite della società: ciò che sarà possibile fare solo dando lettura evolutiva all'art. 2447-*quinquies*, comma 1, c.c. e ritenendo che la separatezza ivi prevista possa essere derogata per via di autonomia in sede di delibera di costituzione del patrimonio dedicato⁵⁹. Si osservi poi che, in conformità delle indicazioni contenute nella seconda Direttiva CE in materia societaria, le azioni correlate europee devono necessariamente rappresentare una frazione dell'intero capitale della società emittente, in quanto la normativa comunitaria non consente l'emissione di azioni correlate rappresentative di un patrimonio separato⁶⁰.

2.2 Gruppi. Ammissibilità delle c.d. *Subsidiary Tracking Stocks*

La dottrina italiana⁶¹ si è chiesta se possa ricadere nella nozione di settore di attività sociale di cui all'art. 2350, comma 2, c.c. anche l'ipotesi di attività indirettamente esercitata dall'emittente, attraverso società controllate o collegate.

⁵⁸ M. Lamandini, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001, p. 53.

⁵⁹ M. Lamandini, *Autonomia negoziale*, op. cit., p. 526.

⁶⁰ G.B. Portale, op. cit., p. 164.

⁶¹ Pone la questione, in termini dubitativi, Borsa Italiana S.p.A., *Riforma del diritto societario. Osservazioni sulle bozze dei decreti legislativi 2 dicembre 2002*, in *Rivista delle società*, 2002, p.

Tale ipotesi, peraltro, come si è visto, è frequente in diversi ordinamenti giuridici stranieri in cui sono state emesse le c.d. *subsidiary tracking stocks*⁶². Si noti che le emissioni di *tracking stocks* operate in Giappone da *Sony Corporation* (emissione nel 2001 di azioni correlate ai risultati della società interamente controllata *Communication Network Corporation* operante nei servizi internet; operazione successivamente risoltasi nella conversione delle azioni correlate in azioni ordinarie a motivo della quotazione delle azioni della società controllata) ed in Francia da *Alcatel S.A.* prevedevano la correlazione all'attività settoriale imputata a specifiche *subsidiaries* o sottogruppi societari.

Per un caso di *subsidiary tracking stocks* nell'ordinamento giuridico italiano si ricorda la sopracitata emissione di azioni correlate di *ATAF S.p.A.*, società a controllo comunale di servizi di trasporto locale, che ha emesso azioni correlate ai risultati della partecipata *Tram Firenze S.p.A.*, riservate al socio maggioritario *Comune di Firenze*⁶³.

In via preliminare è opportuno osservare che esistono attualmente riferimenti normativi che consentono, in determinate situazioni, di riferire in modo giuridicamente rilevante alla società controllante l'attività della società controllata. In tal senso, peraltro, è nota la tesi⁶⁴ secondo la quale nell'ambito dei gruppi societari l'attività di impresa sarebbe svolta direttamente dalle società controllate e indirettamente dalla società capogruppo, controllante. Tesi che ha come evidente

1568; risolvono il dubbio in senso positivo A. Paciello, op. cit., p. 227; A. Colavolpe, *La nuova disciplina delle categorie di azioni*, in *Le società*, 2003, p. 1596; più analiticamente U. Patroni Griffi, op. cit., pp. 42 ss.; in senso contrario, D.U. Santosuosso, op. cit., p. 81 e, seppure dubitativamente, P. De Biasi, *Patrimoni separati e alphabet stock, nuove norme e vecchi problemi*, in *Vita notarile*, 2003, p. 467, nota 46. Per un interessante esame dei problemi tributari posti nell'ordinamento statunitense dall'emissione di *subsidiary tracking stocks*, si veda New York State Bar Association, *Tax section corporations committee and reorganizations committee report regarding "tracking stocks" arrangements*, in *43 Tax Law Review*, 1987, pp. 51 ss.

⁶² A. Levinson, *An old corporate finance technique gains new currency - and controversy*, in *9 Strategic finance*, 2000, pp. 63 ss.

⁶³ Si veda lo statuto in www.ataf.net.

⁶⁴ Si veda F. Galgano, *I gruppi di società*, Torino, 2001, pp. 67 ss. ed alla quale ha aderito Cass. 26 febbraio 1990, n. 1439, in *Giurisprudenza commerciale*, 1991, II, pp. 366 ss.; dopo la riforma Id., *Artt. 2497 - 2497-septies. Direzione e coordinamento di società*, Bologna, 2005, pp. 19 ss. e Id., *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, 2005, pp. 157 ss.; U. Patroni Griffi, op. cit., pp. 44-45.

premessa la rilevanza normativa del concetto di impresa unitaria di gruppo, pur nella sua plurima articolazione soggettiva. Tuttavia, tale impostazione, che non sembrava del tutto convincente prima della riforma⁶⁵, non pare ancora, quanto meno nella sua versione integrale, ricevere pieno conforto normativo. Infatti, la stessa normativa sulla direzione e coordinamento di cui all'art. 2497 c.c. presuppone un potere della società controllante di incidenza sull'attività imprenditoriale delle società controllate e per tale via la possibilità di riferire i risultati positivi o negativi dell'attività gestoria della controllata anche alla controllante. Tuttavia, un fatto è asserire che in presenza di direzione unitaria unica vi è l'impresa di gruppo, imputabile alla capogruppo; altro è dire che date certe circostanze, non già fattuali, bensì anche formali, l'attività imprenditoriale delle controllate sia anche riferibile alla controllante⁶⁶.

Gi elementi normativi di cui sopra sono da rinvenire, da un lato, nelle disposizioni contenute agli artt. 2428, comma 1, c.c. (*Relazione sulla gestione*), 2361 c.c. (*Partecipazioni*), 2381, comma 5, c.c. (*Presidente, comitato esecutivo e amministratori delegati*), 2403-bis, comma 2, c.c. (*Poteri del collegio sindacale*). Si noti, poi, quanto previsto dal Regolamento della Borsa Italiana (deliberato dall'assemblea di Borsa Italiana S.p.A. del 10 settembre 2009 ed approvato dalla Consob con delibera n. 17026 del 7 ottobre 2009) al comma 6 dell'art. 2.2.1: "*L'emittente deve esercitare, direttamente o attraverso le proprie controllate e in condizioni di autonomia gestionale, un'attività capace di generare ricavi. Borsa Italiana nel valutare la sussistenza delle condizioni di autonomia gestionale verifica che non vi siano ostacoli alla massimizzazione degli obiettivi economico finanziari propri dell'emittente. Qualora Borsa Italiana ravvisi elementi potenzialmente idonei a ostacolare il conseguimento dell'autonomia gestionale, richiede che sia data al pubblico adeguata informativa all'atto dell'ammissione a quotazione ed eventualmente in via continuativa. Per le società controllate sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di un'altra società non devono sussistere le condizioni che inibiscono la quotazione di cui all'articolo 37 del regolamento Consob*

⁶⁵ Si veda G. Scognamiglio, *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, Torino, 1996, pp. 50 ss.; U. Tombari, *Il gruppo di società*, Torino, 1997, pp. 19 ss.

⁶⁶ Per una lettura in chiave positiva della disciplina introdotta agli artt. 2497 ss. c.c., si veda A. Valzer, *Il potere di direzione e coordinamento di società tra fatto e contratto*, in *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 3, 2007, pp. 850 ss.

16191/2007 e successive modifiche e integrazioni. L'attivo di bilancio ovvero i ricavi dell'emittente non devono essere rappresentati in misura preponderante dall'investimento o dai risultati dell'investimento in una società le cui azioni sono ammesse alle negoziazioni in un mercato regolamentato"; dall'altro, più incisivamente, nella nuova disciplina sulla direzione e coordinamento contenuta agli artt. 2497 ss. c.c.⁶⁷.

Certa dottrina⁶⁸ ha ritenuto che per potere qualificare, ai fini in discussione, l'attività della società controllata, quale settore di attività sociale della società controllante, risulta necessaria la concorrenza di due requisiti:

(a) che la società controllante eserciti quel potere di incidere sulle scelte gestionali e imprenditoriali della società controllata che oggi il legislatore riconosce, entro certi limiti, come legittimo alla luce di una lettura in positivo dell'art. 2497 c.c. Un potere, quindi, di influenzare anche e soprattutto i risultati dell'attività della società controllata, come inequivocabilmente suggerito dall'art. 2497-bis, comma 5, c.c.; e

(b) che tale potere si basi su indici esteriori e formali di stabilità, tali da assicurare nel tempo sia l'indirizzo dell'attività della società controllata sia l'autonomia decisionale della società controllante circa la destinazione dei risultati stessi (politica dei dividendi). Potere, dunque, sicuramente presunto in un rapporto di controllo c.d. interno di diritto (art. 2359, comma 1, n. 1, c.c.)⁶⁹ e, con qualche margine di dubbio, di controllo di fatto (art. 2359, comma 1, n. 2, c.c.).

Vi è da osservare che mentre l'art. 2497-sexies c.c. presume l'esistenza di direzione e coordinamento mediante un generico riferimento alle situazioni di controllo di cui all'art. 2359 c.c., l'interpretazione riportata sarebbe più stringente in funzione del fatto che solo un controllo partecipativo è in grado di assicurare anche sul piano

⁶⁷ U. Patroni Griffi, op. cit., pp. 44 ss.

⁶⁸ U. Patroni Griffi, op. cit., p. 47.

⁶⁹ Sul punto con riferimento all'art. 228-13 del *Code de Commerce*, per tutti, A. Viandier, *Les actions de préférence (ordonnance n. 2004-604 du 24 juin 2004, article 31)*, in *JCPE semaine juridique edition entreprise*, n. 40, 30 settembre 2004, p. 145.

tecnico giuridico l'attuazione della politica dei dividendi eventualmente alla base della emissione di azioni correlate. Ciò, peraltro, è sicuramente vero nel caso di controllo di diritto, meno certo nel caso di controllo di fatto.

A tal fine si rinvia anche all'opinione espressa in passato in relazione alle condizioni necessarie per ritenere legittima l'iscrizione nel bilancio della società controllante degli utili della società controllata, secondo il criterio di competenza. Ipotesi, quella indicata, certamente diversa da quella in esame, ma con qualche punto di contatto. Così, infatti, autorevole dottrina e autorità indipendenti di controllo e vigilanza hanno ritenuto legittima tale iscrizione solo al sussistere di una situazione di controllo in grado di dare certezza circa l'avveramento della condizione inerente la distribuzione dell'utile della società controllata già iscritto nel bilancio della società controllante⁷⁰.

Peraltro, occorre distinguere i presupposti per la riferibilità dell'attività sociale della società partecipata anche alla società partecipante, dagli elementi della fattispecie azioni correlate.

Sotto il primo profilo gli indici normativi suggeriscono come la nozione di controllo costituisca il presupposto per potere considerare l'attività della società partecipata riferibile anche alla società partecipante, non tanto ai fini patrimoniali, quanto sotto il profilo gestionale. In tale direzione la nozione di controllo non può che essere di tipo funzionale e ampia, potendo comprendere sia il controllo di diritto partecipativo, sia il controllo di fatto partecipativo, ma anche il controllo tramite patti parasociali o altri vincoli contrattuali che consentano una incidenza sulle scelte gestorie della partecipata.

Sotto il secondo profilo, occorre, effettivamente chiedersi se, ai fini della correlazione ai risultati della partecipata, la nozione di controllo non debba, invece, essere ristretta a forme stabili di controllo di diritto partecipativo. La risposta positiva sconterebbe la tesi secondo la quale elemento essenziale del meccanismo di

⁷⁰ Così G.E. Colombo, *Contabilizzazione del dividendo nell'esercizio di maturazione dell'utile*, in *Le società*, 1996, pp. 1227 ss. e Consob, *Comunicazione n. SOC/RM/94004765* dell'11 maggio 1994 e *Comunicazione n. DAC/RM/95002194* del 16 marzo 1995.

correlazione in discorso debba essere il controllo *ex ante* della delibera di distribuzione degli utili nella società partecipata. Un potere dell'emittente che costruirebbe *condicio sine qua non* dell'emissione di *subsidiary tracking stocks*. Potere che, dovendo preesistere all'emissione non potrebbe valutarsi *ex post*, come nel caso di controllo di fatto. Sul punto si noti, tuttavia, che al di là del fatto che la correlazione può avvenire con diverse modalità tali da garantire comunque il diritto dell'azionista a quota parte del risultato dell'attività della società partecipata (si pensi solo all'ipotesi di etero destinazione degli utili della società partecipata o alle *dividend access shares*), è preferibile ritenere che i presupposti per la soddisfazione del diritto incorporato nell'azione siano elementi estranei alla fattispecie azionaria, partecipando, invece, della disciplina del rapporto societario. In tal senso, dovrebbe ritenersi legittima l'emissione di azioni correlate ai risultati di una società partecipata anche nel caso di controllo di fatto partecipativo o tramite vincoli contrattuali, anche parasociali.

Controllo partecipativo di diritto ed esercizio effettivo dell'attività di direzione e coordinamento sarebbero, secondo l'impostazione riferita, condizioni necessarie per legittimare la correlazione tra azioni della società controllante e risultati della società controllata.

Tale soluzione pare, in linea di principio, condivisibile, trovando essa, peraltro, sostanzialmente conforto nel dato comparatistico, nella prassi delle emissioni di *subsidiary tracking stocks*, ed alla luce della considerazione, di natura economica, che la struttura di gruppo di società interamente controllate costituisce, ai fini di diversificazione del rischio e dell'attività di impresa, immediata alternativa alla struttura interna multidivisionale⁷¹.

In chiave comparatistica, si noti che ai sensi del nuovo art. 228-13 del *Code de Commerce* francese, introdotto con Ord. No. 2004-604 du 24 juin 2004, art. 31: "*Les droits particuliers mentionnés à l'article L. 228-11 peuvent être exercés dans la société qui possède directement au indirectement plus de la moitié du capital de*

⁷¹ Per tutti e ampiamente J. Bethel – J.P. Liebeskind, *Diversification and the legal organization of the firm*, in 9 *Organization science*, 1998, pp. 49 ss.

l'émettrice ou de la société dont l'émettrice possède directement ou indirectement plus de la moitié du capital. L'émission doit alors être autorisée par l'assemblée générale extraordinaire de la société appelée à émettre des actions de préférence et par celle de la société au sein de laquelle les droits sont exercés. Les commissaires aux comptes des sociétés intéressées doivent établir un rapport spécial". La disposizione menzionata sembra costituire un esempio equilibrato di apertura all'autonomia statutaria coniugato con strumenti efficienti di garanzia degli interessi dei soci e dei terzi⁷².

Sembrerebbe, dunque, incoerente rispetto ai propositi della riforma, da un lato, introdurre una disciplina (quella delle azioni correlate, dei patrimoni destinati e dell'attività di direzione e coordinamento)⁷³ volta a rendere tendenzialmente neutrale l'articolazione interna al medesimo ente della responsabilità, del rischio e delle attività di impresa, rispetto all'utilizzo della struttura di gruppo, per poi penalizzare proprio quest'ultima, negando l'utilizzo di un potenziale strumento di finanziamento tipicamente utilizzato dall'impresa diversificata di gruppo.

Qualora, poi, si negasse che l'attività della società controllata possa, a certi effetti ed alle condizioni sopra viste, essere riferita alla società controllante, l'emissione di azioni correlate sarebbe senz'altro preclusa alle *holding* c.d. pure. Una discriminazione, quella indicata, che non sarebbe agevole giustificare sul piano della tutela degli interessi.

Si noti quanto scriveva, a proposito delle azioni correlate ad un settore rappresentato da una società controllata, il gruppo di lavoro nominato dalla COB per studiare la compatibilità dell'istituto con l'ordinamento francese: *“La filialisation présenterait l'avantage de clarifier les relations entre l'émetteur et l'activité tracée, notamment*

⁷² V. A. Viandier, *Les actions de préférence*, op. cit., p. 145.

⁷³ Riflessioni di natura sistematica in P. Spada, *C'era una volta la società...*, in *Rivista del notariato*, 2004, pp. 5 ss.; A. Zoppini, *Autonomia e separazione del patrimonio nella prospettiva dei patrimoni separati della società per azioni*, in *Rivista di diritto civile*, 2002, pp. 545 ss.; A. Guizzi, *Patrimoni separati e gruppi di società. Articolazione dell'impresa e segmentazione del rischio: due tecniche a confronto*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2003, I, p. 646; per la neutralità funzionale dell'istituto societario rispetto al patrimonio destinato si veda per chiarezza G.F. Campobasso, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, II, VII edizione, Torino, 2009, pp. 9-10.

*d'un point de vue comptable. En outre, compte tenu de la jurisprudence française qui admet les flux intra-groupe, la filialisation de l'activité tracée permettrait une grande souplesse d'affectation des moyens et des ressources*⁷⁴.

Detto ciò pare utile segnalare come nulla sembra ostare a che il settore di attività correlato sia individuato in più segmenti di attività omogenei esercitati da più società controllate o da divisioni interne congiuntamente a società controllate⁷⁵.

2.3 Elementi essenziali della fattispecie. I criteri di correlazione tra diritti patrimoniali e risultato di settore

Chiarito l'ambito di applicabilità dell'istituto è opportuno ora dedicare attenzione alla ricostruzione della fattispecie e della disciplina delle azioni correlate, quali azioni speciali di categoria.

L'elemento minimo e caratterizzante tale categoria azionaria è costituito dalla correlazione dei diritti patrimoniali ai risultati di un settore specifico di attività sociale esercitata dall'emittente. E' necessario trattare il significato ed il contenuto di tale criterio di correlazione sul piano ricostruttivo sistematico.

A tal riguardo, sono state ipotizzate due distinte impostazioni⁷⁶. La prima (c.d. 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 oggetto⁷⁷. La seconda (c.d. correlazione in senso debole o *loose tracking*), meno rigida, 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 in oggetto, senza escludere la possibilità, da una parte, di una partecipazione delle azioni correlate anche ai risultati

⁷⁴ In COB, *L'introduction en France d'actions traçant. Rapport du groupe de travail preside par René Barbier de la Serre*, luglio 2000, p. 22.

⁷⁵ Così U. Patroni Griffi, op. cit., p. 47.

⁷⁶ Per tutti, sulla configurazione delle clausole di correlazione, v. U. Patroni Griffi, op. cit., pp. 64 ss.

⁷⁷ In questa direzione G. Mignone, op. cit., p. 303; F. Martorano, op. cit., p. 144; A. Paciello, op. cit., pp. 219 ss.

di altri settori dell'attività sociale e, dall'altra, di un concorso partecipativo delle azioni ordinarie sui risultati del settore oggetto di correlazione⁷⁸.

La distinzione delle due impostazioni non è meramente concettuale, posto che l'adozione della prima porterebbe, da un lato, ad un ambito di applicazione più limitato dell'intera disciplina, tipicamente informativa, contenuta all'art. 2350, comma 2, c.c. e, dall'altro, probabilmente ad estendere la nozione di risultato di settore, di pertinenza esclusiva delle azioni in questione⁷⁹. La ricostruzione della fattispecie nei rigidi termini prospettati, inoltre, avrebbe il pregio di facilitare il compito dell'interprete laddove lo statuto rechi clausole di correlazione generiche.

In ogni caso, la configurabilità di diritti patrimoniali correlati a risultati di un determinato settore di attività dovrebbe già rientrare a pieno titolo nelle zone di libertà d'iniziativa lasciate dall'art. 2348 c.c.⁸⁰, il cui comma 2 prevede che “*si possono tuttavia creare, con lo statuto o con successive modifiche di questo, categorie di azioni fornite di diritti diversi anche per quanto concerne la incidenza delle perdite. In tal caso, la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie*”. Di conseguenza, l'art. 2350, commi 2 e 3, c.c. introdurrebbe non già una nuova fattispecie, precedentemente illegittima, ma una particolare disciplina dell'informazione societaria occasionata dalla peculiare *diversità* del diritto patrimoniale incorporato nelle azioni di categoria. La norma in questione potrebbe essere letta, allora, nel senso che quando i diritti diversi di natura patrimoniale sono caratterizzati da una correlazione sia debole che forte ai risultati di un settore di attività della società, è necessario che lo statuto provveda a definire i criteri di accertamento del risultato del settore, criteri strumentali alla misurazione dei diritti patrimoniali, e la disciplina del

⁷⁸ C. Angelici, op. cit., p. 78.

⁷⁹ E infatti A. Paciello, op. cit., pp. 227 ss, nel trattare i diritti patrimoniali, estende il diritto all'utile anche alle riserve derivanti dagli utili di settore accantonati, proprio alla luce di una nozione rigida di azione correlata.

⁸⁰ In questo senso U. Patroni Griffi, op. cit., pp. 64 ss.; S. Serafini, *Le azioni correlate e i diritti patrimoniali sui risultati del settore*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2005, p. 791. Si veda anche M. Notari, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in *Il Nuovo ordinamento delle società*, AA.VV., Milano, 2003, pp. 591 ss.

rendiconto relativo al determinato settore. Ciò nell'interesse di tutti i soci e non come disciplina peculiare delle azioni correlate.

Seguendo tale impostazione, sembra utile chiarire in via preliminare il rapporto tra risultato di esercizio e risultato del settore sul piano strutturale e funzionale.

A tal fine si ricorda che, quale che sia il criterio (quali - quantitativo) di deviazione dal principio di proporzionalità sancito dall'art. 2350, comma 1, c.c. (“*ogni azione attribuisce il diritto a una parte proporzionale degli utili netti e del patrimonio netto risultante dalla liquidazione, salvi i diritti stabiliti a favore di speciali categorie di azioni*”), il diritto periodico spettante ai titolari di azioni correlate deve considerarsi pur sempre un diritto di partecipazione alla ripartizione dell'utile di esercizio o all'imputazione della perdita stessa, inerenti il complesso dell'attività sociale dell'emittente, come espressamente previsto dall'art. 2350, comma 3, c.c.

Non è, quindi, legittimamente prospettabile la configurazione di un diritto alla ripartizione del risultato del settore di attività.

Al di là dei vincoli quantitativi sanciti dal comma 3 dell'art. 2350 c.c. (un diritto al risultato di settore non sarebbe, infatti, incompatibile con il limite ricordato, laddove, appunto tale diritto fosse condizionato all'operare del limite quantitativo inderogabile), è proprio un'eterogeneità concettuale che non consente di porre sullo stesso piano le due fattispecie ricordate. A tal riguardo non si ritiene pienamente condivisibile quella dottrina che assegna al risultato di settore e al rendiconto che ne accerta la misura, un valore organizzativo, pari o analogo a quello che possiedono il risultato dell'esercizio sociale ed il bilancio relativo⁸¹.

⁸¹ A. Paciello, op. cit., pp. 226 e 227. Resta salvo il fatto che quando si versi nell'ipotesi di *subsidiary tracking stocks* il risultato di esercizio della società controllata, quale risultante del bilancio della stessa, assumerà valore organizzativo per la società controllante.

Il risultato del settore rappresenta esclusivamente il parametro quantitativo, relativo o assoluto, fisso o variabile, per il calcolo della parte di risultato di esercizio di spettanza delle azioni correlate ⁸².

La previsione normativa circa la correlazione tra diritto patrimoniale e risultato dell'attività sociale del settore non sembra lasciare dubbi nel senso di una netta distinzione tra diritto patrimoniale e criterio o parametro di misura dello stesso. In tal senso si è parlato di *clausola di indicizzazione*⁸³.

Potrebbe, peraltro, astrattamente ritenersi legittima l'applicazione di principi di accertamento del risultato di settore e di redazione del rendimento non in linea con la disciplina del bilancio di esercizio e i principi contabili nazionali e internazionali applicabili ⁸⁴. Alla luce di ciò si ritiene che il risultato di settore non debba necessariamente, ai fini del calcolo della parte di spettanza delle azioni correlate, essere decurtato del prelievo tributario e della quota parte delle riserve legali e statutarie. Tale *omogeneizzazione* tra risultato di settore e risultato della società non sembra strettamente necessaria dal momento che il rapporto tra i due risultati potrebbe essere concepito in termini percentuali, anziché assoluti, rispetto al risultato finale.

Quanto appena indicato non toglie, tuttavia, che il valore del risultato del settore, pur qualificato in termini di parametro o indice di riferimento per il calcolo della quota di risultato di esercizio di pertinenza delle azioni correlate, possa essere considerato in termini assoluti, quasi come un addendo nella sommatoria dei sub-risultati delle attività settoriali, anziché in termini relativi, quale percentuale data dal rapporto tra risultato complessivo di settore e risultato complessivo dell'attività sociale.

⁸² M. Lamandini, *Struttura finanziaria*, op. cit., p. 53; G.B. Portale, op. cit., p. 164; G. Mignone, op. cit., p. 302; chiaramente in dottrina francese A. Viandier, *Les actions reflet*, in *Revue de jurisprudence de droit des affaires*, 2001, *Chronique*, p. 6.

⁸³ A. Tézenas du Montcel, *Les "tracking stocks"*, *Memoire de 3me année*, Université Paris II-Oanthéon-Assas, 2000, p. 49; U. Patroni Griffi, op. cit., pp. 64 ss.

⁸⁴ *Contra*, nel senso che la disciplina circa i criteri di redazione del rendiconto sia indisponibile, A. Paciello, op. cit., p. 226; U. Patroni Griffi, op. cit., p. 142.

Anche in tale evenienza, in ogni caso, non viene meno la distinzione concettuale tra risultato del settore e risultato di esercizio. Solo attraverso un procedimento⁸⁵ di uniformazione dei criteri di accertamento, di consolidamento e riconciliazione contabile dei dati settoriali con quelli dell'impresa in generale⁸⁶, che consenta di rendere omogeneo il risultato di settore con il risultato dell'attività complessiva, si potrebbe concepire un diritto al sub-risultato stesso. Di tale procedimento e della sua necessità, tuttavia, non vi è traccia nella normativa in esame.

Unica deroga a tale principio potrebbe essere rappresentata dall'ipotesi di accesso diretto da parte dell'azionista della controllante agli utili della società controllata, laddove quest'ultima contenga nel proprio statuto una clausola di etero destinazione degli utili a favore degli azionisti della società controllante titolari di azioni correlate. Si coniugherebbe così l'istituto delle *dividend access shares* con quello dell'azione correlata⁸⁷. In tal caso, infatti, il risultato di settore avrebbe la medesima natura dell'utile societario (quello della società controllata), con inevitabili ricadute sulla ricostruzione della natura del diritto patrimoniale incorporato nell'azione correlata.

L'ipotesi, invece, in cui non vi sia diretto accesso dell'azionista correlato all'utile della società controllata, ma quest'ultimo dovesse necessariamente prima transitare dal patrimonio della controllante, mediante distribuzione da parte della controllata, non dovrebbe mutare i termini della questione sopra evidenziata. L'utile della società controllata avrebbe natura di indice di riferimento, non potrebbe, invece, configurarsi, come oggetto del diritto patrimoniale dell'azionista correlato.

Passando ora ad esaminare il criterio di correlazione tra diritto patrimoniale e risultato di settore occorre, prima di indagare gli spazi di autonomia statutaria, valutare se possa, in mancanza di esplicita previsione normativa e statutaria, trovare applicazione il principio di proporzionalità, anche in via di interpretazione analogica.

⁸⁵ Sul quale per tutti S. Angeloni, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, Torino, 2005, pp. 361 ss., sebbene con riferimento alla disciplina dei patrimoni destinati, ma con impostazione largamente applicabile al tema in discorso.

⁸⁶ Si pensi alla necessità di eliminazione dei conti intergestori in termini non solo di compensazione di partite creditorie e debitori intersettoriali, bensì anche degli effetti di tali partite sul risultato contabile del settore, laddove i *prezzi di trasferimento* di beni e servizi interdivisionali siano diversi dai valori contabili. In tema, per tutti, S. Angeloni, op. cit., pp. 377 ss., pp. 420 ss.

⁸⁷ V. Y. Guyon, *Les tracking stocks*, Mélanges AEDBF-France III, Hubert de Vauplane et Jean-Jacques Daigre, 2001, pp. 191 ss., il quale correttamente distingue i due istituti.

Posto che le azioni correlate non rappresentano sub-capitale, bensì solo una percentuale del capitale sociale complessivo e che, a meno di un'esplicitazione negoziale in tal senso, i conferimenti versati dagli azionisti⁸⁸ non subiscono necessariamente un vincolo di destinazione al settore correlato⁸⁹, si deve presumere che ogni azionista, titolare di azioni ordinarie o correlate, abbia diritto a partecipare al risultato di settore, secondo una determinata proporzione.

A tale proposito si è ritenuto quale criterio di correlazione opportuno, se non necessario, quello secondo il quale alle varie categorie di azioni debba riconoscersi l'utile prodotto dal rispettivo settore correlato secondo la proporzione data dal peso di ciascuna categoria sul totale del capitale e dalla proporzione degli utili di settore rispetto all'utile della società⁹⁰.

E' stato, tuttavia, osservato, che *“seppure una tale impostazione ha il pregio di dare rilievo sia al peso di ciascuna categoria di azioni sul totale del capitale, sia alla proporzione tra gli utili divisionali e l'utile della società, in assenza di un'indicazione legislativa in tal senso, la soluzione proposta può essere considerata non già come il regime naturale, bensì come una delle possibili soluzioni*

⁸⁸ Peraltro, la creazione di *tracking stocks* può anche originare da operazioni di conversione di azioni di altra categoria che abbiano come effetto solo una diversa composizione del capitale sociale esistente; in tal evenienza non si assisterebbe ad emissione con nuovi conferimenti (salva l'ipotesi di conversione con conguaglio in denaro) e quindi, eventualmente, a nuovi mezzi di finanziamento del settore correlato.

⁸⁹ A tale proposito si veda quanto previsto in *Alcatel S.A., Note d'operation Preliminaire. Augmentation du capital par emission de 16.500.000 actions nouvelles de categorie O*, p. 8, al paragrafo intitolato *“Intentions d'Alcatel quant à l'utilisation du produit de la presente emission”*: *“Le produit de la presente emission contribuera au renforcement de la structure financière d'Alcatel, et au financement du besoin ed fonds de roulement au d'investissements eventuels. Il n'est pas prevu que ce produit soit utilisè pour recapitaliser les entites qui composent la Division Optronics. Il sera initialement investi en instruments financiers à court terme”*.

⁹⁰ P. De Biasi, *“Burro e cannoni”*: *le alphabet stock*, in *Le società*, 2002, p. 825. Per l'autore la ripartizione dei profitti del settore tra azionisti ordinari e correlati dovrebbe avvenire sulla base della proporzione tra *azioni ordinarie e capitale sociale*. Ne consegue che nel caso in cui, per esempio, il capitale pari a 100 sia suddiviso in 50 azioni ordinarie, 25 azioni di categoria A e 25 azioni di categoria B, e l'utile sociale sia pari a 100, suddiviso tra 50 prodotto dal settore A e 50 prodotto dal settore B, alle azioni ordinarie dovrebbe spettare il 50 per cento degli utili prodotti dal settore A e il 50 per cento degli utili prodotti dal settore B. Una volta determinato l'utile spettante agli azionisti ordinari, la misura degli utili spettanti ai titolari delle diverse categorie di azioni correlate si otterrebbe per sottrazione. Nell'esempio di cui sopra, se il settore A ha prodotto utile 50 e il settore B ha prodotto utile 50, il 50 per cento degli utili della divisione A andrà alle azioni ordinarie, 25, e la restante parte, 25, agli azionisti correlati della divisione A; e lo stesso accadrà per il settore B, di cui il 50 per cento andrà agli azionisti ordinari e la restante parte agli azionisti di classe B.

*statutariamente adottabili al fine di determinare la misura percentuale degli utili di settore spettante agli azionisti correlati*⁹¹.

Ogni tentativo di ricondurre, *a priori*, al principio di proporzionalità di cui all'art. 2350, comma 1, c.c. il diritto all'utile che sia correlato con clausola generica ai risultati di settore, non potrebbe che cadere nell'arbitrarietà. Solo caso per caso, dunque, potranno individuarsi, anche alla luce del materiale statutario e negoziale, soluzioni interpretative conformi agli interessi sottesi all'istituto.

In tale direzione sembra militare il dato empirico, alla luce del quale non può certo riscontrarsi una tipizzazione sociale delle clausole in questione.

Infatti, nel contesto delle emissioni di azioni correlate si sono adottati diversi tipi di criteri di correlazione, tra cui frequentemente i seguenti tre:

(1) un criterio di correlazione assoluto (nell'ammontare, c.d. *close tracking*), alla luce del quale l'intero ammontare del risultato di settore, comprese eventuali riserve destinate, nei limiti di capienza dell'utile d'esercizio e del patrimonio netto disponibile, sia di spettanza esclusiva dei titolari di azioni correlate. L'intera emissione di azioni correlate, in tale ipotesi, può dirsi rappresentare il valore del settore, il quale è considerato come una singola società (*stand alone corporation*) interamente posseduta dagli azionisti correlati;

(2) un criterio di correlazione di tipo proporzionale, alla luce del quale l'ammontare del risultato di settore di pertinenza degli azionisti correlati sia pari alla percentuale del valore o della *performance* del settore del quale le azioni correlate sono rappresentative. Tale percentuale è di norma determinata sulla base di diversi criteri convenzionali ed è funzionale a stabilire quanta parte del risultato del settore correlato l'emittente intende trattenere e, dunque, non destinare ai titolari di azioni correlate. Se, ad esempio, la società emittente decide di mantenere il diritto sul 50% del risultato del settore, si dovrà precisare che le azioni correlate emesse sono

⁹¹ S. Serafini, op. cit., p. 801.

rappresentative del 50% del valore del settore (*allocation fraction* o *intérêt dédié*). Tale percentuale, suscettibile di variazione in funzione dell'andamento economico del settore e dell'effettivo collocamento presso il pubblico delle azioni stesse, frequentemente è espressa in termini di rapporto tra ammontare totale di azioni correlate delle quali si è deliberata l'emissione (capitale deliberato) e quota effettivamente emessa e offerta al pubblico. La quota di azioni non emessa, sul cui collocamento l'emittente si riserva ogni decisione, o non destinata al pubblico ma detenuta dallo stesso emittente, come azioni proprie, costituisce la percentuale di interesse sul settore di pertinenza esclusiva dell'emittente (*retained interest* o *intérêt non dédié*)⁹²;

⁹² La quota effettivamente collocata presso il pubblico è stata definita, nell'ordinamento francese, come *intérêt dédié*. Tale definizione appare peraltro nel prospetto dell'emissione di azioni correlate ai risultati della Divisione *Optronics* di *Alcatel S.A.* e descritto da A. Viandier, *Les actions reflète*, op. cit., pp. 5 – 25. Si tratta della percentuale di azioni correlate offerte al pubblico, la quale non rappresenta il totale delle azioni correlate deliberate (la cui emissione sia stata autorizzata o delegata) o emesse. Delle azioni emesse, infatti, una parte può rimanere nella disponibilità della società stessa (azioni proprie) o essere distribuita ai soci ordinari (*inter-group interest*). La parte non emessa, peraltro, può costituire oggetto di futura emissione (capitale autorizzato o delegato) da destinare ad azionisti dell'emittente titolari di azioni ordinarie, ovvero ancora da collocare sul mercato o da assegnare in cambio di acquisizioni, ecc. La percentuale di *intérêt dédié* è, pertanto, variabile in funzione dell'ammontare delle azioni correlate deliberate, che vengono successivamente destinate al pubblico o riscattate o convertite. Sul punto si veda J.J. Hass, *How quantum, DLJ and Ziff-Davis are keeping on track with "tracking stock"*, settembre 1999, in <http://papers.ssrn.com>, p. 3; per la dottrina italiana U. Patroni Griffi, op. cit., p. 70, ove, ulteriori riferimenti. Si può leggere, nel contesto del prospetto Alcatel S.A. che:

“1. L'Intérêt Dédie est la fraction de l'intérêt économique de la Division Optronics représentée par les actions de catégorie O effectivement émises. Il sera égal à 17,4% après réalisation de l'émission d'actions de catégorie O objet de la présente note d'opération, avant exercice de l'option de sur-allocation visée au paragraphe II.B.3 ci-après, et sera égal à 20% dans l'hypothèse de l'exercice de l'intégralité de l'option de sur-allocation.

2. L'Intérêt Non Dédie est la fraction de l'intérêt économique de la Division Optronics non représentée par des actions de catégorie O effectivement émises. Il sera égal à 82,6% après réalisation de l'émission objet de la présente note d'opération et avant exercice de l'option de sur-allocation visée au paragraphe II.B.3 ci-après, et sera égal à 80% dans l'hypothèse de l'exercice de l'intégralité de l'option de sur-allocation. Il serait représenté par un nombre notionnel de 78 375 000 actions de catégorie O qui seraient détenues par Alcatel, si elles étaient émises, avant exercice de l'option de sur-allocation, et serait égal à 75 900 000 dans l'hypothèse de l'exercice de l'intégralité de l'option de sur-allocation.

3. L'Intérêt Dédie et l'Intérêt Non Dédie constituent ensemble, par définition, la totalité de l'intérêt économique de la Division Optronics.

4. La répartition entre Intérêt Dédie et Intérêt Non Dédie de l'intérêt économique de la Division Optronics est susceptible de varier dans les cas d'ajustement prévus par l'annexe II des statuts d'Alcatel”. Si veda *Alcatel S.A., Note d'opération préliminaire. Augmentation du capital par émission de 16.500.000 actions nouvelles de catégorie O*, p. 7.

Per tale via il diritto all'utile di spettanza delle azioni correlate rappresenta una parte o una percentuale dell'utile di settore proporzionale all'*interet dédié*. Così, per l'operazione *Alcatel S.A.*, laddove: “chaque action de catégorie O donne droit à un dividende prioritarie égal à 10% de la fraction du résultat net après impôts de la Division Optronics d'Alcatel correspondant à l'Intérêt Dédie, divisé par le nombre d'actions de catégorie O effectivement émises, et plafonné à 150% du

(3) un criterio di correlazione di tipo proporzionale alla luce del quale l'ammontare del risultato di settore di pertinenza degli azionisti correlati sarebbe determinato in proporzione "al valore economico del comparto rispetto al totale del patrimonio sociale" (*loose tracking*)⁹³.

Appare chiaro, dunque, come in materia la discrezionalità dell'emittente e degli operatori risulti decisiva, non sussistendo elementi normativi in grado di colmare eventuali lacune del regolamento statutario o negoziale, a meno di non aderire alla nozione ristretta di azione correlata riferita sopra (c.d. correlazione in senso forte o *close tracking*). In particolare, poi, laddove le *tracking stocks* venissero utilizzate non tanto come strumento per una più efficiente struttura del capitale sociale, bensì come tecnica di incentivazione del personale o degli amministratori (*stock options*), i criteri di correlazione potrebbero essere i più diversi e basati su indici di *performance* delle aree di attività correlate alle azioni⁹⁴.

2.4 Configurazione dei diritti patrimoniali. Il diritto agli utili, le riserve

L'analisi dei diritti patrimoniali ha come oggetto sia i diritti patrimoniali definibili tipici, quali il diritto agli utili, la partecipazione alle perdite ed il diritto alla quota di

dividende mis en distribution au profit de chaque action de catégorie A. Ce montant sera au moins égal à '80 0,10 par action de catégorie O".

Nello stesso senso, si può leggere nel prospetto di emissione di azioni *AT&T* correlate alla divisione *AT&T Wireless Group* del 26 aprile 2000, che: "*AT&T Wireless Group tracking stock issued in the initial public offering will reflect only a portion of the economic performance of the AT&T Wireless Group. AT&T will retain the remaining interest in the economic performance of the AT&T Wireless Group in the form of an inter-group interest. We currently intend to dispose of the AT&T Common Stock Group's interest in the AT&T Wireless Group following the initial public offering in the form of additional AT&T Wireless Group tracking stock. Such disposition will include a distribution in the form of a dividend to holders of AT&T Commons Stock Group shares for at least a portion of such interest, but may also include an exchange offer, a further sale of AT&T Wireless Group tracking stock or a combination thereof. We currently intend to dispose of the retained interest at some time after the offering and after we complete our pending merger with MediaOne Group, Inc. The exact method and timing of this disposition, however, has not yet been determined. We expect to base our decision with regard to the method and timing of the disposition on market conditions and the target of maximizing value for all AT&T shareholder groups. The disposition may occur in several stages, following which we expect that the outstanding shares of AT&T Wireless Group tracking stock will reflect 100% of the economic performance of the AT&T Wireless Group. There is no guarantee, however, that any disposition will follow this initial public offering*".

⁹³ U. Patroni Griffi, op. cit., pp. 64 ss.

⁹⁴ Sull'utilizzo delle *tracking stocks* come strumento di retribuzione dei dipendenti v. J.J. Schick, *Toward transaction-specific standards of directorial fiduciary duty in the tracking-stock context*, in 75 *Washington law review*, 2000, pp. 1372 ss.

liquidazione, sia i diritti diversi dai precedenti, privilegiando gli elementi di specificità della categoria in esame.

In merito alla distribuzione di dividendi alle azioni correlate, l'autonomia statutaria incontra dei limiti nel terzo comma dell'art. 2350 c.c. Tale disposizione, infatti, a tutela del capitale sociale ai sensi dell'art. 2433 c.c., pone come condizione del pagamento dei dividendi agli azionisti correlati, la presenza di utili distribuibili evidenziati dal risultato del bilancio della società⁹⁵.

In tal modo, viene evitato il rischio che una struttura societaria divisionale possa favorire forme di indebitamento patrimoniale (peraltro, l'indebolimento patrimoniale assume rilevanza anche in relazione ad eventuali azioni esecutive dei creditori o in presenza delle condizioni per la riduzione obbligatoria del capitale), che si produrrebbero qualora fosse possibile per tali azionisti essere destinatari dei proventi del settore indipendentemente dalla circostanza che il bilancio della società evidenziasse un risultato positivo. Devono, quindi, essere presi in considerazione gli utili e le perdite della società complessivamente considerata e, conseguentemente, l'andamento del settore assume esclusivamente la funzione di parametro per la determinazione dei diritti patrimoniali spettanti ai titolari delle azioni correlate⁹⁶.

E', quindi, possibile affermare che nei confronti degli azionisti correlati, l'utile può essere distribuito solo in caso di *doppio utile*, sia nella divisione che nell'intera società e sempre che consti il voto favorevole da parte degli azionisti nell'assemblea ordinaria che delibera sulla distribuzione degli utili.

La correlazione tra azione e settore avviene attraverso i diritti agli utili che possono prendere numerose forme: le disposizioni statutarie possono prevedere che tutti o solamente parte dei ricavi del settore correlato vengano attribuiti agli azionisti speciali; inoltre, possono essere individuate modalità di calcolo differenti, ad

⁹⁵ Cfr. G. Mignone, op. cit., che afferma che mentre nelle azioni privilegiate il dividendo è diversificato in senso quantitativo, nel caso delle azioni correlate lo è in senso qualitativo.

⁹⁶ Cfr. A. Stagno d'Alcontres, *Commento all'art. 2350 c.c.*, in *Commentario alle società di capitali*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Vol. 1, 2004, p. 299.

esempio, percentuali che tengano conto del valore del dividendo ordinario, così come sono ammissibili previsioni circa limiti massimi e minimi nella distribuzione.

In particolare, circa la configurazione del diritto agli utili, due schemi generali sembrano potersi prospettare, caratterizzati dalla esistenza o meno di un legame di esclusività tra diritto agli utili e risultato di settore.

Il primo schema generale si sostanzia in un diritto esclusivo alla quota di utile di esercizio corrispondente al risultato di settore. In tale contesto, indipendentemente dal criterio di correlazione tra risultato di esercizio e risultato di settore, quest'ultimo costituisce parametro di calcolo per la determinazione dell'ammontare totale spettante a ciascuna azione correlata. Di conseguenza, esclusivamente il valore dell'utile sociale corrispondente al risultato di settore, o ad una sua parte (si pensi al criterio di correlazione proporzionale sopra indicato), può essere oggetto di ripartizione tra titolari di azioni correlate, laddove beninteso l'utile di esercizio risulti capiente. In caso di mancato accertamento di un risultato positivo di settore, dunque, alle azioni correlate non può essere attribuito alcun utile sociale. Le azioni correlate incorporanti tale diritto possono essere definite azioni correlate in senso forte o azioni correlate non partecipanti al risultato dell'attività sociale diversa dal settore correlato⁹⁷.

Il secondo schema generale prevede un diritto correlato in modo non esclusivo al risultato di settore. In tal senso, indipendentemente dal criterio di correlazione tra risultato di esercizio e risultato di settore, quest'ultimo costituisce il parametro di calcolo per la determinazione di una parte dell'ammontare dell'utile sociale spettante a ciascuna azione correlata. In questa ipotesi, oltre al valore dell'utile sociale corrispondente al risultato di settore, o ad una sua parte, laddove l'utile di esercizio risulti capiente, potrà essere oggetto di ripartizione tra titolari di azioni correlate anche o (in caso di risultato negativo di settore) esclusivamente una quota parte dell'utile dell'attività sociale non corrispondente al settore correlato. Le azioni correlate incorporanti tale diritto possono essere definite azioni correlate in senso

⁹⁷ Così le azioni correlate della *Sony Corporation* emesse nel 2001.

debole o azioni correlate partecipanti al risultato dell'attività sociale diversa dal settore correlato.

Un esempio delle due fattispecie può contribuire a chiarire i termini della questione. Si ipotizzi che il capitale sociale dell'emittente sia suddiviso in azioni ordinarie di classe A ed azioni correlate di classe B di cui A rappresentative dell'80% del capitale sociale e B rappresentative del 20% del capitale sociale. Si assuma poi che l'utile di esercizio dell'emittente sia 100 e che la quota di tale utile imputabile al settore B sia 80. Nel caso di correlazione assoluta e azioni correlate non partecipanti, l'intero ammontare della quota di utile imputabile al settore pari a 80 spetta alle azioni correlate, mentre la quota di utile sociale residuale pari a 20 spetta alle azioni ordinarie.

Nel caso di correlazione proporzionale e azioni correlate non partecipanti, ferme restando la struttura del capitale e l'ammontare dell'utile sopra riferiti, occorre prima identificare il criterio di correlazione. Si ipotizzi, a tal fine, che la proporzione della quota di utile sociale imputabile al settore pari a 80 di spettanza delle azioni correlate, sia pari al 40% per le azioni correlate e al 60% per le azioni ordinarie. In tal caso la quota dell'utile sociale imputabile al settore pari a 80 spetta per 48 ($= 80 \times 60\%$) alle azioni ordinarie e per 32 ($= 80 \times 40\%$) alle azioni correlate. Nell'ipotesi, dunque, di criterio di correlazione proporzionale e azioni correlate non partecipanti l'utile di 100 spetta in ragione di 68 ($= 20 + 48$) alle azioni ordinarie e per 32 alle azioni correlate.

Si assuma, infine, che la percentuale di partecipazione all'utile sociale per la parte non imputabile al settore sia pari alla percentuale del capitale sociale rappresentata dalle varie categorie di azioni e che le azioni correlate con criterio proporzionale siano anche del tipo partecipanti. Nell'esempio sopra riportato le azioni correlate rappresentano il 20% del capitale sociale.

In tale ipotesi, ferma restando la quota di spettanza dell'utile sociale imputabile al settore 80 – ossia 48 per le azioni ordinarie e 32 per le azioni correlate – l'utile

residuo di 20 deve essere ripartito per 16 (= 20 x 80%) alle azioni ordinarie e per 4 alle azioni correlate. In conclusione spettano utili per 64 alle azioni ordinarie e per 36 alle azioni correlate.

E' evidente, dunque, che in funzione del criterio di correlazione, assoluto o proporzionale, tra utile e risultato di settore previsto statutariamente, i titolari di azioni correlate, partecipanti e non partecipanti, possono o meno subire il concorso degli altri azionisti, ordinari o di altra categoria, sulla quota di utile sociale corrispondente al risultato di settore di non spettanza esclusiva delle azioni correlate.

Alla luce dei due schemi generali individuati, il diritto agli utili spettanti alle azioni correlate sembra potersi configurare nei medesimi termini descritti sopra nell'esaminare tanto il procedimento decisionale che origina il diritto al dividendo, quanto le clausole di deviazione dal principio di proporzionalità. Del pari, possono valere i medesimi vincoli di legge, nell'esercizio della libertà di cui all'art. 2348 c.c.

Circa il procedimento decisionale, non vi dovrebbero essere ostacoli al fatto che lo statuto preveda che il diritto alla quota di utile sociale di pertinenza delle azioni correlate maturi in modo automatico, fatta salva, in assenza di diritto al dividendo minimo di settore, la discrezionalità dell'organo assembleare in ordine all'eventuale accantonamento dell'utile di esercizio.

In tal senso, secondo certa dottrina *“nel silenzio della clausola che individua i diritti attribuiti a tali azioni, si deve riconoscere ai titolari delle correlate il diritto a riscuotere gli utili loro spettanti dal momento in cui sia stato approvato il bilancio, senza subordinarlo, alla delibera di distribuzione”*⁹⁸. Il medesimo autore chiarisce che la clausola di destinazione automatica opererebbe, in ogni caso, in assenza di una deliberazione di accantonamento dell'utile da parte dell'assemblea. La posizione di tale autore si inquadra nel filone interpretativo alla luce del quale elemento minimo di fattispecie sarebbe costituito dal diritto esclusivo al risultato di settore (o meglio all'ammontare di utile sociale corrispondente).

⁹⁸ A. Paciello, op. cit., p. 228.

Altri autori, tuttavia, non ritengono corretto riconoscere agli azionisti correlati, in mancanza di espressa previsione normativa, un diritto alla distribuzione automatica, pur sempre fatta salva una decisione assembleare in diversa direzione⁹⁹.

Quanto alle clausole di deviazione dal principio di proporzionalità, il diritto all'utile di spettanza delle azioni correlate sembra potersi configurare sia come un diritto alla distribuzione di un dividendo minimo sociale, indipendentemente dall'andamento del settore¹⁰⁰, sia come un diritto alla distribuzione di un dividendo minimo sociale corrispondente ad una parte dell'utile sociale imputabile al settore, sia come un diritto alla distribuzione di un dividendo sociale assoluto corrispondente all'intera quota di utile sociale imputabile al settore. Peraltro, non dovrebbero esservi ostacoli alla previsione di un diritto al dividendo massimo¹⁰¹ (c.d. *dividend cap*).

Analogamente, potrà essere riconosciuto un diritto di priorità e/o un diritto di preferenza rispetto agli utili spettanti alle azioni ordinarie o, verosimilmente, ad altre azioni correlate. Si pensi all'ipotesi in cui alle azioni correlate, rappresentative del 30% del capitale sociale, non spetti il 100% della quota di utile sociale rappresentativa del risultato di settore, bensì una percentuale limitata, ad esempio il 40%. Si assuma poi che il risultato di settore è stato accertato per 100. Laddove l'intero utile sociale fosse capiente, la quota di spettanza dell'utile sociale alle azioni ordinarie sarebbe 60. Laddove l'utile sociale non sia capiente, ad esempio 60, perché gli altri settori di attività hanno prodotto perdite, l'utile sociale sarebbe rappresentato solo dal risultato di settore. Orbene laddove sussista un diritto di priorità in capo alle azioni correlate, a queste spetterebbe 40, e solo 20 alle azioni ordinarie; laddove tale priorità non fosse riconosciuta, alle azioni correlate spetterebbe solo il 40% di 60¹⁰².

⁹⁹ U. Patroni Griffi, op. cit., p. 67; S. Serafini, op. cit., p. 804.

¹⁰⁰ A. Viandier, *Les actions reflet*, op. cit., pp. 5 ss.

¹⁰¹ Per tali fattispecie nell'emissione *Alcatel S.A.* si veda per tutti A. Viandier, *Les actions reflet*, op. cit., pp. 5 ss.

¹⁰² Si veda quanto previsto nel prospetto di *AT&T* in merito al diritto ai dividendi spettanti alle azioni correlate ai risultati della divisione *Wireless Group*, il quale risulta postergato rispetto al diritto spettante alle azioni correlate ai risultati della divisione *Liberty Media Group*: "*Provided that AT&T has sufficient assets to pay a dividend under applicable law, after excluding the available dividend amount relating to the Liberty Media Group, AT&T may declare and pay dividends on AT&T Wireless Group tracking stock up to an available dividend amount. This amount is designed to be*

Peraltro, lo statuto può altresì prevedere un diritto al cumulo, a tempo determinato o indeterminato¹⁰³, laddove, in presenza di un diritto al dividendo minimo (sociale o di settore) o assoluto (di settore), la quota dell'utile sociale corrispondente al risultato positivo di settore non possa essere attribuita agli azionisti correlati, in quanto assorbita dai risultati negativi degli altri settori di attività sociale¹⁰⁴, ovvero l'utile di spettanza sia oggetto di accantonamento a riserva, secondo i principi visti.

Inoltre, qualche precisazione merita la configurazione del diritto all'utile qualora il settore correlato sia individuato nell'attività svolta da una o più società controllate dall'emittente ed il risultato di settore coincida con l'utile della società.

equivalent to the amount that would legally be available for dividends on that stock if the AT&T Wireless Group were a stand-alone corporation. AT&T does not, however, expect to pay dividends on the AT&T Wireless Group tracking stock”.

¹⁰³ Così l'emissione della *Sony Corporation*, ove si legge: “*If the amount of the Dividends for Subsidiary Tracking Stock paid to the Shareholders Tracking Stock is less than the amount determined pursuant to Paragraph 3(1) above, such shortfall shall be cumulated as dividends for the following terms (hereinafter referred to as the “Cumulative Unpaid Dividends”). The Cumulative Unpaid Dividends shall be paid for each subsequent accounting period, subject to the limitation of the Maximum Dividend Amount of Subsidiary Tracking Stock prior to the payment of the Dividends for Subsidiary Tracking Stock for the relevant accounting period and in priority to the payment of dividends to the holders of shares of common stock of the Corporation. In the event that any Cumulative Unpaid Dividends are paid for a certain accounting period, the amount obtained by deducting such amount paid for the relevant Cumulative Unpaid Dividends from the Maximum Dividend Amount of Subsidiary Tracking Stock shall be deemed the Maximum Dividend Amount of Subsidiary Tracking Stock for the purpose of determination of the amount of Dividends for Subsidiary Tracking Stock for such accounting period”*, leggibile all'url <http://www.sony.net/SonyInfo/News/PressArchive/200105/01-028E/>.

¹⁰⁴ A tal riguardo M. Lamandini, *Autonomia negoziale*, op. cit., p. 528, da un lato, avverte che l'art. 2350, ult. comma, c.c. “*consente in ipotesi di perdite prodotte da altri settori d'attività, la distribuzione di dividendi alle azioni correlate, ma solo per la quota parte di utili del settore che costituisca la differenza positiva tra utili e perdite complessivamente realizzate dalla società in tutti i settori*”; dall'altro lato, asserisce che “*questo di per sé non significa ancora che, in presenza di perdite di altri settori ma in difetto di azioni esecutive dei creditori di tali settori ovvero in assenza delle condizioni per la riduzione obbligatoria del capitale, gli utili del settore correlato debbono essere utilizzati a copertura: essi infatti potrebbero essere semplicemente portati a nuovo*” e precisa che tale soluzione deve essere frutto della previsione statutaria relativa ai diritti attribuiti alle azioni correlate. La posizione di Lamandini è ripresa con adesione da S. Angeloni, op. cit., p. 537. In tema, si vedano le osservazioni critiche di S. Serafini, op. cit., pp. 807-808, in particolare, in relazione all'equivoco circa la pretesa autonomia organizzativo-contabile del risultato di settore, che porta a considerare tale risultato impermeabile, almeno sul piano interno, rispetto ai risultati degli altri settori, concezione che pare incompatibile con l'art. 2350, comma 3, c.c. e con la ricostruzione sistematica che concepisce il risultato di settore solo ed esclusivamente come parametro di calcolo di diritti patrimoniali e non, invece, come un sub-risultato disponibile e autonomamente destinabile.

A tal riguardo, il diritto dell'azione correlata potrebbe essere configurato come *accesso diretto* ad una quota dell'utile di esercizio, ed eventualmente delle riserve, della società controllata. Ciò potrebbe riconoscersi legittimo attraverso due distinte modalità.

La prima è rappresentata dal collegamento tra statuto della società controllante/emittente e statuto della società controllata, mediante la previsione, nello statuto della società controllata, di una clausola di etero destinazione dell'utile a beneficio diretto dei portatori di azioni correlate emesse dalla controllante. Le azioni correlate emesse dalla società controllante incorporerebbero, in tal caso, oltre ad un diritto ad una quota, non proporzionale e minima, dell'utile della società controllante¹⁰⁵, anche il diritto ad una quota dell'utile distribuito della controllata, mediante versamento diretto ai portatori delle azioni correlate¹⁰⁶.

La seconda modalità è rappresentata dal collegamento tra gli statuti delle due società mediante l'istituto del *dividend access* e delle *stapled shares*. In tal caso, la società controllante potrebbe emettere azioni speciali incorporanti un diritto all'utile della controllante sproporzionato, in senso inferiore, rispetto al capitale rappresentato; tali azioni dovrebbero essere gemellate (*stapled*) con azioni della controllata incorporanti un diritto all'utile sproporzionato, in senso superiore, rispetto al capitale rappresentato (*dividend access*)¹⁰⁷. Si coniugherebbe, al fine di ottenere l'effetto dell'emissione di azioni correlate con accesso diretto all'utile della controllata, una clausola di *jumelage* con una clausola di deviazione dal principio di proporzionalità di cui all'art. 2348 c.c.

¹⁰⁵ Diversamente si avrebbe una palese violazione del divieto di cui all'art. 2265 c.c.

¹⁰⁶ Y. Guyon, op. cit., p. 192, il quale, tuttavia, ritiene come via praticabile, sebbene con dubbi, la configurazione di una sorta di delegazione di pagamento da parte della controllante alla controllata - delegazione che si fonderebbe su un atto a titolo gratuito - avente ad oggetto i dividendi della controllata spettanti alla controllante ma distribuiti - in tale evenienza - direttamente ai portatori di azioni correlate.

¹⁰⁷ Per tutti Y. Guyon, op. cit., p. 191. Si immagini che la società controllante A emetta azioni A rappresentative del 20% del capitale sociale di A con diritto all'utile pari all'1%, gemellate con azioni B emesse dalla controllata B, rappresentative dell'1% del capitale sociale di B, ma con diritto al 20% degli utili di questa.

Quanto alla nozione di utile rilevante al fine di individuare il contenuto del diritto non pare che il contesto offra eccezione ai principi generali. Peraltro, il diritto all'utile periodico delle azioni correlate dovrebbe ritenersi esteso anche agli eventuali acconti-dividendo distribuiti, pur in assenza di espressa previsione statutaria, mentre qualche precisazione occorre avanzare in merito agli utili accantonati a riserva.

Infatti, qualora ai titolari di azioni correlate non sia riconosciuto un diritto alla distribuzione di un dividendo minimo (sociale o di settore) o assoluto (di settore), l'intera quota dell'utile sociale, corrispondente al risultato di settore di pertinenza delle azioni correlate, potrebbe essere oggetto di accantonamento a scopo di autofinanziamento.

La dottrina ha affrontato la questione dell'eventuale vincolo di destinazione che dovrebbe essere costituito sulle riserve alimentate con la quota di utile sociale che, se distribuita, sarebbe stata di spettanza delle azioni correlate. Tale questione è, in parte, simile a quella sollevata in passato dalla dottrina in ordine alla spettanza del privilegio statutario (diritto di preferenza) in caso di distribuzione delle riserve¹⁰⁸. Si è affermato a proposito che *"la destinazione del risultato di settore, nella proporzione dovuta, a esclusivo vantaggio di una categoria di azioni, comporta che quel valore è già stato dedicato, risultando indivisibile per gli altri azionisti"*¹⁰⁹. In tale contesto si è anche ritenuto che in caso di accantonamento a riserva dell'utile di esercizio, la quota di spettanza delle azioni correlate sarebbe da destinare ad una speciale riserva del patrimonio netto a beneficio esclusivo dei titolari di azioni correlate. Ciò in quanto *"i valori del netto derivanti dall'attività di ciascun comparto sono strumenti di quella gestione: le riserve formate con gli utili dei singoli comparti non possono ritenersi libere nella loro destinazione e utilizzazione, dovendo viceversa essere asservite alla singola gestione separata"*¹¹⁰.

¹⁰⁸ Con riguardo alle azioni di risparmio M. Notari, *Commento all'art. 145*, in *Codice commentato delle S.p.A.*, diretto da G. Fauceglia e G. Schiano di Pepe, Milano, 2007, p. 1565.

¹⁰⁹ A. Paciello, op. cit., p. 229.

¹¹⁰ A. Paciello, op. cit., p. 229; posizione in parte condivisa da S. Serafini, op. cit., p. 804.

Tale interpretazione non pare pienamente condivisibile. Infatti, è necessario tenere distinto il profilo del rendimento dell'azione correlata, nella forma tipica del dividendo, da quello del finanziamento del settore stesso. Si è già visto che nessun vincolo di destinazione, se non espressamente previsto sul piano negoziale e statutario, può ricavarsi dalla disciplina delle azioni correlate in ordine agli stessi conferimenti effettuati dai soci in sede di emissione di azioni correlate. D'altro canto, le azioni correlate possono essere emesse anche a seguito di conversione di altra categoria azionaria, senza con ciò imprimere una direzione specifica e nuova al precedente investimento dei soci. Nei medesimi termini non sembra corretto sostenere che il risultato del settore, qualora accantonato a riserva, sia vincolato all'autofinanziamento del settore stesso.

Il titolare di azioni correlate non vanta alcuna pretesa di natura economico-patrimoniale sul settore correlato che non sia espressamente stabilita dallo statuto. Le azioni correlate non sono rappresentative sul piano tecnico giuridico del valore netto di settore, bensì solo del capitale sociale nel suo intero. Il rapporto tra valore del settore e valore dell'intero patrimonio sociale costituisce solo un criterio di correlazione tra diritti patrimoniali e risultati, non un diritto sui risultati stessi o sulla quota di patrimonio netto destinata all'attività settoriale¹¹¹.

Il fatto che eventuali conflitti endosocietari possano sorgere in ordine alla migliore allocazione del capitale tra settori di attività, non comporta che tali conflitti assumano rilevanza giuridica sul piano delle posizioni organizzative individuali dei soci, anziché, come sembra preferibile sostenere, sul piano delle responsabilità gestorie degli amministratori¹¹².

¹¹¹ V. J.J. Hass, *Directorial fiduciary duties in a tracking stock equity structure: the need for duty of fairness*, in 94 *Michigan law review*, 1996, p. 2097; J.J. Schick, op. cit., p. 1369; A. Viandier, *Les actions reflet*, op. cit., p. 6; P. De Biasi, *"Burro e cannoni"*, op. cit., p. 827; G.B. Portale, op. cit., p. 165; G. Mignone, op. cit., p. 304, con qualche dubbio a riguardo delle azioni emesse a fronte dell'ingresso in un nuovo settore. Si veda anche G. Mignone, *"Tracking shares" e "Actions reflet" come modelli per le nostre "azioni correlate"*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2003, p. 613.

¹¹² In tema, anche con riferimento alla costituzione dei *capital stock committees*, composti normalmente da amministratori indipendenti al fine di valutare la correttezza delle scelte allocative delle risorse tra diverse aree di attività operate dagli amministratori delegati alla gestione dei differenti settori, si veda, J.J. Hass, *Directorial fiduciary duties*, op. cit., pp. 2089 ss.; J.J. Schick, op. cit., pp. 1265 ss.; in dottrina italiana G.B. Portale, op. cit., p. 165; G. Mignone, *"Tracking shares"*, op. cit., pp. 617 ss.; ampiamente U. Patroni Griffi, op. cit., p. 67 e pp. 108 ss. Si badi che tanto la costituzione dei

Ciò porta a concludere che là dove la quota parte di utile sociale, corrispondente al risultato di settore di spettanza delle azioni correlate, fosse accantonato per finalità di autofinanziamento, non sarebbe legittimo concludere che tale finalità sia strettamente circoscritta all'attività del settore in questione.

Eventuali censure alla politica dei dividendi, in mancanza di un'espressa clausola statutaria che istituisca riserve destinate a favore di categorie di azioni, ovvero in mancanza del riconoscimento di un diritto alla distribuzione del dividendo minimo (sociale o di settore) o assoluto (di settore), non potrebbero che muoversi sul piano della legittimità delle deliberazioni assembleari di destinazione dell'utile di esercizio e secondo i principi generali. Oltre ai potenziali vizi per conflitto di interesse o violazione del principio di correttezza, attinenti le deliberazioni di eccessivo accantonamento dell'utile, va segnalato come, soprattutto nel contesto della disciplina delle società c.d. aperte, e con particolare riguardo alle società che hanno adottato il modello c.d. dualistico di amministrazione e controllo, dovrebbe ricevere maggiore attenzione la ricostruzione di un obbligo di motivazione concernente la politica dei dividendi. Ciò tanto nell'ottica dell'informazione pre-assembleare in grado di orientare la direzione del voto, quanto nell'ottica di tutela delle aspettative di fatto dei titolari di categorie di azioni che incorporino particolari privilegi nella ripartizione dell'utile.

Per tali stessi motivi non pare corretto ritenere che altre tipologie di riserve, quali quelle occasionate da rivalutazioni o da valutazione secondo il criterio del *fair value* (art. 6, D.Lgs. 38/2005) di elementi dell'attivo strumentali all'esercizio dell'attività del settore correlato, debbano considerarsi destinate a beneficio dei titolari delle azioni medesime. Ciò sia per quanto riguarda l'eventuale distribuzione, quanto per l'utilizzo ai fini di copertura delle perdite imputabili alla categoria.

Occorre, allora, chiedersi quale sia il criterio di ripartizione delle riserve formate anche con la componente di utile imputabile alle azioni correlate, qualora tali valori

capital stock committees quanto l'approvazione di *intercompany agreements*, raramente sono oggetto di disciplina statutaria.

siano oggetto di distribuzione successiva. Nell'ottica sopra riferita le riserve in questione dovrebbero considerarsi aliquote di patrimonio netto di spettanza di tutti gli azionisti, correlati e non, in base al principio di uguaglianza proporzionale¹¹³, a nulla valendo, quindi, le deviazioni dal principio di proporzionalità operanti esclusivamente per la ripartizione dell'utile di esercizio. In tal senso anche quando le azioni correlate siano del tipo non partecipante, sotto il profilo della spettanza di parte dell'utile sociale non imputabile al settore, le stesse potrebbero, in tesi, beneficiare della ripartizione delle riserve in proporzione alla quota del capitale sociale rappresentato.

Ne segue che allo scopo di garantire un grado di correlazione forte tra azione e suo rendimento, anche al fine della esatta valorizzazione da parte del mercato, lo statuto dovrà occuparsi analiticamente dei molteplici profili segnalati.

2.5 L'incidenza delle perdite

Passando ad analizzare la disciplina della partecipazione alle perdite di esercizio delle azioni correlate, *durante societate*, occorre in primo luogo chiedersi se, in mancanza di espressa clausola statutaria, operi il principio di simmetria tra proporzione nella partecipazione agli utili e nella ripartizione delle perdite, alla stregua di quanto previsto dall'art. 2263, comma 3, c.c., ai sensi del quale “*se il contratto determina soltanto la parte di ciascun socio nei guadagni, nella stessa misura si presume che debba determinarsi la partecipazione alle perdite*”.

In via preliminare, è opportuno precisare che nel caso in cui la società accerti utili di esercizio, ma il settore oggetto di correlazione produca un risultato di periodo negativo, non si tratterebbe di perdite di esercizio, ma di perdite di settore. In tale evenienza l'incidenza del risultato negativo di settore sulle azioni correlate sarebbe assorbito dalla disciplina della partecipazione all'utile sociale. Sicché se il criterio di correlazione stabilito fosse del tipo assoluto - alla luce del quale, come sopra riferito, l'ammontare dell'utile della società corrispondente all'intero ammontare del risultato

¹¹³ Con riguardo alle azioni di risparmio M. Notari, *Commento all'art. 145*, op. cit., p. 1565.

di settore è di spettanza delle azioni correlate - e il diritto agli utili delle azioni correlate fosse di tipo esclusivo e biunivoco, allora la perdita dovrebbe incidere solo su queste azioni, con l'esito di impedire ogni distribuzione dell'utile sociale ai portatori delle medesime. Si tratterebbe, infatti, di azioni correlate non partecipanti.

Lo stesso risultato si avrebbe, peraltro, se il criterio di correlazione fosse di tipo proporzionale e le azioni fossero del pari non partecipanti. Si ipotizzi, a titolo di esempio, che l'utile sociale sia 100 ma che il risultato di settore, opportunamente reso omogeneo con l'utile sociale, sia stato negativo per 40. In tal caso se le azioni sono correlate con criterio assoluto e non partecipanti, l'intera perdita sarà addebitabile alle stesse, senza possibilità di ottenere una quota dell'utile sociale. Lo stesso nell'ipotesi di criterio di correlazione proporzionale ma di azioni non partecipanti. La proporzionalità del criterio di correlazione, infatti, non opera in caso di utile sociale ma di perdita sociale tale da incidere sul patrimonio netto e/o capitale sociale e laddove generata dal settore correlato. Qualora, invece, le azioni correlate fossero di tipo proporzionale e partecipante e la proporzione di partecipazione all'utile residuo fosse pari al 20 per cento, l'utile di 100 sarebbe da suddividere per 80 in capo agli azionisti ordinari e per 20 in capo agli azionisti correlati.

Fatta tale precisazione, si ritiene che il quesito sopra posto debba essere risolto nel senso che, salvo diversa previsione statutaria, l'incidenza delle perdite sulle azioni correlate segue il principio di uguaglianza proporzionale¹¹⁴.

A tal riguardo, si possono configurare due ipotesi generali. La prima è quella in cui la società accerti una perdita di esercizio il cui ammontare non sia tale da intaccare la cifra del capitale sociale. La perdita, inoltre, potrebbe essere generata, per l'intero ammontare, dal risultato negativo del settore correlato; ovvero per l'intero ammontare dal risultato negativo degli altri settori di attività della società.

Nel caso in cui la perdita di esercizio non sia di ammontare rilevante, ad esempio ex art. 2446 e art. 2447 c.c., all'assemblea dei soci è data facoltà di imputare tale

¹¹⁴ V. S. Angeloni, op. cit., p. 538. Diversamente v. A. Paciello, op. cit., p. 232.

risultato sulle riserve del patrimonio netto disponibili a tal fine assorbendone così l'ammontare, ovvero di rinviare ogni destinazione della stessa. Ora, se lo statuto è silente in merito, l'unico criterio di imputazione delle perdite di esercizio, ancorché l'ammontare sia causato per intero dal risultato negativo di settore, deve essere quello dell'uguaglianza proporzionale. Ciò comporterà l'assorbimento delle perdite a carico delle aliquote del patrimonio netto sociale disponibili, non, invece, ove esistenti, a carico di aliquote di patrimonio netto destinate ad esclusivo beneficio degli azionisti correlati in caso di distribuzione.

Alla stessa conclusione dovrà pervenirsi nell'ipotesi in cui le perdite siano oggetto di c.d. *riporto a nuovo* e i soci intendano assorbirne il valore con gli utili futuri. In tal caso, suddivisa la quota di perdita di spettanza delle azioni correlate, in base al principio di proporzionalità, questa potrebbe essere assorbita dalla quota di utile futuro di spettanza delle medesime. Quanto detto, evidentemente, fa salva la possibilità che lo statuto preveda un diverso criterio di ripartizione delle perdite, rendendo la partecipazione alle perdite simmetrica alla partecipazione agli utili¹¹⁵, ovvero configurando percentuali di partecipazione alle perdite diverse da quella proporzionale e da quella di partecipazione agli utili¹¹⁶. Si pensi, a tal fine, a specifiche clausole di postergazione nella partecipazione alle perdite, mediante preventiva imputazione delle stesse sulle riserve destinate di spettanza delle azioni correlate a settori in perdita. Si pensi, altresì, al riporto a nuovo parziale delle perdite

¹¹⁵ Si ipotizzi che il capitale sociale sia suddiviso in azioni ordinarie A e azioni correlate B e che le prime rappresentino l'80% del capitale sociale. Si ipotizzi un diritto di partecipazione all'utile di settore pari al 60% per le azioni ordinarie e 40% per le azioni correlate. Si ipotizzi, ora, una perdita di 100, interamente imputabile al settore; l'esistenza di riserve non destinate del patrimonio netto per 500, di riserve destinate in caso di distribuzione agli azionisti correlati per 400 e di riserve destinate in caso di distribuzione di utili agli azionisti ordinari per 300. Secondo il criterio di proporzionalità la perdita andrebbe imputata per 100 sul patrimonio netto comune, il quale sarebbe ridotto a 400. Se la perdita fosse, invece, di 600, all'esito dell'assorbimento da parte delle riserve del patrimonio netto comune 500, la quota di perdita residua di 100 andrebbe necessariamente imputata per 80 sulle riserve destinate alle azioni ordinarie; per 20 sulle riserve di pertinenza delle azioni correlate. In caso di criterio non proporzionale di partecipazione alle perdite, ma simmetrico al diritto di partecipazione all'utile, la perdita 100 ipotizzata nel primo esempio, sarebbe da imputare per 60 alle riserve destinate alle azioni ordinarie e per 40 alle riserve destinate alle azioni correlate. In caso di assenza di riserve destinate, la parte disponibile di riserve del patrimonio netto comune, si dovrebbe dividere in funzione della percentuale di partecipazione al capitale delle due categorie: così 400 sarebbero di spettanza di A e 100 di B. La perdita sarebbe imputabile per 60 sull'aliquota del patrimonio netto di spettanza di A e per 40 all'aliquota di patrimonio netto di spettanza di B.

¹¹⁶ In tema A. Paciello, op. cit., p. 232; S. Serafini, op. cit., pp. 807 ss.

di competenza, qualora le stesse non possano essere assorbite in tutto da riserve destinate o dalla parte di spettanza delle riserve comuni.

La seconda ipotesi riguarda il caso di accertamento di perdite di esercizio tali da intaccare la cifra del capitale sociale. In tale caso, evidentemente, una volta annullate tutte le riserve del patrimonio netto, l'incidenza delle perdite dovrebbe avvenire direttamente in sede di riduzione del capitale sociale. Fermo restando l'operare generale del principio di proporzionalità, anche in questa ipotesi possono prevedersi clausole funzionali ad imputare alle diverse categorie di azioni la perdita in proporzione della quota parte della stessa attribuibile ai diversi settori di attività¹¹⁷.

2.6 Diritto alla quota di patrimonio netto di liquidazione

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 tema del diritto alla quota di liquidazione.

In tal senso autorevole dottrina ha affermato che “*nowhere is it clearer than here that tracking stock shareholders are not direct equity participants in the tracked business, but rather are shareholders of the parent company itself*”¹¹⁸.

Dunque, salvo diversa previsione statutaria, in sede di liquidazione finale della società il principio generale applicabile deve essere quello, più volte ribadito, dell'uguaglianza proporzionale¹¹⁹. In tal senso si è opportunamente osservato che

¹¹⁷ Nel caso in cui la perdita sia interamente addebitabile all'attività sociale non rientrante nel settore correlato, ben potrebbe concepirsi una clausola di postergazione nella partecipazione alle perdite da parte delle azioni correlate; così come nel caso inverso, la clausola dovrebbe beneficiare gli azionisti ordinari. In tal senso M. Lamandini, *Autonomia negoziale*, op. cit., p. 527; P. De Biasi, “*Burro e cannoni*”, op. cit., p. 826; con riguardo alla incidenza sulle azioni correlate della perdita dell'affare L. Salamone, *Il finanziamento dei patrimoni destinati a “specifici affari”*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2006, p. 259.

¹¹⁸ J.J. Hass, *How quantum*, op. cit., p. 6; così anche Y. Schnorbus, *Tracking stock in Germany: is German corporate law flexible enough to adopt American financial innovations?*, 22 *University of Pennsylvania journal of international economic law*, pp. 576 ss.; dottrina italiana G. Mignone, *Commento all'art. 2350*, op. cit., p. 304; U. Patroni Griffi, op. cit., pp. 71 ss.

¹¹⁹ *Contra* A. Paciello, op. cit., p. 230.

“l'azionista correlato non ha privilegi in sede liquidatoria: egli perde perciò tutti gli eventuali incrementi di valore del settore che non si traducono in utile distribuito”¹²⁰.

Detto ciò, anche in questo ambito, l'autonomia statutaria può essere esercitata al fine di configurare diversamente il diritto alla liquidazione della quota finale spettante agli azionisti correlati. In tal senso, soprattutto qualora il regolamento contrattuale o statutario prevedano un legame strumentale tra conferimenti effettuati dagli azionisti di categoria e finanziamento del settore correlato, la deviazione dal principio di proporzionalità assumerebbe particolare valore. In tal senso si potrebbe pensare alla configurazione di un diritto alla quota finale di liquidazione commisurato, in senso assoluto o relativo, al rapporto tra valore contabile del settore medesimo prima della liquidazione rispetto al valore netto contabile dell'intera impresa, ovvero che tenga conto del valore delle riserve destinate che non sono state oggetto di distribuzione durante la vita della società¹²¹, come anche delle perdite accumulate di competenza degli azionisti correlati. Del pari, ove in sede liquidatoria il settore di attività sia oggetto di cessione come ramo d'azienda attivo, lo statuto potrebbe prevedere il diritto ad una percentuale del valore di cessione.

Nel caso che le azioni correlate siano quotate su un mercato regolamentato la prassi ha, infine, registrato a livello comparatistico tipologie di clausole volte a determinare il parametro di commisurazione dei c.d. *liquidation rights*:

a) una prima tipologia prevede che il diritto alla quota di liquidazione sia commisurato al rapporto tra valore del settore correlato e il totale del patrimonio sociale al momento dell'emissione o al momento della liquidazione (*loose tracking o predetermined ratio*)¹²². Un rapporto, dunque, predeterminato e fisso e, pertanto, di difficile contestazione;

¹²⁰ G. Mignone, *Commento all'art. 2350*, op. cit., p. 304; S. Serafini, op. cit., p. 811.

¹²¹ Non riteniamo che le riserve destinate ai titolari di una speciale categoria di azioni in caso di ripartizione dell'utile, anche in sede di liquidazione, debbano ritenersi di spettanza esclusiva della categoria medesima.

¹²² Y. Schnorbus, *Tracking stock in Germany*, op. cit., pp. 576-577; in dottrina italiana per tutti U. Patroni Griffi, op. cit., pp. 71 ss., ove riferimenti.

b) una seconda tipologia prevede, invece, che la quota di liquidazione sia determinata in funzione del rapporto tra capitalizzazione del mercato delle azioni correlate rispetto alla capitalizzazione del totale delle azioni (*close tracking* o *relative market capitalization*); rapporto stabilito immediatamente prima dell'evento liquidatorio¹²³. Questo secondo criterio, se da un lato consente di non attribuire agli azionisti di categoria somme di denaro che non riflettono l'effettivo valore del settore al momento della liquidazione, d'altro canto, è stato osservato, può portare ad una disparità di trattamento tra azionisti, con evidenti rischi di contenzioso¹²⁴, soprattutto allorché il valore del settore dipenda dalle risorse allo stesso dedicate ad opera degli amministratori.

Si è ritenuto che nulla osti a che tali clausole vengano impiegate anche nel nostro ordinamento¹²⁵.

2.7 Diritti patrimoniali diversi dal diritto agli utili e alla quota di patrimonio netto di liquidazione

Distinti dal diritto alla quota di liquidazione in sede di scioglimento della società devono essere tenuti i diritti patrimoniali eventualmente riconosciuti in occasione di vicende modificative, circolatorie o estintive del settore correlato, ferma restando la continuazione dell'attività negli altri settori da parte della società.

¹²³ J.J. Hass, *How quantum*, op. cit., p. 6; così anche Y. Schnorbus, *Tracking stock in Germany*, op. cit., p. 577; U. Patroni Griffi, op. cit., pp. 71 ss. Per una clausola nel senso indicato si veda il prospetto della AT&T, più volte menzionato, ove si può leggere: "In the event of a liquidation, dissolution or winding up of AT&T, whether voluntary or involuntary, AT&T will first pay or provide for payment of debts and other liabilities of AT&T, including the liquidation preferences of any class or series of AT&T preferred stock. Thereafter, holders of the shares of AT&T common stock, Liberty Media Group tracking stock, AT&T Wireless Group tracking stock and any other class of AT&T common shares will share in the funds of AT&T remaining for distribution to its common shareholders in proportion to the aggregate market capitalization of the outstanding shares of each class of stock, as applicable, to the aggregate market capitalization of all the classes of AT&T common stock. AT&T will calculate the market capitalizations based on the 20-trading day period ending on the trading day prior to the date of the public announcement of the liquidation, dissolution or winding up of AT&T".

¹²⁴ Y. Schnorbus, *Tracking stock in Germany*, op. cit., p. 577.

¹²⁵ U. Patroni Griffi, op. cit., pp. 71 ss.

I diritti patrimoniali in questione, a loro volta, devono essere distinti dai diritti misti (di natura patrimoniale e amministrativa), quali il diritto al riscatto, il diritto di recesso o il diritto di conversione, riconoscibili agli azionisti in occasione delle medesime vicende.

In tale direzione la prassi ha segnalato la configurazione di diritti patrimoniali alternativi, *sur mesure*¹²⁶, quali ad esempio l'attribuzione di un dividendo straordinario, originato dal trasferimento parziale o totale del settore di attività correlato¹²⁷, commisurato al valore assoluto di cessione, ovvero in base alla percentuale di partecipazione all'utile dei titolari di azioni correlate, ovvero ancora al valore della plusvalenza da cessione¹²⁸.

Tale diritto potrebbe, infine, essere configurato come diritto automatico alla distribuzione del *quantum* determinato secondo i parametri indicati, quando risulti capiente l'utile di esercizio, ovvero, in caso di accantonamento della quota relativa dell'utile sociale, come diritto alla creazione di una riserva destinata ai soli portatori di azioni correlate, sia in sede di distribuzione che di liquidazione della società.

Qualora, peraltro, le modalità di trasferimento del settore di attività correlato fossero quelle del conferimento di ramo d'azienda o della scissione parziale del ramo stesso, mediante assegnazione ad una società controllata, lo statuto potrebbe prevedere l'attribuzione delle azioni emesse dalla società conferitaria e, nei limiti di quanto

¹²⁶ A. Couret – H. Le Nabasque, *Valeurs mobilières – Augmentations de capital: nouveau régime (relié)*, Parigi, 2004, pp. 225-226; A. Viandier, *Les actions de préférence*, op. cit., p. 142.

¹²⁷ Per la verità tali diritti sono spesso contemplati come alternativi al riconoscimento di diritti misti, quali il diritto al rimborso delle azioni, ovvero il diritto di conversione in azioni di altra categoria. In tema COB, *L'introduction en France d'actions traçant*, op. cit., p. 8; A. Viandier, *Les actions reflet*, op. cit., p. 6; in dottrina italiana G. Mignone, *"Tracking shares"*, op. cit., p. 613.

¹²⁸ Si veda ad esempio lo statuto di *ATAF S.p.A.*, il quale all'art. 5 prevede che: *"nel caso di vendita, totale o parziale, da parte di ATAF S.p.A. della sua partecipazione in Tram Firenze S.p.A. è attribuito ai titolari delle azioni correlate il netto ricavo della vendita, così come, nel caso di liquidazione, il netto incassato per la medesima partecipazione. Uguali diritti spettano ai titolari delle azioni correlate nel caso di liquidazione di ATAF S.p.A. Con ciò verrà ad estinguersi la partecipazione correlata di cui detti ammontari costituiranno l'importo di liquidazione"*.

previsto dall'art. 2506, comma 2 e dall'art. 2506-bis, comma 4, c.c., dalla beneficiaria, ad esclusivo vantaggio dei titolari di *tracking stocks*¹²⁹.

Ancora una volta saranno le esigenze e la fantasia degli operatori, nei limiti di libertà d'iniziativa e del gradimento del mercato, a costituire il vero terreno ove far sviluppare i nuovi istituti.

2.8 Diritti di voto e assemblee speciali

All'autonomia statutaria è riconosciuta anche la competenza di individuare il contenuto degli altri diritti da attribuire alle azioni correlate. Dal momento che la norma parla genericamente di *diritti*, si ritiene che tale competenza non riguarda esclusivamente la modulazione dei diritti patrimoniali (come accade invece per le azioni di risparmio), ma anche quella dei diritti amministrativi 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.

Quanto al diritto di voto, i suggerimenti che provengono dalla prassi statunitense prevedono entrambe le possibilità, ovvero che le *tracking shares* si vedano attribuire o negare il voto in assemblea generale a discrezione dell'emittente. Tuttavia, la prassi più frequente prevede l'attribuzione del diritto di voto in assemblea generale dal

¹²⁹ Nel caso di azioni ricevute dalla società controllante a titolo di conferimento, queste potrebbero essere distribuite come dividendo straordinario in natura a beneficio esclusivo o proporzionale dei titolari di *tracking stocks*, le quali azioni correlate, successivamente al trasferimento del settore, potrebbero essere convertite in azioni ordinarie (A. Viandier, *Les actions reflet*, op. cit., p. 7). Nella prassi, tuttavia, le *tracking stocks* sono oggetto di scambio con le azioni emesse a seguito del conferimento. In tal senso le azioni di proprietà della controllante ricevute a fronte del conferimento potrebbero essere utilizzate come compenso da attribuire in cambio delle azioni correlate eventualmente riscattate dalla società in base a clausola statutaria. Nell'ipotesi di scissione, invece, si tratterebbe di attribuzione esclusiva o non proporzionale (in aggiunta o, secondo prassi costante, previo riscatto delle *tracking shares* da parte della società) delle azioni della beneficiaria del ramo di azienda, con inevitabile applicabilità dei limiti procedurali di cui all'art. 2506, comma 2, e art. 2506-bis, comma 4, c.c. In tal senso si veda U. Patroni Griffi, op. cit., p. 80. Certa dottrina ha definito tali clausole come *Pinocchio provision* perchè “*by doing so, the company provides former tracking stock shareholders with real equity stake in the subsidiary while, of course, taking away their interest in the parent company*”, si veda J.J. Hass, *How quantum*, op. cit., p. 7 ss. Sui limiti di tali previsioni nell'ordinamento francese si veda A. Viandier, *Les action reflet*, op. cit., p. 7.

momento che nell'ordinamento statunitense, così come nell'ordinamento italiano, queste azioni sono considerate azioni ordinarie.

Le novità introdotte dalla riforma in materia di diritto di voto rendono possibile molteplici combinazioni: non solo, dunque, 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 capitale¹³⁰) o subordinato al verificarsi di particolari condizioni (ad esempio, una mancata distribuzione di utili protratta per un certo periodo).

In tutte le ipotesi in cui vengono private del diritto di voto o in cui l'esercizio del diritto di voto viene limitato o sottoposto a particolari condizioni, le azioni correlate

¹³⁰ Si rileva che la distinzione, tradizionale in materia di diritto societario, tra capitale (*equity*) e debito (*debt*), si riflette, nell'ambito degli strumenti finanziari, nella dicotomia tra strumenti di finanziamento azionari, attraverso i quali le società acquisiscono mezzi propri, e strumenti emessi per acquisire risorse finanziarie. Si veda R. Costi, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010; N. Abriani, *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *Rivista di diritto commerciale*, I, 2002, p. 131; F. Corsi, *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2003, I, p. 414; L.A. Bianchi, *Prime osservazioni in tema di capitale e patrimonio nelle società di capitali*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di P. Benazzo – S. Patriarca – G. Presti, Milano, 2003; M. Lamandini, *Società di capitali e struttura finanziaria: spunti per la riforma*, in *Rivista delle società*, 2002, p. 139; P. Marano, *Mercati di capitali e strumenti finanziari nel nuovo diritto societario*, in *Rivista di diritto privato*, 2003, p. 755; M. Notari, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2003, I, p. 542; M. Notari, *Diritti "particolari" dei soci e categorie "speciali" di partecipazioni*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2003, p. 325; A. Pisani Massamormile, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Rivista delle società*, 2003, p. 1268; G.A. Rescio, *Distribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti effettuati dai soci di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di P. Benazzo – S. Patriarca – G. Presti, Milano, 2003; M.S. Spolidoro, *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma della società di capitali*, in *Diritto banca e mercati finanziari*, 2003, I, p. 205. Nell'ambito di un'operazione di aumento di capitale, l'emissione di differenti categorie di azioni è espressione della necessità della società emittente di variare le caratteristiche del modello tipico di finanziamento azionario. Si veda M. De Acutis, *Il finanziamento dell'impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli "altri strumenti finanziari partecipativi"*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, 2003, II, p. 361; G. Ferri jr., *Il finanziamento societario: profili di qualificazione*, in *Rivista del notariato*, 2002, I, p. 309; A. Gambino, *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2002, p. 641; U. Tombari, *Nuovi strumenti di finanziamento nella s.p.a.*, op. cit.; A. Paciello, *La struttura finanziaria della società per azioni e tipologia dei titoli rappresentativi del finanziamento*, in *Rivista di diritto commerciale*, I, 2002, p. 155; A. Gambino, *Il finanziamento dell'impresa sociale nella riforma*, in *Rivista del notariato*, 2002, I, p. 279; G. Ferri jr., *Il finanziamento societario: profili di qualificazione*, in *Rivista del notariato*, 2002, I, p. 309.

rientreranno nel computo al fine del divieto *ex art.* 2351, comma 2, c.c. di superare la metà del capitale sociale¹³¹.

Il rispetto dei limiti inderogabili di legge, ed in particolare del divieto di voto plurimo *ex art.* 2351, comma 4, c.c., porta ad escludere *prima facie* la possibilità di prevedere meccanismi di ridefinizione periodica del diritto di voto attribuito alle diverse classi di azioni correlate (del tipo *floating voting* come nell'esperienza statunitense), finalizzati a far seguire un aumento o una diminuzione del potere di governo della categoria all'aumento o diminuzione del rilievo economico del settore in relazione alla situazione complessiva della società sotto il profilo patrimoniale e reddituale.

Tuttavia, in presenza di azioni senza valore nominale, per replicare il meccanismo di *floating voting* si potrebbe ipotizzare una conversione di azioni correlate in un numero maggiore (o minore) di azioni ordinarie, con un effetto simile ad un frazionamento (*stock split*) o raggruppamento (*reverse stock split*) del tipo parziale, cioè un aumento o riduzione del numero d'azioni, limitatamente ad una categoria tra esse. Dal momento che la misura della partecipazione in presenza di azioni senza valore nominale è data dalla divisione tra il capitale e il numero di azioni, il potere di voto attribuito alle azioni correlate *post* conversione in azioni ordinarie risulterebbe così maggiorato o diminuito, a seconda dei casi.

L'emissione di azioni il cui diritto agli utili è commisurato ai risultati di un determinato settore e non a quelli di tutta l'impresa, nonché l'attribuzione di altri diritti come diritti di conversione o riscatto ricollegabili solo alle azioni correlate, configurano una categoria di azioni, alla quale si applica l'art. 2376 c.c. in tema di assemblee speciali. Le assemblee speciali 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.

¹³¹ Così A. Paciello, *Le azioni correlate*, op. cit., p. 221.

2376 c.c. è di difficile attuazione, in quanto non è facilmente individuabile il pregiudizio rilevante ai diritti della categoria che ne determina l'applicazione¹³².

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 casi¹³³.

¹³² Sul tema tra i tanti T. Ascarelli, *Sui limiti statutari alla circolazione delle partecipazioni azionarie*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1953, I, p. 53; V. Buonocore, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1959; C. Costa, *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, III, t. 2, Torino, 1993; A. Figone, *Limiti statutari alla circolazione delle azioni*, in *Le società*, 1997, p. 1034; A. Pavone La Rosa, *Brevi osservazioni in tema di limiti statutari alla circolazione delle azioni*, in *Rivista delle società*, 1997, p. 63; L. Stanghellini, *Limiti statutari alla circolazione delle azioni*, Milano, 1997.

¹³³ A. Stagno d'Alcontres, *Commento all'art. 2376 c.c.*, in *Commentario alle società di capitali*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Vol. 1, 2004, p. 541.

CAPITOLO III

ACCERTAMENTO E RENDICONTAZIONE: TRA AUTONOMIA STATUARIA E OBBLIGHI DI INFORMATIVA

3.1 La disciplina statutaria di accertamento del risultato di settore e modalità di rendicontazione. Introduzione

La peculiare configurazione dei diritti patrimoniali incorporati nelle azioni correlate necessita di una disciplina statutaria sia circa i criteri di misurazione del risultato dell'attività di settore sia circa le modalità di rendicontazione del risultato della medesima attività. Tale disciplina statutaria, peraltro, è posta a tutela non solo dei titolari delle azioni correlate, ma di tutti gli azionisti.

La scelta inequivoca del legislatore di richiedere che la disciplina di rendicontazione sia inserita all'interno dello statuto (*“lo statuto stabilisce i criteri di individuazione dei costi e ricavi imputabili al settore, le modalità di rendicontazione (omissis)”*) attribuisce alla medesima un valore organizzativo.

L'indicazione dei criteri di accertamento del risultato di settore trova fondamento nel rapporto tra tali criteri e la determinatezza o determinabilità dei diritti patrimoniali spettanti a tutti gli azionisti, il cui contenuto dipende, totalmente o parzialmente, dalla quantificazione del risultato imputabile alle diverse attività svolte all'interno dei settori della società. Conseguentemente, si ritiene che i parametri attraverso i quali misurare i diritti patrimoniali degli azionisti debbano essere oggettivi e predeterminati o predeterminabili e non soggetti a decisioni degli organi di gestione della società. Ciò deriva sia dal divieto di sottoporre a condizioni meramente potestative la costituzione, estinzione e modificazione dei diritti degli azionisti (tale sarebbe chiaramente la modifica dei criteri di accertamento del risultato di settore) (arg. ex art. 2351, comma 2, c.c.; art. 2355-*bis* c.c.) sia dall'esigenza di riconoscere

all'assemblea dei soci ogni decisione circa la configurazione e modificazione dei diritti di partecipazione.

Inoltre, la disciplina statutaria dei criteri di accertamento del risultato di settore costituisce previsione strumentale al rispetto della previsione dell'art. 2328, comma 2, n. 7, c.c. ai sensi del quale *“l'atto costitutivo (omissis) deve indicare le norme secondo le quali gli utili devono essere ripartiti”*.

Peraltro, si segnala un precedente con un'esigenza del tutto analoga derivante sempre dallo stretto rapporto esistente tra statuto e diritti patrimoniali, da un lato, e regole di misurazione degli stessi, dall'altro. Il riferimento è all'art. 45, comma 6, lett. c) del D.Lgs. n. 58 del 1998, ai sensi del quale *“lo statuto della SICAV può prevedere l'esistenza di più comparti di investimento (c.d. SICAV multicomparto) per ognuno di quali può essere emessa una particolare categoria di azioni; in tal caso sono stabiliti i criteri di ripartizione delle spese generali tra i vari comparti”*. Ciò in quanto il rendimento delle azioni è influenzato o può essere influenzato non solo dai costi direttamente imputabili al comparto medesimo, ma anche dalla parte di costi generali della SICAV¹³⁴.

3.2 Limiti all'autonomia statutaria

Parte della dottrina ha interpretato la nozione di risultato di settore in esame in termini di identità concettuale rispetto al risultato complessivo dell'attività sociale, ossia l'utile o la perdita di esercizio. Secondo tale teoria il risultato di esercizio rappresenta la *“somma algebrica dei risultati realizzati dalle varie divisioni”*¹³⁵.

Da tale premessa, secondo cui il diritto all'utile incorporato nelle azioni correlate deve configurarsi come diritto esclusivo al risultato di settore, consegue che il risultato di settore rappresenta il contenuto del diritto patrimoniale dell'azionista. Ne

¹³⁴ Per la rilevanza della disposizione P. De Biasi, *“Burro e cannoni”*: le alphabet stock, in *Le società*, 2002, p. 820.

¹³⁵ A. Paciello, *Le azioni correlate*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di C. Montagnani, Milano, 2004, p. 226.

deriva la necessità di uniformare i criteri di accertamento del risultato di settore rispetto al risultato complessivo sociale. La funzione del rendiconto consiste, dunque, nell'imputazione (addizione o sottrazione) del risultato settoriale ai fini della formazione dell'utile di esercizio. Facendo leva sulla nozione giuridica, generale e societaria, di rendiconto, si è ritenuto che l'obbligo di rendiconto si risolve nella redazione di un vero e proprio bilancio settoriale, al quale si applica la disciplina contenuta negli artt. 2423 e ss. c.c., in termini di criteri di redazione, strutture, procedimento di formazione e controllo contabile.¹³⁶

Secondo tale interpretazione, evidentemente, gli spazi di autonomia statutaria sono molto ristretti, da una parte, l'indisponibilità della disciplina del bilancio di esercizio e, dall'altra, l'applicazione dei principi contabili nazionali ed internazionali all'informativa di settore ed, in particolare, dei criteri di imputazione al settore dei costi e dei ricavi ivi indicati. L'autonomia statutaria sarebbe limitata a regolare la disciplina relativa alla periodicità della redazione del rendiconto ed alla modalità di comunicazione ai soci, ferma restando l'inevitabile informazione annuale in sede di approvazione del bilancio¹³⁷.

Inoltre, la regolamentazione statutaria dei criteri di accertamento e di rendicontazione del risultato di settore, avendo come limite minimo la conformità alla disciplina contenuta agli artt. 2424 e ss. c.c., potrebbe esclusivamente possedere livelli di analiticità superiori a quelli legislativi. Ne conseguirebbe, dunque, un irrigidimento della disciplina superiore al dettato legislativo, il quale, peraltro, prevede aree di derogabilità e di discrezionalità tecnica. In definitiva, lo sviluppo della teoria esposta sembrerebbe risolversi in un mero rinvio della disciplina di rendicontazione contenuta nello statuto alla disciplina di bilancio prevista dal codice civile e dai principi contabili.

¹³⁶ V. A. Paciello, op. cit., pp. 226-227; U. Patroni Griffi, *Le azioni correlate*, in *Diritto dell'impresa e del mercato*, a cura di G. Alpa, U. Belviso, R. Pardolesi e M. Sandulli, Napoli, 2005, pp. 142-143. Entrambi gli autori, pur ritenendo obbligatorio il controllo ex art. 2409-ter, comma 1, c.c., non indicano espressamente la necessità dell'approvazione del rendiconto. G. Mignone, *Commento all'art. 2350 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino, G. Bonafede, O. Cagnasso, P. Montalenti, Torino, 2004, p. 306, afferma che è sufficiente la redazione di un allegato al bilancio i cui criteri di redazione sarebbero rimessi all'autonomia statutaria, ferma restando la necessaria informativa in merito.

¹³⁷ U. Patroni Griffi, op. cit., p. 143.

Tale teoria non ci sembra pienamente condivisibile per le seguenti ragioni.

In primo luogo, essa non appare conforme al tenore letterale della disposizione (“*lo statuto stabilisce (omissis) le modalità di rendicontazione (omissis)*”), la quale non richiama esplicitamente un dovere di autonomo rendiconto né menziona la disciplina ad esso applicabile, come invece il legislatore ha optato in altri contesti, quale, ad esempio, quello dei patrimoni destinati ad uno specifico affare (art. 2447-*septies*, comma 2, “*per ciascun patrimonio separato gli amministratori redigono un separato rendiconto, allegato al bilancio, secondo quanto previsto dagli artt. 2423 e ss.*”).

In secondo luogo, la nozione di risultato di settore prospettata da tale dottrina sembra determinare una limitazione della autonomia statutaria prevista dall’art. 2348, comma 2, c.c. Infatti, l’indicata nozione di risultato di settore in termini di utile o perdita netta parziale e di componente algebrica del risultato di esercizio determina un vincolo non giustificato alla libera determinazione dei diritti patrimoniali correlati. Peraltro, si evidenzia che altra dottrina sottolinea l’opportunità di interpretare la nuova disciplina come fortemente tesa ad ampliare (e non restringere) gli spazi di autonomia¹³⁸. La stessa prassi internazionale testimonia una ampia varietà non in linea con una interpretazione rigida della norma¹³⁹.

Inoltre, sul piano della disciplina contabile, la soluzione indicata non sembra coerente con gli stessi principi internazionali in materia di informativa contabile e settoriale, come recentemente rimodulati, i quali, si anticipa, non impongono la

¹³⁸ P. Marchetti, *Profili di diritto societario*, in *Spontaneità del mercato e regole giuridiche. Il Ruolo del Notaio. Relazioni al XXXIX Congresso Nazionale del Notariato*, Milano, 10-13 ottobre 2002, coordinatore Piero Schlesinger.

¹³⁹ Si osservi quanto enunciato da SEC, Division of corporate finance, *Current accounting and disclosure issues. Disclosure about “targeted stocks”*, 30 giugno 2000, in www.sec.gov, “*In some cases, the terms of the targeted stock stipulate explicitly that the performance of the unit will be measured on a basis that departs from GAAP. Any measurement, classification, allocation or disclosure that departs from GAAP but is necessary to measure or explain amounts available for dividends on stock referenced to the unit should be depicted separately from presentations that are purported to be in accordance with GAAP. An amount should be labeled as “net income” unless it is calculated in accordance with GAAP. If the financial statements of the unit are purported to be in accordance with GAAP, management should ensure that all information essential for a fair presentation of the entity’s financial position, results of operations, and cash flows in conformity with GAAP is set forth in the financial statements. Failure to include all such information should result in a qualification of the auditor’s report on the unit’s financial statements*”. V. M. Colonnelli de Gasperis, *International m&a and joint ventures*, in *The international lawyer*, 2009, 43, 2, pp. 367 ss.

diffusione di uno specifico margine di settore (ad esempio, il risultato operativo, il risultato *ante* imposte, il risultato netto, ecc.).

A tal proposito, si evidenzia come nel novembre 2006, lo IASB (*International Accounting Standards Board*) ha emanato il nuovo principio contabile internazionale sul c.d. *segment reporting*, l'IFRS (*International Financial Reporting Standard*) n. 8, denominato *Operating Segments*, a valle di consultazioni con esponenti del mondo accademico, imprenditoriale e delle professioni. A distanza di un anno, tale IFRS 8 ha poi superato il processo di c.d. *endorsement* dell'Unione Europea ed è stato recepito con apposito regolamento della Commissione n. 1358/2007 del 21 novembre 2007.

Il nuovo principio contabile internazionale, che disciplina la presentazione dei dati settoriali delle società europee a partire dall'esercizio 2009, sostituisce lo IAS (*International Accounting Standard*) n. 14 del 1997, rispetto al quale presenta alcune differenze sostanziali che attengono principalmente, oltre che all'approccio da seguire ai fini dell'enucleazione dei settori, proprio alle modalità di preparazione delle informazioni settoriali oggetto di *reporting* esterno ed al contenuto informativo dei *reports* di settore.

Nell'impostazione del nuovo principio, la prospettiva del *management* deve guidare tutto il processo di redazione del *segment reporting*, compresa la selezione delle informazioni settoriali. Nelle intenzioni del *Board* la soluzione prospettata, il c.d. *full management approach*, contribuisce al miglioramento dell'utilità dell'informativa di bilancio, in particolare sul versante della significatività (c.d. *relevance*) dei dati presentati. L'approccio manageriale, infatti, “consente agli utilizzatori esterni una più appropriata valutazione dei rischi e delle opportunità delle business units nello stesso modo con cui il “management reviews performance and makes decisions”¹⁴⁰. La soluzione accolta nell'IFRS 8 sembra poi favorire una riduzione dei costi aziendali connessi all'approntamento dei dati di settore.

¹⁴⁰ G. Bruni, *Contabilità del valore per “aree strategiche d'affari”*, Torino, 1999, p. 182.

In tale contesto, dunque, la selezione dei criteri da utilizzare ai fini della valutazione di costi, ricavi, risultati, attività e passività di settore costituisce un elemento caratterizzante il nuovo principio. Secondo il nuovo *standard* i principi da adottare sono quelli impiegati ai fini della reportistica interna, anche nei casi in cui non collimino con le *accounting policies* previste per la redazione della sintesi del bilancio (nell'impostazione del superato IAS 14, invece, le citate *accounting policies* dovevano essere sempre rispettate). Allo stesso modo, ci si deve allineare alle definizioni di costo, ricavo, risultato, attività e passività di settore contenute nello *standard*.

Le informazioni da presentare alla luce dell'IFRS 8 sono nel complesso più contenute rispetto allo IAS 14. Alcuni dati segmentati devono essere divulgati soltanto se riportati internamente al *management* oppure se concorrono alla determinazione del risultato o delle attività di settore. Ne deriva, pertanto, che le informazioni che non sono giudicate rilevanti ai fini della valutazione della *performance* (i provenienti/oneri finanziari, le imposte sul reddito, ecc.) non devono essere considerate¹⁴¹.

In particolare, circa le informazioni relative agli aspetti reddituali, patrimoniali e valutativi, l'IFRS 8 stabilisce che l'azienda deve presentare per ciascun segmento oggetto di informativa il risultato, le attività, le passività¹⁴².

Al riguardo si precisa che l'IFRS 8 non impone la diffusione di uno specifico margine di segmento (ad esempio, il risultato operativo, il risultato *ante* imposte, il

¹⁴¹ Scrive al riguardo A. Quagli: “*Ad esempio, lo IAS 14 richiedeva di presentare dati riferiti sia al criterio di segmentazione primario (ad es., prodotto) sia, in misura minore, al criterio secondario (ad es., area geografica); analogamente, in termini di dati specifici si imponeva la comunicazione dell'entità degli investimenti fissi compiuti per ciascun segmento e si incoraggiava la presentazione dei flussi di cassa per segmento, dati questi che adesso non sono richiesti specificamente. Analogamente, si richiedeva la presentazione delle passività di segmento, dato che adesso diviene obbligatorio solo se il management lo predispone già nei suoi report interni (omissis) In senso contrario, come informazioni aggiuntive rispetto allo IAS 14, l'IFRS 8 richiede la comunicazione degli interessi attivi/passivi compresi nei margini di segmento, ma sempre sotto la condizione generale che tale dato sia utilizzato ai fini interni*”. A. Quagli, *Le nuove regole per l'informativa di segmento (International Financial Reporting Standard n. 8 – Operating segments)*, in *Revisione Contabile*, n. 73/2006, p. 25.

¹⁴² V., tra gli altri, A. Quagli, op. cit., p. 23.

risultato netto, ecc.), né di ben definite configurazioni di attività e di passività aziendali, bensì del margine e delle configurazioni che vengono trasmessi al *chief operating decision maker* (CODM) di cui esso si avvale quando deve allocare le risorse tra i vari segmenti e accertare la loro *performance*.

Se si ipotizza che al CODM vengano trasmessi i dati riguardanti le immobilizzazioni, le rimanenze e i crediti commerciali, solo l'importo cumulativo di tali voci deve essere esposto con riferimento a ciascun segmento. La parte restante delle attività viene evidenziata nell'ambito delle riconciliazioni tra il totale delle attività dei segmenti così individuate e il totale delle attività dell'intero complesso aziendale. In modo analogo, se il CODM monitora la *performance* dei vari segmenti e alloca le risorse tra gli stessi sulla base del dato relativo ad alcune passività (debiti commerciali e fondi per rischi e oneri futuri), le voci in parola costituiscono, nel loro importo complessivo, il passivo di settore.

Stando alla lettera del principio contabile sembra che le attività aziendali possano essere addirittura omesse in tutti i casi in cui il CODM non si avvalga di tali informazioni, pur essendo internamente disponibili. Tanto si desume dalla lettura del paragrafo 25 dello *standard*, il quale testualmente recita “*only those assets and liabilities that are included in the measures of the segment’s assets and segment’s liabilities that are used by chief operating decision maker shall be reported for that segment*”.

Dalla sintesi dei contenuti dell'IFRS 8 riportata e dalle considerazioni di commento di volta in volta presentate, emerge che il nuovo *standard* si fonda su di un sistema di assunzioni (il c.d. *management approach*) che orienta, oltre al processo di individuazione dei segmenti aziendali, il metodo di selezione delle informazioni che devono essere divulgate all'esterno. Infatti, i dati da pubblicare devono coincidere con quelli di cui si avvale il CODM ai fini della valutazione della *performance* dei singoli segmenti e dell'attribuzione delle risorse agli stessi. Ciò comporta, quindi, che le informazioni che non sono repute rilevanti nel processo di definizione del

marginale da rendicontare al CODM (i proventi/oneri finanziari, le imposte sul reddito, ecc.) non devono essere pubblicate¹⁴³.

Alla luce di quanto sopra, pare preferibile sostenere 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.

Si ritiene, dunque, opportuno tenere distinta la funzione organizzativa e informativa *interna* attribuita dallo statuto ai criteri di accertamento del risultato di settore e alle modalità di rendicontazione rispetto alla funzione organizzativa e informativa *esterna* tipicamente svolta dal bilancio di esercizio¹⁴⁴.

Pertanto, ferma restando l'applicazione del principio generale di rappresentazione corretta e veritiera di cui all'art. 2423, comma 2, c.c., si ritiene che lo statuto possa determinare autonomamente la disciplina concernente la struttura, i principi contabili applicabili e il tipo di controllo al quale sottoporre l'informativa settoriale. Ciò anche in considerazione dei criteri di correlazione tra diritti patrimoniali delle azioni e risultato di settore e della nozione di risultato quale parametro di commisurazione dei diritti stessi¹⁴⁵.

Conseguentemente, il rinvio statutario alla disciplina codicistica del bilancio di esercizio ed ai principi contenuti nello IFRS 8 concernente la nozione di settore rilevante e di risultato si ritiene legittimo, ma non necessario.

Evidentemente, nel caso in cui i criteri di determinazione del risultato di settore contenuti nello statuto si discostino, ai fini organizzativi, dai corretti principi contabili, sarà necessario predisporre un documento di raccordo e di riconciliazione

¹⁴³ V., tra gli altri, N. Angiola, *IFRS 8, Operating segments, riflessioni sui nuovi orientamenti*, Milano, 2007.

¹⁴⁴ V. C. Angelici, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003, p. 76.

¹⁴⁵ Cfr. P. Sfameni, *Commento all'art. 2350 c.c.*, in *Commentario alla riforma del diritto societario*, coordinato da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2005, pp. 263 ss.

oggetto di specifica informativa nel contesto del bilancio di esercizio¹⁴⁶. Ciò allo scopo di rendere comparabile il risultato complessivo dell'attività ed il risultato di settore, esercizio non strumentale al calcolo dei diritti degli azionisti correlati, ma necessario ai fini informativi esterni.

I valori contabili di settore, perciò, incorporati nelle informazioni del bilancio di esercizio e la loro analitica declinazione secondo gli schemi previsti dai principi contabili applicabili, dovranno essere misurati secondo criteri previsti per il bilancio stesso. Parimenti, sarà necessario al fine di rendere comparabili il risultato di settore e quello dell'attività complessiva, depurare il risultato stesso degli effetti relativi ai rapporti intersettoriali, alla stregua di un vero e proprio consolidamento¹⁴⁷.

L'attività di controllo sul bilancio di esercizio, svolta ai sensi dell'art. 2409-ter, comma 1, lett. b), c.c., avrà ad oggetto, in via indiretta, anche l'informazione contabile prevista dallo statuto.

3.3 Obblighi di informativa settoriale e bilancio di esercizio. Pubblicità e formazione

A questo punto, è necessario valutare se l'informazione circa l'andamento del settore di attività ed il risultato debbano in caso di emissione di azioni correlate trovare evidenza nel contesto del bilancio di esercizio o comunque in documenti ad esso allegati, anche indipendentemente da una previsione statutaria *ad hoc*, ovvero se la disciplina statutaria sia esaustiva di ogni profilo della disciplina dell'informazione societaria. Evidentemente, l'ipotesi alla quale ci si riferisce è esclusivamente quella in cui il settore sia rappresentato da un'area di attività interna alla società, non invece dall'attività svolta da una società controllata poiché in quest'ultimo caso la disciplina in questione è assorbita da quella del bilancio della società controllata stessa.

¹⁴⁶ SEC, op. cit.

¹⁴⁷ V. N. Angiola, *Imprese diversificate e informativa settoriale*, Torino, 2004, pp. 88 ss.; S. Angeloni, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, Torino, 2005, pp. 376 ss.

Secondo opinione pacifica, il bilancio di esercizio svolge, *inter alia*, una funzione organizzativa interna di rendiconto nei confronti degli azionisti, presupposto per la destinazione dei risultati, ed una funzione informativa esterna volta a orientare le scelte individuali di investimento e di credito di potenziali azionisti e finanziatori¹⁴⁸.

Tali funzioni sono, dunque, tutte composte nel contesto di una disciplina inderogabile, ma anche per certi aspetti *aperta* per ciò che riguarda i contenuti grazie all'operare di clausole generali e di possibili deroghe, nonché del potere dell'autorità di vigilanza.

Peraltro, si sottolinea che l'azionista, senza distinzione tra una categoria e l'altra, non ha a disposizione strumenti, distinti dal bilancio di esercizio, che possano contemporaneamente svolgere le funzioni indicate.

La necessità dell'informazione settoriale nel contesto del bilancio di esercizio è indicata dallo stesso legislatore; infatti, ai sensi dell'art. 2428, comma 1, c.c. *“il bilancio deve essere corredato da una relazione degli amministratori contenente un'analisi fedele, equilibrata ed esauriente della situazione della società e dell'andamento e del risultato della gestione, nel suo complesso e nei vari settori in cui essa ha operato, anche attraverso imprese controllate, con particolare riguardo*

¹⁴⁸ V. F. Carnelutti, *Sul concetto di reclamo giudiziario contro il bilancio finale di liquidazione nelle società anonime*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1912, II, pp. 655 ss.; F. Messineo, *Valore giuridico delle “poste” di bilancio di società per azioni e delle registrazioni nei libri sociali*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1955, p. 152; G. Minervini, *Su di una particolare funzione del bilancio delle società per azioni*, in *Rivista delle società*, 1956, p. 723; E. Simonetto, *Dividendi e acconti dividendo*, Padova, 1962, pp. 91 ss.; E. Colombo, *Il bilancio di esercizio della società per azioni*, Padova, 1965, p. 264; B. Libonati, *Amministratori e bilancio: il principio della verità dei bilanci*, in *Rivista delle società*, 1969, p. 479; E. Bocchini, *Manuale di diritto della contabilità delle imprese*, Torino, 1995, p. 396; G. Figà - Talamanca, *Bilanci e organizzazione dei poteri dispositivi sul patrimonio sociale*, Milano, 1997, p. 113; P. Sfamini, *Perdita del capitale e bilancio straordinario*, Milano, 2004, p. 32; M. Bini, *I principi contabili internazionali fra rilevanza economica e rappresentazione fedele*, *Atti del convegno internazionale di studi. Venezia*, a cura di P. Balzarini, G. Carcano e M. Ventrone, in *Rivista delle Società*, 2007, pp. 111 ss.; G. Melis - A. Melis - A. Pili, *I postulati della prudenza e della competenza nella redazione del bilancio di esercizio: normativa italiana e principi contabili IASB*, in *L'analisi degli effetti sul bilancio dell'introduzione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS*, AA.VV., I, Roma, 2007, pp. 89 ss.; G. Colombo, *I principi contabili internazionali, capitale e patrimonio netto*, *Atti del convegno internazionale di studi. Venezia*, a cura di P. Balzarini, G. Carcano e M. Ventrone, in *Rivista delle Società*, 2007, pp. 81 ss.; S. Ecchia, *La destinazione dell'utile nelle società per azioni*, Padova, 1985; F. Cescon, *Rilevazioni e determinazioni quantitative d'azienda. Logiche di contabilità generale, principi economici e bilancio*, Milano, 2004.

ai costi, ai ricavi e agli investimenti, nonché una descrizione dei particolari rischi e incertezze cui la società è esposta”.

Le finalità tipiche dell’informativa settoriale, di cui al nuovo principio contabile internazionale sul *segment reporting* trattato in precedenza, e l’operare della clausola generale di cui all’art. 2428, comma 1, c.c. sembrano, allora, costituire le premesse per circoscrivere un obbligo informativo specifico.

L’emissione di azioni correlate pare costituire una delle circostanze rilevanti per imporre un obbligo di informazione integrativa in ordine all’andamento del settore di attività oggetto di correlazione, in ordine al risultato relativo ed ai criteri contabili strumentali a fornire tale informazione. Obbligo, peraltro, che ha come destinatari tutti gli azionisti, indipendentemente dalla specifica categoria di appartenenza.

Pertanto, a prescindere dal criterio di correlazione tra diritti patrimoniali e risultato di settore, da un lato, e dai criteri di misurazione e la nozione di risultato previsti dallo statuto, dall’altro, il bilancio di esercizio dovrà, in ogni caso, 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. Nella sua funzione non sostituibile di rendiconto e di informazione sulla situazione patrimoniale, finanziaria ed economica della società, il bilancio di esercizio dovrà dunque contenere anche le informazioni concernenti l’andamento del settore e il risultato del medesimo.

In tale contesto, le criticità sollevate dalla dottrina circa la pretesa autonomia documentale del rendiconto di settore, la sua struttura ed il processo di controllo devono trovare composizione in coerenza con la disciplina del bilancio e l’eventuale regolamentazione speciale. Alla luce di quanto sopra, si ritiene che esclusivamente le informazioni settoriali di natura quantitativa e qualitativa contenute nel bilancio debbano essere sottoposte al medesimo procedimento di formazione e controllo di quest’ultimo.

Infine, si ritiene 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, pertanto, potrebbe anche prevedere l'obbligo di redazione di un rendiconto con carattere di analiticità superiore al bilancio stesso.

Quanto detto sopra 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.

Sotto il profilo della formazione, si ritiene che tale informativa, pur oggetto di comunicazione pre-assembleare ai soci, non debba essere oggetto di specifica approvazione da parte dell'assemblea. L'approvazione, infatti, è ritenuto atto strumentale a fare acquisire al documento un particolare valore organizzativo esterno, valore non proprio del risultato di settore e del documento che ne dichiara la misura. La posizione soggettiva patrimoniale del socio trova presupposto quantitativo e procedimentale solo nel bilancio di esercizio e non nel rendiconto di settore; quest'ultimo tuttavia e le sue regole di formazione costituiscono fondamento per la misurazione (non l'imputazione) a livello organizzativo interno, dei diritti patrimoniali dei soci. In tale contesto, tanto il contenuto del rendiconto, quanto il suo procedimento di formazione possono essere lasciati all'autonomia statutaria.

Circa il regime pubblicitario, la documentazione informativa prevista dallo statuto, qualora non configurata come allegato al bilancio o come elemento integrativo dello stesso, non dovrebbe essere assoggettata alla disciplina del deposito presso il registro delle imprese ai sensi dell'art. 2435 c.c.

Occorre, infine, chiedersi quali siano le conseguenze relative alla violazione dei criteri di misurazione del risultato settoriale, pur nella veridicità e correttezza del

risultato complessivo, e quelle derivanti dalla violazione delle regole di rendicontazione.

A tal proposito, si potrebbe ipotizzare che l'indiretta incidenza sull'informazione contenuta nel bilancio di esercizio dei vizi che attengono il calcolo del risultato di settore e i documenti relativi al rendiconto, possano, in certe circostanze, legittimare l'applicazione della disciplina di cui all'art. 2377 c.c. alla deliberazione di approvazione del bilancio.

D'altro canto, si ritiene che non si possano sollevare dubbi ragionevoli in ordine al fatto che la ripartizione dell'utile tra tutti gli azionisti in misura difforme da quella che sarebbe derivata qualora fossero stati applicati i criteri statutari di calcolo del risultato di settore, comporti applicazione della disciplina di cui all'art. 2377 c.c. anche limitatamente alla deliberazione di destinazione del risultato di esercizio.

3.4 Autonomia tra disciplina statutaria e disciplina del bilancio di esercizio

Alla luce della previsione normativa in esame si può dedurre anche un contenuto statutario minimo implicitamente presupposto dal legislatore.

Lo statuto deve contenere, in primo luogo, la descrizione del settore di attività i cui risultati sono oggetto di correlazione, i criteri per individuare il perimetro rilevante di tale attività, nonché l'eventuale quota di tale settore rappresentata dalle azioni ordinarie e dalle azioni correlate. Peraltro, si ritiene che tale descrizione possa avvenire anche in modo sintetico nello statuto mediante il rinvio a documentazione societaria extra-statutaria, ancorché sottoposta ai medesimi procedimenti di approvazione, ma di cui non si può fare a meno se non a costo di incidere sulla stessa determinatezza dei diritti patrimoniali degli azionisti. Lo statuto di *AIMAG S.p.A.*, ad esempio, prevede l'emissione di azioni correlate al settore *servizio idrico integrato* e al settore *servizio raccolta e trasporto rifiuti urbani* a favore dei soci privati individuati tramite gara pubblica e rinvia per la puntuale identificazione dei settori

“all’attività oggetto degli affidamenti e/o dell’affidamento da parte delle competenti autorità”.

Inoltre, lo statuto deve prevedere i criteri di individuazione dei costi e ricavi imputabili al settore che permette, poi, di risalire alle attività e passività di settore. Come già affermato dalla dottrina, *“una volta identificati i costi e i ricavi di settore, è possibile risalire, con un certo automatismo, anche alle attività e alle passività espressive della dimensione patrimoniale. Le attività e le passività del segmento sono cioè ricostruite in funzione del loro collegamento con i costi e i ricavi del settore”*¹⁴⁹. Si ritiene che lo statuto non debba necessariamente contenere l’elenco analitico delle voci di costo e di ricavo imputabili specificamente al settore, ma esclusivamente i criteri per individuare la tipologia di costo e di ricavo riferibile al settore¹⁵⁰.

Lo statuto potrebbe, dunque, operare un rinvio ai corretti principi contabili in genere o alla disciplina dell’IFRS 8 ovvero a sue singole parti, integrando la stessa quando risulti insufficiente. A tal proposito, si consideri l’aspetto rilevante della ripartizione dei c.d. costi comuni, ossia quei costi non direttamente imputabili al settore stesso, ma comuni a più settori, la cui regolamentazione potrebbe essere dettagliatamente contenuta nello statuto contenente precisi criteri di ripartizione¹⁵¹. A proposito dei criteri di allocazione dei costi comuni, l’organismo di vigilanza statunitense del mercato dei capitali ha rilevato che *“the units referenced by the targeted stock may share many common costs, such as general and administrative and interest costs. (omissis) A complete description of any allocation methods used for cash, debt, related interest and financing costs, corporate overhead, and other common costs should be provided in the notes to the financial statements that purport to be prepared in accordance with GAAP. The amounts likely to be reported by the entity were it a stand-alone entity should be disclosed. In some cases, the staff has questioned whether allocations have been biased. For example, operating results and EPS of operations that are valued on the basis of earnings could be unfairly*

¹⁴⁹ S. Angeloni, op. cit., p. 491.

¹⁵⁰ V. A. Paciello, op. cit., p. 224; P. De Biasi, op. cit., p. 821.

¹⁵¹ V. N. Angiola, *Imprese diversificate*, op. cit., pp. 83 ss.

inflated as a result of excessive allocations of common costs to operations that are valued on the basis of revenue growth. If the methodologies and assumptions underlying the allocation of debt and corporate expenses may change without securityholder approval, that fact should be stated clearly. If the financial statements of the business unit before and after the issuance of the tracking stock will not be comparable, that fact should be disclosed. On occasion, the staff has questioned whether a change in the method of attributing revenue or expense from one shareholder group to another would be reported as a change in reporting entity or, if deemed a change on estimate or principle, how the auditor will determine whether a change is a better method of calculating earnings attributable to a particular shareholder group”¹⁵².

Nel caso in cui tale rinvio non sia inserito nello statuto, quest’ultimo dovrà in ogni caso descrivere la nozione rilevante di risultato settoriale e, conseguentemente, indicare i criteri per la selezione dei costi e dei ricavi, nonché la tipologia di costi e ricavi direttamente e indirettamente attribuibili al settore stesso. Così, nel caso in cui lo statuto contenga una nozione di *risultato operativo* di settore, ne conseguirà l’esclusione di voci di costo e ricavo comuni e di natura straordinaria, finanziaria e tributaria; nell’ipotesi in cui, invece, lo stesso statuto contenga una nozione di *utile o perdita netta di settore*, anche le componenti indicate potranno essere oggetto di computo e di espressa indicazione. Non pare, peraltro, necessario, ai fine del calcolo del risultato di settore, sottrarre al risultato lordo le quote di competenza da destinare a riserva legale o statutaria, come anche la quota di imposta relativa¹⁵³.

Nella pratica entrambi gli approcci, *i.e.* rinvio nello statuto e disciplina nello statuto senza rinvio, sono stati utilizzati. Ad esempio, l’art. 36.6 dello statuto di *AIMAG S.p.A.* opera un rinvio ai provvedimenti delle autorità competenti in materia.

In direzione opposta si colloca l’art. 6.5 dello statuto di *Cape Live S.p.A.*, ai sensi del quale “*con riferimento alle azioni B, gli amministratori devono tenere le scritture*

¹⁵² SEC, op. cit.

¹⁵³ V. S. Angeloni, op. cit., p. 491; S. Serafini, *Le azioni correlate e i diritti patrimoniali sui risultati del settore*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2005, p. 799.

contabili in modo idoneo a garantire la corretta individuazione dei diritti patrimoniali spettanti alle due categorie di azioni. Gli amministratori devono distintamente indicare in nota integrativa i costi ed i ricavi imputabili al Settore Investimenti Diretti, rappresentati da : a) costi, ricavi ed utili/perdite da cessione o realizzo - ivi compresi i rigiri a conto economico delle riserve da valutazione, le rettifiche e le riprese di valore, le minusvalenze e le plusvalenze, le svalutazioni e le rivalutazioni, i dividendi e gli accantonamenti netti, nonché gli interessi attivi e passivi e le commissioni attive e passive – derivanti in via esclusiva dalle attività e passività finanziarie, dalle partecipazioni, dagli investimenti e dall’operatività riconducibili al Settore Investimenti Diretti; b) una quota pari al 50% degli interessi attivi e passivi e dei proventi ed oneri assimilati, derivanti dall’attività di gestione della tesoreria e quindi non imputabili al Settore Investimenti Diretti; c) una quota pari all’80% del totale delle spese amministrative, degli altri proventi e oneri di gestione e comunque di ogni altro componente positivo o negativo di reddito non direttamente imputabile al Settore OICR. Sul risultato economico del Settore Investimenti Diretti, così ottenuto, vengono computate altresì le relative imposte sul reddito – correnti, differite e anticipate – la cui determinazione viene affidata ad un arbitratore ai sensi dell’art. 1349 c.c., incaricato dal consiglio di amministrazione, su proposta unanime degli amministratori indipendenti, arbitratore da scegliersi tra società di revisione o revisori iscritti nel registro dei revisori contabili. Tale saldo costituisce il risultato economico netto del Settore Investimenti Diretti (se positivo, “l’Utile Netto Settore Investimenti Diretti” e se negativo “la Perdita Netta Settore Investimenti Diretti”). Nella nota integrativa gli amministratori indicano, fra i criteri di valutazione, ogni elemento utile alla identificazione dell’attività del Settore Investimenti Diretti e riportano due distinti rendiconti economici riferiti, l’uno al Settore Investimenti Diretti e l’altro al Settore OICR”.

Il medesimo approccio adottato nello statuto di *Cape Live S.p.A.* si riscontra nello statuto di *ATAF S.p.A.* il cui articolo 5 recita “con riferimento alle azioni correlate come sopra riservate al Comune di Firenze di cui al precedente comma 1, lettera b), ai sensi dell’art. 2350, comma 2, c.c., i costi e i ricavi imputabili al settore, ovvero la partecipazione detenuta dalla Società nella “*Tram Firenze S.p.A.*” sono: a)

dividendi distribuiti ad ATAF S.p.A. dalla Tram Firenze S.p.A.; b) svalutazione della partecipazione di ATAF S.p.A. nella Tram Firenze S.p.A. rispetto al valore di carico nell'attivo dello stato patrimoniale, nel rispetto di quanto disposto dai Principi Contabili in materia; c) plusvalenze originate dalla vendita della partecipazione di ATAF S.p.A. in Tram Firenze S.p.A. o derivante dalla liquidazione della medesima società; d) minusvalenze originate dalla vendita della partecipazione di ATAF S.p.A. in Tram Firenze S.p.A. o derivante dalla liquidazione della medesima società; i costi e ricavi imputabili all'investimento di ATAF S.p.A. in Tram Firenze S.p.A., come sopra individuati, sono oggetto di rendiconto per categoria omogenea, in modo tale da fornire chiaramente tutti gli elementi analitici che compongono il calcolo. Il rendiconto deve porsi in essere con riferimento ad ogni esercizio sociale ed entro 15 giorni dalla data in cui il consiglio di amministrazione approva la bozza di bilancio da sottoporre alla approvazione della assemblea. Tutti i menzionati componenti del reddito, positivi o negativi, sono valutati al netto del relativo impatto fiscale”.

Circa il rinvio, si ritiene peraltro legittimo quello, contenuto nello statuto, alla conoscenza di dettagliati documenti informativi oggetto di approvazione o esame assembleare in sede di emissione o di creazione delle azioni, ove siano indicati in via analitica le voci di costo e di ricavo oltre che evidentemente il perimetro contabile del settore.

Nell'esperienza pratica si registra anche l'opportunità di allegare allo statuto la documentazione e la regolamentazione relativa alla materia in oggetto. Ad esempio, l'art. 14 dello statuto di *Alcatel S.A.*, prevede che la società deve redigere un bilancio relativo alla divisione *Optronics*, debitamente sottoposto a controllo dei *commissaires aux comptes*. Bilancio da redigersi secondo criteri previsti da apposito allegato allo statuto¹⁵⁴.

Non pare, invece, legittimo sostenere che lo statuto possa operare un semplice rinvio a criteri di volta in volta approvati dal consiglio di amministrazione ovvero contenere un rinvio generico a principi di correttezza. In sostanza, tale clausola determinerebbe

¹⁵⁴ V. A. Viandier, *Les actions reflet*, in *Revue de jurisprudence de droit des affaires*, 2001, *Chronique*, p. 6.

un potere discrezionale circa la stessa determinazione della misura del diritto patrimoniale degli azionisti, con esiti contrari alla *ratio* normativa.

CAPITOLO IV

CONVERSIONE

4.1 Il diritto di conversione: natura e valore sistematico

Ai sensi dell'art. 2350, comma 2, c.c., “*lo statuto stabilisce (omissis) le eventuali condizioni e modalità di conversione [delle azioni correlate] in azioni di altra categoria*”. Secondo certa dottrina tale previsione è “*dovuta alla presa d'atto che il diritto di conversione costituisce una costante delle emissioni di tracking stocks nella prassi statunitense*”¹⁵⁵, in cui la conversione di *tracking stocks* in *common stocks* viene spesso prevista come meccanismo di *exit*.

Essa è, peraltro, funzionale a disciplinare la sorte delle azioni correlate al verificarsi di predeterminati eventi o condizioni, quali, a titolo esemplificativo, 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.

¹⁵⁵ V. A. Stagno d'Alcontres, *Commento all'art. 2350 c.c.*, in *Commentario alle società di capitali*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Vol. 1, 2004, p. 298; A. Paciello, *Le azioni correlate*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di C. Montagnani, Milano, 2004, p. 222; G. Mignone, *Commento all'art. 2350 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino, G. Bonafede, O. Cagnasso, P. Montalenti, Torino, 2004, p. 306; S. Serafini, *Le azioni correlate e i diritti patrimoniali sui risultati del settore*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2005, p. 796. Sulla prassi e le tipologie di clausole statutarie sulla conversione di azioni correlate v. U. Patroni Griffi, *Le azioni correlate*, in *Diritto dell'impresa e del mercato*, a cura di G. Alpa, U. Belviso, R. Pardolesi e M. Sandulli, Napoli, 2005, pp. 75 ss.; le medesime indicazioni sono previste tra gli obblighi di *disclosure* previsti dalla SEC, Division of corporate finance, *Disclosure about “targeted stock”, current accounting and disclosure issues*, 30 giugno 2000, in www.sec.gov; sul punto Y. Schnorbus, *Tracking stock in Germany: is German corporate law flexible enough to adopt American financial innovations?*, 22 *University of Pennsylvania journal of international economic law*, pp. 577-578; in dottrina francese A. Viandier, *Les actions reflet*, in *Revue de jurisprudence de droit des affaires*, 2001, *Chronique*, p. 6; COB, *L'introduction en France d'actions traçant. Rapport du groupe de travail preside par René Barbier de la Serre*, luglio 2000, p. 8; A. Tézenas du Montcel, *Les “tracking stocks”*, *Memoire de 3me année*, Université Paris II-Oanthéon-Assas, 2000, pp. 46 ss.

La *ratio* di tale disciplina si fonda chiaramente 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'impresa¹⁵⁶.

Conseguentemente, è opportuno incorporare nell'azione correlata, fin dalla sua emissione, “*il germe della perdita del privilegio*”¹⁵⁷, del mutamento, 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. Aspettative che sono, peraltro, il fulcro di ogni modello di valutazione finanziaria di qualsiasi strumento finanziario.

E' opportuno evidenziare 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. Infatti, nel caso in cui le azioni correlate abbiano un diritto assoluto ed esclusivo all'intero utile rappresentato dal risultato di settore e, dunque, le azioni ordinarie non incorporino un diritto di partecipazione a parte dell'utile corrispondente al risultato di settore, ma solo ed esclusivamente un diritto alla quota di utile sociale corrispondente al risultato dei settori di attività residuali, si può legittimamente affermare che tali azioni ordinarie sono indirettamente correlate all'attività residua della società. In tale circostanza, è evidente che le vicende circolatorie che dovessero interessare i settori di attività non direttamente correlati possono comportare un effetto pregiudizievole nei confronti degli azionisti ordinari. Come evidenziato in precedenza, la particolare conformazione statutaria del diritto agli utili può di fatto

¹⁵⁶ Y. Schnorbus, op. cit., pp. 577-578; sulle c.d. “*unwind features*” (previsioni relative allo smontaggio dell'operazione di emissione di *tracking shares*), si veda J.J. Hass, *Directorial fiduciary duties in a tracking stock equity structure: the need for duty of fairness*, in 94 *Michigan law review*, 1996, pp. 2128 ss. e, per esempi concreti, J.J. Hass, *How quantum, DLJ and Ziff-Davis are keeping on track with “tracking stock”*, settembre 1999, in <http://papers.ssrn.com>.

¹⁵⁷ A. Mignoli, *La nozione di categoria e le categorie di azioni ai sensi degli artt. 2348 e 2376 c.c.*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1953, I, p. 456.

incrinare il principio di partecipazione comune al risultato della società di cui all'art. 2247 c.c. (*“con il contratto di società due o più persone conferiscono beni o servizi per l'esercizio in comune di un'attività economica allo scopo di dividerne gli utili”*), con ricadute sugli stessi equilibri di potere politico, economico e finanziario all'interno dell'impresa medesima.

Oltre a tali problematiche, in via preliminare sembra necessario valutare l'esatta portata normativa della previsione, onde verificarne l'incidenza sugli elementi della fattispecie ed il valore sistematico.

La dottrina ha fornito diverse letture dell'indicazione normativa in oggetto. Secondo una prima posizione, la convertibilità delle azioni correlate in azioni di altra categoria rappresenta elemento necessario ed insopprimibile della fattispecie. Essendo il diritto di conversione necessariamente incorporato nell'azione correlata, all'autonomia statutaria è lasciata esclusivamente la facoltà di disciplinare eventuali limitazioni all'esercizio del diritto stesso. In ciò sta il significato del riferimento nella norma alle *eventuali* condizioni e modalità di conversione. In particolare, si è sostenuto che *“da un'attenta lettura dell'art. 2350, comma 2, c.c. risulta evidente che l'aggettivo “eventuali” si riferisce al sostantivo condizioni; in altri termini, lo statuto potrà discrezionalmente apporre condizioni al diritto di conversione, ma non sopprimere il diritto stesso alla conversione in altra categoria di azioni. La norma stabilisce, quindi, la conversione obbligatoria delle azioni correlate in azioni ordinarie, salva la facoltà della società di limitare la conversione al verificarsi di alcune condizioni particolari, quale ad esempio la cessione del settore”*¹⁵⁸. Convertibilità obbligatoria, dunque, con facoltà statutaria di limitarne le circostanze di esercizio.

Altra dottrina sostiene, invece, che il diritto di conversione costituisce elemento accessorio e meramente eventuale dell'azione correlata. Qualora tale diritto fosse convenzionalmente incorporato nell'azione, tuttavia, lo statuto deve regolarne condizioni e modalità di esercizio¹⁵⁹. Il riferimento normativo alla *eventualità* delle

¹⁵⁸ Così S. Serafini, op. cit., p. 796.

¹⁵⁹ G. Mignone, op. cit., p. 306.

condizioni della conversione, secondo questa lettura, è quindi operato nei confronti dello stesso diritto incorporabile nell'azione, più che delle modalità di esercizio.

Infine, secondo un'ulteriore teoria, la disciplina delle modalità di conversione deve ritenersi “*alternativa (e in questo senso eventuale) ad altri sistemi di liquidazione della partecipazione azionaria - quale ad esempio l'emissione di azioni riscattabili*”¹⁶⁰ quando l'attività settoriale non è più, per volontà dell'organo gestorio o per altre circostanze, proseguibile. Il riferimento alla convertibilità in altra categoria azionaria, dunque, ha natura esemplificativa e funzionale, da un lato, e carattere residuale, dall'altro, nell'ipotesi in cui lo statuto non disponga misure alternative di tutela patrimoniale e amministrativa del socio in sede di modificazione significativa, estinzione o trasferimento dell'attività settoriale correlata¹⁶¹.

Funzionale e preliminare alla identificazione della soluzione interpretativa più idonea, sembra possa essere l'analisi di quelli che potrebbero essere, in mancanza della previsione in esame, i rimedi posti a tutela del titolare di azioni (direttamente o indirettamente) correlate, nei casi sopra menzionati.

A tal proposito, occorre domandarsi se, salvo diversa previsione statutaria ex art. 2364, n. 5, c.c., tutte le decisioni gestionali relative al settore di attività correlato siano di competenza esclusiva degli amministratori ai sensi dell'art. 2380-*bis* c.c., con la conseguenza che nessun vincolo potrebbe sussistere in ordine all'eventuale estinzione o trasferimento dello stesso, nonostante l'impatto che tali decisioni possano avere sulle posizioni organizzative, agganciate ai risultati del settore medesimo, appartenenti ai portatori di una o più categorie di azioni¹⁶². Occorre, infatti, rilevare che le decisioni gestorie incidenti sul settore di attività nel senso indicato determinano necessariamente una modifica di fatto, in caso di azioni correlate c.d. partecipanti, dei diritti di partecipazione agli utili sociali, se non una

¹⁶⁰ U. Patroni Griffi, op. cit., p. 77; A. Zanoni, *Commento all'art. 2350*, in *Codice commentato della S.p.A.*, a cura di G. Fauceglia e G. Schiano di Pepe, Torino, 2006, I, pp. 201-202.

¹⁶¹ V., fra gli altri, L. Salamone, *Il finanziamento dei patrimoni destinati a “specifici affari”*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2006, pp. 258-260.

¹⁶² Così U. Patroni Griffi, op. cit., p. 76.

totale esclusione, in caso di azioni correlate c.d. non partecipanti, dalla partecipazione agli utili della società.

Il risultato indicato, ove fosse oggetto di deliberazione assembleare, avrebbe come conseguenza, nel caso di modifica dei diritti di partecipazione agli utili, la necessità dell'approvazione dell'assemblea speciale degli azionisti correlati, ai sensi dell'art. 2376 c.c., ed il riconoscimento del diritto di recesso ex art. 2437, comma 1, lett. g), c.c.¹⁶³, se non, nel caso della totale esclusione dei diritti di partecipazione agli utili, l'annullamento per violazione del divieto del patto leonino con il quale uno o più soci sono esclusi da ogni partecipazione agli utili ai sensi dell'art. 2265 c.c.

Nonostante le controindicazioni segnalate, tuttavia, non pare condivisibile il percorso interpretativo volto a riconoscere all'assemblea un potere gestorio implicito anche nell'ipotesi in discussione¹⁶⁴, così come la stessa tesi volta a dimostrare che l'estinzione o il trasferimento dell'attività settoriale comportano il riconoscimento del diritto di recesso in ragione della “*modificazione statutaria concernente i diritti di partecipazione*”¹⁶⁵.

L'ambito di tutela dell'azionista, nei casi menzionati, non potrebbe dunque che assestarsi su rimedi di natura risarcitoria anche alla luce della violazione del principio di parità di trattamento e, prima ancora, del principio di correttezza e buona fede¹⁶⁶.

Se ciò risulta condivisibile non può, dunque, accettarsi l'opinione secondo la quale il diritto di conversione rappresenta, pur in assenza di rimedi alternativi, un elemento meramente eventuale della fattispecie azionaria in questione. D'altro canto l'opposta

¹⁶³ Sul rapporto tra l'art. 2376 c.c. e l'art. 2437, lett. g), c.c. G. D'Attorre, *Il principio di uguaglianza tra i soci nelle società per azioni*, Milano, 2007, pp. 232 ss.

¹⁶⁴ Sul tema dei poteri legali impliciti dell'assemblea, v. P. Abbadessa, *L'assemblea nella s.p.a.: competenza e procedimento nella legge di riforma*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2004, supplemento al n. 3, pp. 545 ss.; G.B. Portale, *Rapporti tra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. II, 2006, pp. 6 ss; M. Maugeri, *Sulle competenze "implicite" dell'assemblea nella società per azioni*, in *Rivista di diritto societario*, 2007, pp. 86 ss.

¹⁶⁵ In via dubitativa presenta la proposta interpretativa L. Salamone, op. cit., p. 259.

¹⁶⁶ In tema C. Angelici, *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1987, I, pp. 16 ss.; G. D'Attorre, op. cit., p. 390.

opinione, alla luce della quale la clausola di convertibilità costituisce elemento imprescindibile di fattispecie, anche laddove lo statuto preveda misure alternative a tutela dei portatori di azioni correlate, non pare esente da critiche posto che una tale interpretazione sembra in contrasto con il principio di libertà di cui all'art. 2348 c.c. e con la stessa *ratio* della disposizione, volta, da un lato, a garantire la conformità della disciplina delle azioni correlate al tipo della società per azioni (e, in particolare, all'inderogabile ripartizione delle competenze gestorie tra assemblea e organo amministrativo), dall'altro, al rispetto di principi inderogabili espressi dall'art. 2265 c.c.

Non sembra appartenere, invece, alla *ratio* normativa la tutela del c.d. *status* di socio, del diritto a permanere in ogni caso nella compagine sociale. Una tutela, quella indicata, la cui pretesa necessità sarebbe contraddetta dalla stessa legittimazione all'emissione di azioni riscattabili da parte della società ai sensi dell'art. 2437-*sexies* c.c.

In tale contesto sembra condivisibile la tesi secondo cui 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.

Perciò, si ritiene che lo statuto debba 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 correlate¹⁶⁷. Con l'avvertenza che le condizioni in discorso non devono possedere carattere meramente potestativo (tale carattere dovrebbe escludersi, probabilmente, in capo alle decisioni di investimento e disinvestimento nei settori di attività di impresa, in quanto pur sempre vincolate e strumentali alla

¹⁶⁷ V. A. Vicari, *Gli azionisti nella fusione di società*, 2004, Milano, p. 216; A. Pisani Massamormile, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Rivista delle società*, 2003, pp. 1268 ss.

realizzazione dell'interesse sociale)¹⁶⁸, trattandosi di circostanze che occasionano la modificazione, l'estinzione o il sorgere di diritti patrimoniali e amministrativi sociali.

4.2 Configurazione dei diritti di conversione. La prassi

L'esame della prassi relativa alle emissioni di azioni correlate rivela l'utilizzo di clausole ricorrenti¹⁶⁹.

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. Spesso tali clausole sono volte ad identificare la nozione di atto di disposizione sul piano qualitativo e quantitativo.

Sotto il profilo qualitativo, per atto di disposizione si intende frequentemente ogni atto dal quale consegua la perdita della disponibilità delle attività appartenenti al settore o, ove il settore si presenti sotto forma di *subsidiary* (società controllata), la perdita del controllo societario sulla società i cui risultati sono oggetto di correlazione. La perdita del controllo può avvenire, inoltre, o per effetto del trasferimento della partecipazione a terzi ovvero per effetto della quotazione su un mercato regolamentato¹⁷⁰. Per quanto riguarda la nozione di trasferimento, questo dunque assume un'accezione ampia tale da comprendere ogni forma di perdita della disponibilità economica o giuridica del settore.

Sotto il profilo quantitativo, viene normalmente assimilato al trasferimento integrale, il trasferimento delle attività del settore rappresentative della maggior parte del valore di mercato del medesimo. In particolare, di norma, al trasferimento totale

¹⁶⁸ V. A. Viandier, op. cit., p. 7.

¹⁶⁹ In dottrina J.J. Hass, *How Quantum*, op. cit., pp. 7 ss.; Y. Schnorbus, op. cit., pp. 577 - 578; A. Viandier, op. cit., p. 6; COB, *L'introduction en France d'actions traçant*, op. cit., p. 8; A. Tézenas du Montcel, *Les "tracking stocks"*, op. cit., pp. 46 ss.; U. Patroni Griffi, op. cit., pp. 74-75.

¹⁷⁰ Per l'opinione che il mantenimento della posizione di controllo sia condizione necessaria per incorporare nelle azioni emesse dalla società controllante diritti patrimoniali relativi alla società controllata, si veda, con riguardo alla novella francese, A. Viandier, *Les actions de préférence (ordonnance n. 2004-604 du 24 juin 2004, article 31)*, in *JCPE semaine juridique edition entreprise*, n. 40, 30 settembre 2004, p. 145.

viene assimilato anche il trasferimento che abbia ad oggetto almeno l'80% del valore di mercato delle attività comprese nel settore¹⁷¹.

Circa il procedimento decisionale in ordine agli atti di disposizione dell'attività settoriale, questo può essere:

(a) lasciato alla totale discrezionalità valutativa degli amministratori in termini di modalità, tempo e autonomia delle decisioni¹⁷²; ovvero

(b) lasciato alla discrezionalità degli amministratori, ma vincolato in ordine alle ragioni che legittimano l'atto di disposizione (ad esempio, in caso di rendimenti inferiori a determinati parametri) o in ordine al tempo della decisione (ad esempio, a far data dallo spirare di un minimo di tempo successivo all'emissione o entro e non oltre un termine massimo); ovvero

(c) condizionato all'approvazione o all'autorizzazione dell'assemblea speciale degli azionisti correlati¹⁷³.

¹⁷¹ Si legga a proposito la definizione di *disposition* contenuta nell'*offering circular* della *Liberty Media Corporation* del 2006, in www.libertymedia.com, p. 78, concernente le azioni correlate alla divisione *Capital Group*: "*Capital Group Disposition means the disposition, in one transaction or a series of related transactions, by New Liberty or its subsidiaries of all or substantially all of the assets of the Capital Group to one or more entities. As of any date, "substantially all of the assets of the Capital Group" means a portion of such assets that represents at least 80% of the then fair market value (as determined by the board of directors) of the assets of the Capital Group as of such date.*" Negli stessi termini le clausole contenute nell'*offering circular* relativo alla emissione *AT&T*: "*In the event of a sale, transfer, assignment or other disposition by AT&T in a transaction or series of related transactions, of all or substantially all of the properties and assets of the AT&T Wireless Group, AT&T is generally required to take one of the following actions, which will be selected in the sole discretion of our board of directors (omissis)*", laddove si avverte che: "*For purposes of these provisions, "substantially all of the properties and assets" of the AT&T Wireless Group as of any date means a portion of such properties and assets that represents at least 80% of the fair value of the properties and assets attributed to the AT&T Wireless Group as of such date*", p. 83. Ricorda tale prassi anche COB, *L'introduzione en France d'actions traçant*, op. cit., p. 8; A. Viandier, *Les actions reflet*, op. cit., p. 6; presso la nostra dottrina U. Patroni Griffi, op. cit., p. 75.

¹⁷² Così nell'ambito del prospetto *Alcatel S.A.* più volte citato, si avverte che: "*Le conseil d'administration d'Alcatel peut, à son entière discrétion et sans l'accord préalable des actionnaires, approuver la cession ou le transfert par tout autre moyen des actifs de la Division Optronics. En particulier, le conseil d'administration peut décider discrétionnairement de céder les actions de l'une des filiales d'Alcatel qui contrôlerait la Division Optronics, ou de procéder à la cession d'actifs représentant plus de 80% de la valeur réelle des actifs de la Division Optronics. Dans chacun de ces cas, les actions de catégorie O seraient automatiquement converties en actions ordinaires. Les porteurs d'actions de catégorie O pourraient alors être tenus d'indemniser Alcatel, ou Alcatel pourrait avoir à verser une indemnité aux porteurs d'actions de catégorie O*".

Quanto ai rimedi conseguenti agli atti di disposizione del settore correlato, di norma questi sono rappresentati da:

(a) conversione facoltativa od obbligatoria¹⁷³; ovvero

(b) riscatto delle azioni su richiesta della società o su opzione dei soci; ovvero

(c) riscatto con pagamento in azioni di altra categoria o in azioni di altra società (scambio azionario, tipicamente laddove il settore sia oggetto di conferimento o scissione in società controllata)¹⁷⁵; ovvero

¹⁷³ Tale eventualità, peraltro, costituisce elemento di differenziazione anche della disciplina dei rimedi possibili. Si veda, ad esempio, i casi di esenzione dall'applicazione della disciplina del riscatto delle azioni concernente gli atti di disposizione del settore prevista da AT&T: "The provisions described under "Redemption in connection with certain significant transactions" will not apply, and AT&T will not be required to redeem any securities or make any dividend or other distribution it would otherwise be required to make, in some circumstances, including the following: - if the underlying disposition is conditioned upon the affirmative vote of a majority of holders of AT&T Wireless Group tracking stock, voting as a separate class (...)"

¹⁷⁴ Si veda Alcatel S.A., *Note D'operation Preliminaire. Augmentation du capital par émission de 16.500.000 actions nouvelles de catégorie 0*, p. 20 e p. 48, ove si prevede che: "Les droits particuliers attachés aux actions de catégorie 0 s'éteignent de plein droit: (i) en cas d'introduction en bourse des actions de la société détenant directement ou indirectement le contrôle de la Division Optronics, (ii) en cas de perte par la société Alcatel du contrôle majoritaire de la société contrôlant directement ou indirectement la Division Optronics, (iii) en cas de cession ou de transfert, par tout moyen, à un ou plusieurs acquéreurs non contrôlés à quatre-vingts pour cent (80%) au moins par la société Alcatel, directement ou indirectement, soit de quatre-vingts pour cent (80%) au moins de la Division Optronics, soit d'actifs de la Division Optronics représentant au moins, en valeur, quatre-vingts pour cent (80%) du total de ses actifs, au dire d'un expert désigné par le Président du Tribunal de commerce de Paris, sur réquete de la société déposée dans les dix jours de bourse de la cession ou du transfert.

Dans l'hypothèse visée au (iii), l'expert devra, au titre de sa mission consistant à apprêter si les actifs cédés représentent, en valeur, au moins 80% du total des actifs de la Division Optronics:

- retenir comme valeur des actifs transférés, s'il s'agit d'une cession, leur prix, et s'il s'agit d'une opération autre qu'une cession, soit l'évaluation selon une approche multicritères des biens ou titres non catés reçus en échange, soit la valeur boursière des titres cotés reçus en échange, réputée égale à la moyenne de leurs premiers cours cotés pendant les vingt jours de bourse précédant la clôture de l'opération;

- retenir comme valeur de la totalité des actifs de la Division Optronics leur évaluation selon une approche multicritères[...].

En conséquence de l'extinction des droits particuliers qui leur étaient attaches, et de leur conversion en actions ordinaires, les actions anciennement de catégorie 0 auront le même droit à la répartition des bénéfices que les actions ordinaires anciennement de catégorie A, et par conséquent les mêmes droits à dividendes, mais à compter seulement de ceux mis en distribution après extinction. De ce fait, il n'y a plus de catégories d'actions et les actions anciennement de catégorie A et de catégorie O deviennent des actions d'Alcatel sans distinction de catégorie". In tema, per un commento, A. Viandier, *Les actions reflet*, op. cit., pp. 6 ss.

(d) pagamento di un dividendo straordinario in denaro o in natura (tipicamente azioni), corrispondente al valore di cessione del settore (in caso di trasferimento parziale del settore e sopravvivenza della categoria); ovvero

(e) combinazione dei rimedi sopra elencati.

Le operazioni indicate possono, poi, avere ad oggetto il totale delle azioni correlate, in caso di trasferimento integrale del settore, ovvero solo una parte, in caso di trasferimento parziale¹⁷⁶.

¹⁷⁵ Si veda, sempre nel regolamento di emissione di AT&T, ove è previsto che: "*The AT&T charter also provides that AT&T may, at any time, redeem all outstanding shares of AT&T Wireless Group tracking stock in exchange for a specified number of outstanding shares of common stock of a subsidiary of AT&T that satisfies certain requirements under the Internal Revenue Code and that holds all of the assets and liabilities of the AT&T Wireless Group. We refer to a subsidiary that satisfies these requirements as a "qualifying subsidiary" (omissis)*".

¹⁷⁶ Ancora, si può leggere, nel prospetto di AT&T: "*In the event of a sale, transfer, assignment or other disposition by AT&T in a transaction or series of related transactions, of all or substantially all of the properties and assets of the AT&T Wireless Group, AT&T is generally required to take one of the following actions, which will be selected in the sole discretion of our board of directors:*

-AT&T may redeem each outstanding share of AT&T Wireless Group tracking stock in exchange for a number of shares of AT&T common stock (calculated to the nearest 1/10,000) equal to 110% of the ratio of the average market price per share of AT&T Wireless Group tracking stock to the average market price per share of AT&T common stock. For this purpose, the "average market price per share" of AT&T common stock or AT&T Wireless Group tracking stock, as the case may be, means the average of the daily market value per share for such AT&T common stock or AT&T Wireless Group tracking stock during the 10-trading day period beginning on the 15th trading day following completion of the transaction;

-Subject to limitations, AT&T may declare and pay a dividend in cash and/or in securities (other than AT&T common stock) or other property to holders of the outstanding shares of AT&T Wireless Group tracking stock equally on a share-for-share basis in an aggregate amount equal to the net proceeds of the disposition allocable to AT&T Wireless Group tracking stock;

-Subject to limitations, if the disposition involves the disposition of all - not merely substantially all - of the properties and assets of the AT&T Wireless Group, AT&T may redeem all outstanding shares of AT&T Wireless Group tracking stock in exchange for cash and/or securities or other property in an aggregate amount equal to the net proceeds of such disposition allocable to the AT&T Wireless Group tracking stock;

-Subject to limitations, if the disposition involves substantially all but not all, of the properties and assets of the AT&T Wireless Group, AT&T may redeem a number of all outstanding shares of AT&T Wireless Group tracking stock in exchange for a redemption price equal to the net proceeds of that disposition. The number of shares of AT&T Wireless Group tracking stock to be redeemed would be equal to the lesser of (1) a number determined by dividing the aggregate amount allocated to the redemption of these shares by the average market value of one share of AT&T Wireless Group tracking stock during the 10-trading day period beginning on the 15th trading day following the completion of that disposition and (2) the total number of outstanding shares of AT&T Wireless Group tracking stock;

- Subject to limitations, AT&T may take a combination of the actions described in the preceding bullets whereby AT&T may redeem some shares of AT&T Wireless Group tracking stock in exchange for shares of AT&T common stock at the exchange rate described in the first bullet above, and use an

In merito all'efficacia e, qualora siano identificate diverse tipologie di rimedi, al tipo di rimedio applicabile, possono essere previste clausole ad efficacia automatica¹⁷⁷, legate all'accadimento di un determinato evento collegato ad uno specifico rimedio, ovvero ad efficacia condizionata alla decisione degli amministratori in ordine allo stesso tipo di rimedio o all'esercizio di un'opzione concessa agli azionisti¹⁷⁸.

Le condizioni economiche delle operazioni ricordate, infine, sono, generalmente, predeterminate (ad esempio, conversione alla pari) o determinabili (ad esempio, una conversione a premio, con conguaglio o secondo un valore di riscatto determinabile con formula prestabilita)¹⁷⁹.

4.3 Compatibilità delle fattispecie osservate presso altri ordinamenti con l'ordinamento interno. Conversione automatica, facoltativa e forzosa. Condizioni economiche

La sintetica illustrazione precedente offre spunti di riflessione sulla compatibilità con l'ordinamento giuridico italiano delle soluzioni utilizzate nella prassi internazionale.

Per ciò che riguarda la conversione delle azioni correlate in altre azioni, non pare possano sorgere dubbi, anche in virtù della disposizione in commento, in ordine alla legittimità della conversione con modalità facoltativa¹⁸⁰ o forzosa, sia automatica¹⁸¹,

amount equal to a portion of the net proceeds of the disposition allocable to AT&T Wireless Group tracking stock to either (1) declare and pay a dividend as described in the second bullet above, or (2) redeem part or all of the remaining shares of AT&T Wireless Group tracking stock as described in the third or fourth bullet above (omissis)".

¹⁷⁷ Così nel regolamento *Alcatel S.A.*, ove si legge che: "En conséquence de l'extinction des droits particuliers qui leur étaient attachés, et de leur conversion en actions ordinaires, les actions anciennement de catégorie O auront le même droit à la répartition des bénéfices que les actions ordinaires anciennement de catégorie A, et par conséquent les mêmes droits à dividendes, mais à compter seulement de ceux mis en distribution après extinction. De ce fait, il n'y a plus de catégories d'actions et les actions anciennement de catégorie A et de catégorie O deviennent des actions d'Alcatel sans distinction de catégorie". In tema A. Viandier, *Les actions reflet*, op. cit., pp. 6 ss.

¹⁷⁸ Lo ricorda U. Patroni Griffi, op. cit., pp. 74-75; per un esempio si veda il regolamento di *AT&T* richiamato alle note precedenti.

¹⁷⁹ COB, *L'introduction en France d'actions traçant*, op. cit., p. 8.

¹⁸⁰ Trib. Genova, 15 gennaio 1994 (ord.), in *Le società*, 1994, pp. 527 ss., con nota di V. Salafia, *Conversione di azioni di risparmio in ordinarie*; C. Costa, *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, III, t. 2, Torino, 1993, p. 536.

sia condizionata all'assunzione delle deliberazioni favorevoli da parte dell'assemblea straordinaria e speciale¹⁸². Fermo restando, in quest'ultimo caso, il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. g), c.c.

Posto ciò in merito alla legittimità delle modalità di conversione, è opportuno ora svolgere qualche riflessione in merito alla disciplina delle condizioni economiche della conversione medesima.

La disciplina del procedimento di conversione potrebbe differenziarsi sia in funzione del fatto che le modalità di conversione siano predeterminate nello statuto, ovvero determinate in occasione dell'evento che condiziona la conversione, sia in funzione delle specifiche condizioni economiche della conversione.

In particolare, le condizioni economiche della conversione tra azioni di categorie differenti può essere prevista secondo le seguenti tipologie generali:

a) *Paritetica senza premio* (a carico della società) e *senza conguaglio* (a carico degli azionisti di categoria). Seguendo tale modalità la conversione avviene secondo un rapporto alla pari di uno ad uno e si presta ad essere utilizzata tanto nelle ipotesi di conversione facoltativa quanto nelle ipotesi di conversione forzata¹⁸³, di tipo automatico e previo procedimento assembleare. L'esecuzione dell'operazione non

¹⁸¹ Sulla conversione automatica si vedano le clausole presentate da P. Marchetti, *Conversione automatica al momento della quotazione di azioni di altra categoria in azioni di risparmio: uno statuto*, in *Rivista delle società*, 1984, pp. 1042 ss.; e G.B. Portale, *Conversione automatica al momento della quotazione di azioni di altra categoria in azioni di risparmio*, in *Rivista delle società*, 1986, pp. 573 ss.; C. Costa, op. cit., p. 536.

¹⁸² Trib. Milano, 15 luglio 1982, in *Banca e borsa*, 1983, II, pp. 474 ss., con nota di C. Costa, *Conversione di azioni privilegiate a voto limitato in ordinarie: assemblee speciali, poteri e limiti*; contra F. Tedeschi, *Sulla conversione delle azioni di risparmio in azioni ordinarie*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1978, I, p. 598; per una casistica delle operazioni di conversione facoltativa e forzata di azioni di risparmio in azioni ordinarie si consulti M. Bigelli, *Le azioni di risparmio*, Bologna, 2003, pp. 219 ss. In dottrina francese A. Viandier, *Les actions reflect*, op. cit., p. 7.

¹⁸³ Tra le operazioni di conversione obbligatoria di azioni di risparmio in ordinarie con rapporto paritetico si ricordano *Alleanza Assicurazioni S.p.A.* e *Cofide S.p.A.* (2002); *Aedes S.p.A.*, *NGP S.p.A.*, *Mondadori S.p.A.*, *Linificio e Canapificio Nazionale S.p.A.*, *Banca Finnat S.p.A.* (2003); *Intek S.p.A.*, *Pininfarina S.p.A.* (2004); *Sopaf S.p.A.* e *Valentino S.p.A.* (2005); *BNL S.p.A.* e *Jolly Hotels S.p.A.* (2006).

comporta, evidentemente, alcuna modifica dell'ammontare del capitale sociale, bensì solo una modifica della sua composizione qualitativa (categorie di azioni)¹⁸⁴.

b) *Paritetica con premio o con conguaglio.* In tal caso, fermo restando un rapporto di conversione paritetico, il rapporto tra i valori di mercato delle azioni oggetto di conversione potrebbe essere tale da giustificare un conguaglio in denaro a favore della società da parte del titolare delle azioni di valore inferiore a quelle ricevute; ovvero un premio in denaro da parte della società all'azionista, laddove le azioni date in cambio avessero un valore di mercato inferiore a quelle convertite. Anche in questo caso il rapporto di conversione paritetico consente di lasciare immutata la cifra del capitale sociale, con conseguente semplificazione del procedimento.

c) *Non paritetica, con rapporto di conversione sotto la pari e senza conguagli.* In questo caso il rapporto di cambio è tale che a fronte dell'annullamento delle azioni da convertire deve essere emesso un minor numero di azioni di compendio rispetto a quelle annullate con conseguente necessità di deliberazione della riduzione del capitale sociale, a meno che le azioni non siano prive di valore nominale¹⁸⁵. In quest'ultima ipotesi, infatti, in assenza di stretta correlazione tra numero di azioni e cifra del capitale nominale, la riduzione del numero di azioni in circolazione, in mancanza di una diminuzione patrimoniale a titolo di restituzione dei conferimenti, non incide sull'ammontare del capitale sociale.

d) *Non paritetica, con rapporto di conversione sopra la pari e senza conguagli.* In tal caso il rapporto di cambio è tale che a fronte dell'annullamento delle azioni da convertire dovrebbe essere emesso un maggior numero di azioni di compendio rispetto a quelle annullate con conseguente necessità di deliberazione dell'aumento del capitale sociale, a meno che le azioni siano prive di valore nominale. Anche in questa ipotesi, l'aumento del numero delle azioni, non seguito da un aumento

¹⁸⁴ Per questi problemi A. Viandier, *Les actions reflet*, op. cit., p. 7; U. Patroni Griffi, op. cit., p. 79.

¹⁸⁵ Per tutti G. Figà-Talamanca, *Il valore nominale delle azioni*, Milano, 2001, p. 96; per i riflessi sulle azioni correlate A. Viandier, *Les actions reflet*, op. cit., p. 7; U. Patroni Griffi, op. cit., p. 78.

patrimoniale a titolo di conferimento, non comporta necessariamente una variazione del capitale sociale, ma esclusivamente una redistribuzione delle azioni tra azionisti. In ogni caso, peraltro, qualora il rapporto di conversione sia predeterminato, il procedimento di conversione automatica necessiterebbe dell'intervento esecutivo dell'assemblea straordinaria (non invece, dell'assemblea speciale) a causa della conseguente modificazione del numero di azioni emesse, ai sensi dell'art. 2328, comma 2, n. 5, c.c.¹⁸⁶.

Con riferimento all'ipotesi di riscatto non sembra vi siano ostacoli ad ammettere tale rimedio, fermi restando i limiti e le condizioni previsti dall'art. 2437-*sexies*¹⁸⁷ c.c. Deve piuttosto osservarsi che il riscatto, nella fattispecie in questione, si potrebbe giustificare là dove esercitato da parte della società, non da parte dei soci, e, verosimilmente, come strumento funzionale al successivo annullamento delle medesime azioni riscattate¹⁸⁸ o alla successiva conversione in altra categoria. Infatti, venuto meno il presupposto per la commisurazione di parte o di tutti i diritti patrimoniali incorporati nell'azione correlata (a causa della cessione del settore), la detenzione di tali azioni da parte della società, dovrebbe ritenersi, in caso di azioni *partecipanti*, un atto gestorio di discutibile utilità non tanto per i profili patrimoniali delle azioni (in quanto gli utili ad esse eventualmente spettanti sarebbero in ogni caso, per quanto limitati, ripartibili tra gli altri azionisti, ex art. 2357-*ter*, comma 2, c.c.), quanto perché il valore di tali azioni subirebbe una forte decurtazione a causa del basso rendimento prevedibile. In tal senso la vendita successiva risulterebbe difficile e ingiustificata la loro permanenza nel patrimonio. Nel caso di azioni *non partecipanti*, dovrebbero, le stesse azioni, ritenersi incompatibili con il divieto di cui all'art. 2265 c.c.

¹⁸⁶ Si segnala l'opinione di certa dottrina (U. Patroni Griffi, op. cit., p. 78) secondo la quale nel caso in cui le azioni siano prive di valore nominale non si deve procedere alla modifica dell'atto costitutivo e che, quindi, non è necessaria la convocazione dell'assemblea straordinaria. Tale opinione solleva più di una perplessità posto che l'atto costitutivo deve contenere indicazione della cifra del capitale sociale e del numero di azioni emesse, ai sensi dell'art. 2328, n. 5, c.c. Sicché anche quando non muti la cifra del capitale sociale ma il numero delle azioni emesse, quest'ultimo dovrà essere oggetto di intervento assembleare (ovvero, probabilmente, di possibile delega consiliare). Ciò ancor di più nel caso in cui le azioni siano prive di valore nominale, giacché in tale evenienza il numero delle azioni acquisisce un valore determinante nella misurazione dei diritti degli azionisti, ai sensi dell'art. 2346, comma 3, c.c.

¹⁸⁷ Lo ammette espressamente U. Patroni Griffi, op. cit., p. 77; già A. Pisani Massamormile, op. cit., pp. 1306 ss.

¹⁸⁸ G. Figà-Talamanca, op. cit., pp. 116 ss.

Infine, merita qualche riflessione l'ipotesi di riscatto mediante attribuzione, a titolo di compenso, di azioni della società controllata¹⁸⁹ che risulti conferitaria del settore di attività oggetto di trasferimento; come anche l'ipotesi di scissione parziale mediante assegnazione del settore di attività ad una società controllata¹⁹⁰.

La prima ipotesi è quella che potrebbe verificarsi nel caso in cui l'atto di trasferimento del settore di attività fosse rappresentato dal conferimento del medesimo in una società controllata. Le azioni ricevute dalla società controllante a fronte del conferimento potrebbero, in tesi, essere assegnate a titolo di compenso a fronte del riscatto delle azioni correlate esercitato dalla società¹⁹¹, la quale proceda poi ad annullare o convertire le azioni medesime.

La seconda ipotesi potrebbe verosimilmente attuarsi attraverso la scissione parziale non proporzionale (ex art. 2506-*bis*, comma 4, c.c.) ovvero attraverso una scissione c.d. asimmetrica (art. 2506, comma 2, c.c.), qualora alcuni soci non ricevano azioni

¹⁸⁹ L'ipotesi di conferimento o scissione in società sulla quale si perda il controllo deve essere parificata, come avvertito nel testo, alla disciplina del trasferimento a terzi.

¹⁹⁰ Si noti che nella prassi tali operazioni costituiscono eccezioni alla clausola di riscatto, ancorché in parte ne condividano gli effetti. Si veda per tutti il regolamento dell'emissione della AT&T ove si può leggere: *"The provisions described under "Redemption in connection with certain significant transactions" will not apply, and AT&T will not be required to redeem any securities or make any dividend or other distribution it would otherwise be required to make, in some circumstances, including the following:*

- *if the underlying disposition is conditioned upon the affirmative vote of a majority of holders of AT&T Wireless Group tracking stock, voting as a separate class;*
- *if the disposition is in connection with a liquidation of AT&T;*
- *if the disposition is to a person or group of which AT&T is the majority Owner and the AT&T Wireless Group receives in exchange primarily equity securities of that person or group as Consideration;*
- *in connection with a spin-off or similar disposition of AT&T's entire interest in the AT&T Wireless Group to the holders of AT&T Wireless Group tracking stock, including a disposition that is made in connection with a mandatory redemption as described under "Redemption in exchange for shares of AT&T common stock at option of our board of directors" or "Redemption in exchange for stock of qualifying subsidiaries at option of our board of directors" and*
- *in connection with a "related business transaction", which generally means a disposition of all or substantially all of the assets attributed to the AT&T Wireless Group in which AT&T receives equity securities of an entity that engages or proposes to engage primarily in one or more businesses similar or complementary to the businesses conducted by the AT&T Wireless Group prior to such transaction".*

¹⁹¹ A. Viandier, *Les actions reflet*, op. cit., p. 7.

della società beneficiaria (art. 2506, comma 2, c.c.)¹⁹², pur sempre alle condizioni severe previste dalla disciplina richiamata. In tali casi le azioni correlate potrebbero essere oggetto di riscatto e in parte o in tutto scambiate con le azioni della società beneficiaria attribuite ai portatori di azioni correlate in eccedenza a quelle spettanti in base al criterio di proporzionalità.

Pare evidente, tuttavia, che la complessità procedimentale delle indicate operazioni di riorganizzazione della struttura del capitale sociale, occasionate dalle vicende circolatorie (esterne o infragruppo) del settore di attività correlata, suggerisca cautela nell'utilizzo dello strumento in esame. Come ha testimoniato l'esperienza d'oltreoceano, in ciò certamente agevolata da strumenti processuali insidiosi consolidatisi nel tempo, come la *class action* (un istituto per certi aspetti analogo, la c.d. *azione collettiva risarcitoria*, è stato introdotto nell'ordinamento giuridico italiano dall'art. 140-*bis* del codice del consumo, di cui al D.Lgs. 6 settembre 2005, n. 206), le modifiche della struttura finanziaria della società per azioni hanno spesso sollecitato la litigiosità dei risparmiatori.

¹⁹² In tema per tutti G. Scognamiglio, *Le scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo II, 2, 2004, pp. 32 ss, pp. 162 ss; anche per richiami, L. Picone, *Commento all'art. 2506-bis*, in *Commentario P. Marchetti – L.A. Bianchi*, 2006, pp. 1098 ss.

CAPITOLO V

I CONFLITTI DI INTERESSE: IMPRESE MULTI SETTORIALI, AMMINISTRATORI E SOCI

5.1 Nuove e già note criticità derivanti dal rapporto di agenzia

Le azioni correlate pongono nuove criticità di *corporate governance*, già evidenziate nell'ordinamento giuridico statunitense.

In tale ordinamento i rapporti tra soci ed amministratori vengono generalmente ricondotti al c.d. *agency agreement*, che solo approssimativamente può essere accostato al contratto di mandato di diritto italiano. Ai sensi di tale *agency agreement* agli amministratori di società di capitali sono attribuiti specifici *fiduciary duties* (obblighi fiduciari) sia nei confronti dei soci, c.d. *shareholders*, sia nei confronti di coloro che hanno un interesse economico nell'impresa, c.d. *stakeholders*.

Già nella prima metà del XIX secolo, la dottrina e la giurisprudenza statunitense abbandonavano definitivamente la visione della società di capitali come una “*entità artificiale, invisibile ed intangibile*”¹⁹³. La società di capitali veniva, infatti, considerata titolare di interessi suoi propri, al pari di qualsivoglia imprenditore individuale. Tali interessi propri, peraltro, potevano essere non coincidenti con quelli dei soci. Ne seguiva che gli amministratori, in quanto prestatori della loro attività in favore della società (e non dei soci) erano tenuti esclusivamente a perseguire gli interessi della società, anche a costo di un eventuale sacrificio degli interessi propri degli azionisti. Secondo la dottrina maggioritaria, l'interesse sociale avrebbe, difatti,

¹⁹³ La definizione è del *chief justice* John Marshall in *Trustees of Dartmouth College v. Woodward*, 17 U.S. 518, 1819.

potuto cedere il passo solo al superiore interesse pubblico, che la società era tenuta in ogni caso a rispettare¹⁹⁴.

Altra dottrina, nel tentativo di confutare questa teoria, affermava che gli effettivi proprietari, c.d. *owners*, della società erano i suoi soci. Conseguentemente, l'interesse sociale era esclusivamente l'interesse economico che *pro-quota* i soci avevano nella società e, peraltro, nelle moderne società di capitali si era ormai verificata una insanabile cesura fra c.d. *ownership* (proprietà) e c.d. *control* (controllo)¹⁹⁵. Secondo tale dottrina, l'origine primaria di tale fenomeno di cesura è da rinvenirsi nell'introduzione del principio maggioritario nell'amministrazione delle società. Il possesso della maggioranza delle azioni consente, infatti, di eleggere i soggetti deputati all'amministrazione della società e, di conseguenza, permette di controllare le politiche aziendali di quest'ultima. In tal caso, per la maggioranza *proprietà* e *controllo* ancora coincidono, ma per la minoranza la separazione è ormai avvenuta.

Nelle grandi società le cui azioni sono quotate sui listini di borsa, c.d. *public company*, così come nei gruppi di imprese, specialmente in quelli a struttura piramidale, la separazione fra proprietà e controllo è sovente totale. In tali società e/o gruppi, infatti, a causa della presenza di un elevato numero di piccoli azionisti-risparmiatori non interessati alla gestione sociale, c.d. *polverizzazione* della proprietà, il controllo è esercitato esclusivamente da azionisti che rappresentano solo una frazione, a volte anche modesta, del capitale di rischio.

In tale contesto, prosegue tale dottrina, compito del diritto sarebbe, allora, soprattutto di assicurare che i poteri spettanti alla società per azioni, ai suoi amministratori ed a qualunque gruppo in seno ad essa, sia in base alla legge, sia allo statuto, siano sempre esercitati soltanto nell'interesse *pro-quota* di tutti gli azionisti.

¹⁹⁴ Cfr. D. Millon, *Theories of the corporation*, in 193 *Duke law journal*, 1990, pp. 217 ss. e E.M. Dodd, *For whom are corporate managers trustees?*, in 45 *Harvard law review*, 1932, pp. 1445 ss.

¹⁹⁵ V. A.A. Berle, *The theory of enterprise entity*, in 47 *Columbia law review*, 1947, pp. 343 ss.; K.E. Scott, *Corporation law and the American law institute corporate governance project*, in 35 *Stanford law review*, 1983, pp. 929 ss.

L'efficienza della normativa sui *fiduciary duties* dipende, tuttavia, dall'adeguatezza degli strumenti offerti agli azionisti ed ai creditori sociali per monitorare l'effettivo e costante rispetto da parte degli amministratori del proprio primario dovere di correttezza verso la società, le minoranze ed i creditori.

Dunque, la funzione fondamentale della legge e dello statuto è abbattere tali *monitoring costs*¹⁹⁶ (costi di monitoraggio), con immediato effetto positivo sul mercato dei capitali. Tale effetto positivo discende dal fatto che da una riduzione dei *monitoring costs* è da attendersi, in primo luogo, un aumento del prezzo che gli investitori sono disposti effettivamente a corrispondere per una partecipazione di minoranza al capitale di rischio (in materia di gruppi di società tale tesi ha avuto effettivo riscontro pratico; nei gruppi accentrati si è potuta, infatti, rilevare una scarsa presenza dell'azionariato di minoranza nelle società controllate e ciò principalmente a ragione della obiettiva mancanza, in passato, di effettiva tutela degli interessi delle minoranze specialmente nei gruppi di società¹⁹⁷) e, in secondo luogo, una riduzione del costo del credito all'impresa (i creditori sociali, maggiormente tutelati, specie nel caso di gruppi di società, contro il pericolo che il denaro mutuato all'impresa venga utilizzato per scopi extrasociali, sono così indotti ad abbassare il tasso di interesse).

Un altro fondamento economico-giuridico alla teoria dei *fiduciary duties* è fornito dagli studi più recenti sull'istituto della personalità giuridica¹⁹⁸.

La persona giuridica è una *ragnatela* di contratti (*web* o *nexus of contracts*) fra individui. Tali contratti intervengono fra coloro che forniscono i fattori della produzione del lavoro e del capitale, gli amministratori, i consumatori, i creditori,

¹⁹⁶ R.A. Posner, *Economic analysis of law*, Boston-Toronto, 1986, p. 384.

¹⁹⁷ Cfr. M. Perassi, *La disciplina del gruppo bancario fra controllo di vigilanza e riflessi di diritto sostanziale*, in *La disciplina dei gruppi di imprese: il problema oggi*, AA.VV., Milano, 1997, p. 292.

¹⁹⁸ V. A.A. Alchian - E. Desmez, *Production, information costs, and economic organization*, in *American economic review*, 1972, pp. 777 ss.; M.C. Jensen e W.H. Meckling, *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, in 3 *Journal of financial economics*, 1976, pp. 305 ss.; F.H. Easterbrook - D.R. Fischel, *The corporate contract*, in 89 *Columbia law review*, 1989, p. 1416. Per una esauriente ricostruzione della teoria del *nexus of contracts* nell'ordinamento statunitense vedi C. Marchetti, *La "nexus of contracts" theory*, Milano, 2000.

etc., c.d. *stakeholders*¹⁹⁹. Compito fondamentale degli amministratori, ed in genere del gruppo di controllo, è allora di coordinare e di disciplinare, nell'interesse dei soci, i rapporti con i soggetti che interagiscono con l'impresa. In tale contesto, il mercato ha bisogno di un sistema normativo che costituisca una efficiente barriera contro il rischio che gli amministratori, e, in genere, il gruppo di controllo, abusino dei propri poteri per perseguire vantaggi personali a scapito dell'interesse dei soci.

Tale sistema normativo andrebbe strutturato come un complesso di norme imperative di regolamentazione dei rapporti contrattuali intercorrenti fra gli azionisti e coloro che detengono il controllo in modo tale da ridurre i costi economici, c.d. *agency costs*, cui gli azionisti debbono far fronte nel monitorare costantemente l'operato del gruppo di controllo. A tal proposito è stato evidenziato che *“sotto il profilo della finanza aziendale ogni operazione di finanziamento fa nascere una relazione di agenzia tra finanziatori (committente) e impresa-gruppo di comando (agente) e conseguentemente pone il problema dei c.d. costi di agenzia, i quali incrementano il costo di approvvigionamento di capitale per l'impresa. Se questo è vero, il problema in esame deve essere affrontato e risolto attraverso adeguati meccanismi di corporate governance: e l'affermazione non può certo sorprendere, sol che si consideri che l'esigenza di un sistema adeguato di corporate governance nasce in presenza di un problema di agency ed al fine di ridurre o comunque minimizzare i c.d. costi di agenzia”*²⁰⁰.

L'impianto dogmatico su cui poggia la dottrina dei *fiduciary duties* è messo a dura prova dall'ingresso nella formazione del capitale, c.d. *equity*, delle azioni correlate.

In primo luogo, l'emissione di azioni correlate infrange il teorema che ravvisa nell'interesse sociale l'interesse economico che *pro-quota* i soci hanno nella società. A valle dell'emissione di tale categoria di azioni, infatti, l'interesse economico dei

¹⁹⁹ Secondo i teorici del *nexus of contracts* ricorda C. Marchetti, op. cit., l'impresa *“deve essere considerata come costituita da una fitta serie di rapporti contrattuali, attraverso cui diversi input owners organizzano l'utilizzo dei propri fattori di produzione. Le relazioni tra diversi soggetti all'interno dell'impresa, perciò, non sono il risultato di un'attività di comando, ma bensì di uno scambio volontario tra soggetti alla ricerca di un soddisfacente assetto dei propri interessi”*.

²⁰⁰ Così U. Tombari, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Rivista delle società*, 2004, p. 1082.

soci non è, almeno in apparenza, più omogeneo. E' stato affermato, peraltro, che “*with respect to the economic or financial relationship between two classes of conventional common stock, each such class shares a substantial unity of financial interest with the other class. This substantial unity exists because the trading value of shares of each class is linked to the financial performance of the corporation as a whole*”²⁰¹.

L'aver a riferimento non già i risultati complessivi della gestione dell'impresa sociale nella sua interezza, ma del solo comparto al quale sono ancorati i diritti patrimoniali delle azioni correlate possedute ben può porre ipotesi di nuove conflittualità tra i soci. Le ipotesi di conflitti tra divisioni o settori e tra gli azionisti ad essi correlati attengono fondamentalmente alla concorrenza per l'allocazione di risorse (di capitale e di personale) ed opportunità d'affari c.d. (*corporate opportunities*), alla definizione dei criteri di imputazione di spese e costi comuni ed alle controversie relative alle condizioni dei rapporti contrattuali tra i diversi settori o tra la società ed il singolo settore, come nel caso di vendita o trasferimento di beni o fornitura di servizi (ad esempio, la fornitura da parte della società di un servizio centrale di tesoreria alle singole divisioni o prestazione di garanzie, sempre da parte della società, per la specifica attività di settore).

In tale contesto, si è evidenziato che “*l'emissione di una pluralità di tipologie di azioni, obbligazioni e strumenti finanziari comporta necessariamente il sorgere di potenziali conflitti c.d. orizzontali, intendendosi indicare con tale locuzione i conflitti di interesse tra differenti categorie di finanziatori/investitori (azionisti ordinari vs. azionisti di risparmio; azionisti correlati vs. azionisti ordinari; obbligazionisti vs. portatori di obbligazioni convertibili, ecc.)*”²⁰².

Peraltro, le *tracking stocks* influiscono anche sul rapporto di *agency* che lega gli amministratori alla società, con conseguente ricaduta sui *monitoring costs*. Se, infatti, è fisiologico che l'interesse degli amministratori possa divergere da quello sociale,

²⁰¹ J.J. Hass, *Directorial fiduciary duties in a tracking stock equity structure: the need for duty of fairness*, in 94 *Michigan law review*, 1996, pp. 2089 ss.

²⁰² Così U. Tombari, op. cit., p. 1099.

l'insinuazione nella struttura finanziaria delle azioni correlate incrementa le possibilità e occasioni di conflitti.

Si pensi, ad esempio, all'effetto che la presenza di *tracking stocks* esercita sui tradizionali sistemi di allineamento dell'interesse dei *managers* con quello sociale, ottenuto facendo partecipare il *management* ai benefici del valore economico aggiunto della società, come se fosse un proprietario, attraverso i piani di *stock options*. Nel caso in cui però la partecipazione, o il diritto di partecipare, degli amministratori al capitale sociale abbia ad oggetto solo una categoria di azioni, ovvero abbia ad oggetto più categorie di azioni, ma in modo non direttamente proporzionale alla composizione del capitale sociale, può sorgere il dubbio di una gestione parziaria, e comunque non disinteressata della società, a scapito di una o più categorie di azionisti.

Dalle considerazioni che precedono deriva la necessità di verificare, in presenza di azioni correlate, l'efficienza e l'attualità delle tradizionali regole di *corporate governance*.

A tal proposito, è stato sottolineato che “*corporate fiduciary law, therefore, needs to evolve to accommodate this novel capital structure development*²⁰³”. Ciò, peraltro, 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.

5.2 La gestione dei conflitti di interesse da parte di imprese multi settoriali emittenti *tracking stocks*. Meccanismi contrattuali

La possibilità dell'insorgenza dei conflitti descritti nel paragrafo che precede è ben nota alle società emittenti azioni correlate. La coesistenza di azioni ordinarie e azioni

²⁰³ J.J. Hass, op. cit., p. 2092.

correlate, la cui rispettiva spettanza agli utili dipende dalla fonte che ha generato gli stessi, implica una moltiplicazione dei conflitti endosocietari tra settori, sia a livello dell'organo amministrativo a seguito delle scelte gestionali, sia a livello dell'assemblea. Nella letteratura americana, tale fenomeno è chiamato *sibling rivalry*. La divisione interna nella struttura della società prodotta dall'emissione di *tracking shares* ha come conseguenza la diversificazione dell'interesse finanziario tra gli azionisti.

Da un'analisi empirica emerge che, fino ad oggi, sono state scelte sostanzialmente tre possibili alternative in relazione a tali conflitti: a) ignorare il problema; b) avvertire l'investitore del possibile verificarsi di conflitti endosocietari; c) implementare meccanismi contrattuali volti a contenere ed a prevenire l'insorgere del conflitto.

La maggioranza delle società emittenti ha scelto la prima alternativa. La seconda opzione è stata, invece, percorsa in alcune emissioni di azioni correlate in cui trovavano applicazione le *corporate laws* degli stati del Delaware, Massachusetts, Michigan, Missouri e Texas. L'ultima alternativa è stata prerogativa di talune ultime emissioni statunitensi nonché dell'esperienza europea.

In particolare, la scelta da parte delle società emittenti della seconda alternativa si inserisce nella disciplina della trasparenza mediante una completa informativa al mercato, la c.d. *full disclosure*. In tale contesto, si avverte compiutamente l'investitore del pericolo che si verifichino conflitti di interesse. Tuttavia, non sono posti in essere meccanismi e/o attività per evitare e/o limitare il manifestarsi del pericolo, dichiarando, a volte, espressamente che il diritto vigente non offre adeguata tutela agli investitori.

In genere, nel caso in esame, i prospetti informativi, c.d. *offering circulars*, nella specifica sezione contenente le avvertenze per l'investitore, c.d. *risk factors*, relativi all'emissione di azioni correlate, a valle di aver enunciato la mancanza di precedenti giurisprudenziali in tema di disparità di trattamento delle diverse categorie di azioni da parte degli amministratori, dichiarano che gli amministratori potranno incorrere in

responsabilità per atti gestionali che producano effetti ineguali sulle attività settoriali solo al ricorrere di dolo, c.d. *wilful default*, o colpa grave, c.d. *gross negligence*, in applicazione della c.d. *business judgment rule*²⁰⁴. Anche se, precisano taluni *offering circulars*, non è da escludere una interpretazione giurisprudenziale evolutiva del diritto societario in materia di gestione di imprese multi settoriali in presenza di azioni correlate²⁰⁵.

Alcuni *offering circulars*, peraltro, si spingono oltre ed avvisano che gli eventuali conflitti *intra* settoriali potrebbero essere difficili da dirimere da parte degli amministratori e, dunque, le decisioni di quest'ultimi, specie nei casi di allocazione delle risorse disponibili, di attribuzione di opportunità commerciali e di rapporti di concorrenza in genere tra i settori, potrebbero avvantaggiare una categoria di azioni a danno dell'altra²⁰⁶.

²⁰⁴ In sintesi, ai sensi della c.d. *business judgment rule*, le decisioni degli amministratori non devono essere giudicate in base ai criteri della ragionevolezza, ma in base ad un modello di valutazione (c.d. *scrutiny*) limitato. La responsabilità degli amministratori sussiste laddove le decisioni da questi prese siano irrazionali. A fondamento del *business judgment standard* vi è l'assunto che l'amministrazione di una società richiede un alto grado di esperienza e di competenza e che le corti con giudizi *ex post* (*making after-the-fact judgments*) tendono a sottovalutare le difficoltà che gli amministratori hanno incontrato nell'adottare una determinata decisione. Il mercato, infatti, assai di sovente esige che determinate decisioni vengano prese con estrema rapidità, di tal ché al *management* della società è resa praticamente impossibile un'attenta ponderazione dei rischi oppure dei costi-benefici che un affare comporta. Le ragioni che fanno della *business judgment rule* il criterio principe per valutare la diligenza degli amministratori sono, dunque, principalmente di ordine economico. Si vuole evitare che gli amministratori, temendo un'azione di responsabilità, omettano sistematicamente di sfruttare le occasioni di affari che presentino un certo grado di rischio, preferendo a queste altre operazioni meno redditizie, ma più sicure. Dal punto di vista processuale la *business judgment rule* pone l'onere della prova della violazione dei doveri fiduciari (di diligenza (*duty of care*) e lealtà (*duty of loyalty*), nonché quelli accessori di correttezza e trasparenza) nella gestione della società.

²⁰⁵ Cfr. il prospetto informativo dell'emissione *Us West, Inc.* (1995): “*although the Company is not aware of any legal precedent involving the fiduciary duties of directors of corporations having two classes of common stock, or separate classes or series of capital stock, the rights of which are defined by reference to specified operations of the corporation, principles of Delaware law established in cases involving differing treatment of two classes of capital stock or two groups of holders of the same class of capital stock provide that a board of directors owes an equal duty to all stockholders regardless of class or series. Under these principles of Delaware law and the related principles known as the “business judgment rule”, absent abuse of discretion, a good faith business decision made by a disinterested and adequately informed Board, or a committee thereof, with respect to any matter having disparate impacts upon holders of Communications Stock and holders of Media Stock would be a defense to any challenge to such determination made by or on behalf of holders of either class of Common Stock. Nevertheless, a Delaware court hearing a case involving such a challenge may decide to apply principles of Delaware law other than those discussed above, or may develop new principles of Delaware law, in order to decide such a case, which would be a case of first impression*”.

²⁰⁶ Il prospetto informativo relativo all'emissione di azioni correlate da parte della *Quantum corp.*, (1999) alla voce *risk factors* precisa che “*you will remain stockholders of one company and, therefore, financial effects on one group could adversely affect the other.* (omissis) *Holders of tracking stock will have stockholder rights specific to their group only in limited circumstances* (omissis) *Numerous potential conflicts of interest exist between the classes of tracking stock which may be difficult to resolve by our board or which may be resolved*

Altri *offering circulars*, infine, segnalano che l'eventuale c.d. *disproportionate ownership interest* degli amministratori nelle diverse categorie di azioni emesse dalla società potrebbe causare un potenziale conflitto di interessi, sebbene la società faccia affidamento sulla correttezza da parte degli amministratori nella gestione dei diversi settori di attività²⁰⁷.

La scelta della terza alternativa, poi, è prerogativa di alcune emissioni statunitensi (in aggiunta alla *disclosure* del possibile conflitto di interessi), nonché dell'esperienza francese. Gli strumenti prescelti nei due ordinamenti, peraltro, sono differenti.

Nell'esperienza nordamericana, infatti, è stato utilizzato il principio dell'autonomia statutaria. In particolare, sono stati disciplinati i rapporti intersettoriali, in genere limitandosi all'obbligo di rispettare il principio c.d. *at arm's length bargain* (un *arm's length bargain* è quello che intercorre fra due soggetti del tutto autonomi ed indipendenti l'uno dall'altro) nei rapporti intersettoriali²⁰⁸, mentre dettagliate *best*

adversely to one of the classes. Our board of directors may pay more or less dividends on one group's tracking stock than if that group was a separate company. (omissis) Proceeds of mergers or consolidations may be allocated unfavourably. (omissis) Holders of either class of tracking stock may be adversely affected by a conversion of one group's tracking stock. (omissis) Allocation of corporate opportunities could favour one group over the other. Our board of directors may be required to allocate corporate opportunities between the groups. In some cases, our directors could determine that a corporate opportunity, such as a business that we are acquiring, should be shared by the groups. These decisions could favour one group at the expense of the other. (omissis) The creation of two separate classes of tracking stock will not prevent the groups from competing with each other. Any competition between the groups could be detrimental to the businesses of either or both of the groups. (omissis) Our board of directors may change our management and allocation policies without stockholder approval to the detriment of one group. Our board of directors may modify or rescind our policies with respect to the allocation of corporate overhead, taxes, debt, interest and other matters, or may adopt additional policies in its sole discretion without stockholder approval. (omissis) Either group may finance the other group on terms unfavourable to one of the groups. (omissis) Holders of one group's tracking stock may receive less consideration upon a sale of assets than if the group were a separate company. (omissis) Decisions by directors and officers that affect market values could adversely affect voting and conversion rights”.

²⁰⁷ Il prospetto informativo relativo all'emissione di azioni correlate da parte della *Tele-Communications Inc.* (1995) così dispone al riguardo “*disproportionate ownership interests of members of the Board of Directors in the TCI Group Common Stock and the Liberty Media Group Common Stock or disparate values of the TCI Group Common Stock and the Liberty Media Group Common Stock could create or appear to create potential conflicts of interest when directors are faced with decisions that could have different implications for different series. (omissis) Nevertheless, the Company believes that a director would be able to discharge his or her fiduciary responsibilities even if his or her interests in shares of TCI Group Common Stock and Liberty Media Group Common Stock were disproportionate or had disparate values”.*

²⁰⁸ *Tele-Communications Inc.* (1995), *US West*, *CMS*, *Pittston* (1993), *Ralston Purina* (1993), *RJR Nabisco* (1993) imponevano nei rapporti intersettoriali di osservare il cd. criterio *at arm's length*.

practices sono caratteristica solo di più recenti emissioni²⁰⁹. Inoltre, sono stati costituiti organi di controllo, c.d. *capital stock committees*²¹⁰, e talune operazioni degli amministratori sono state condizionate all'approvazione da parte dei titolari delle azioni correlate, approvazione da parte dell'assemblea speciale o a maggioranza dei titolari²¹¹.

L'esperienza francese, invece, si segnala per l'originalità nella previsione di uno strumento contrattuale parasociale per la disciplina delle aspettative delle parti nella gestione dell'impresa e per la risoluzione degli eventuali conflitti, strumento peraltro richiesto per la quotazione in borsa. Infatti, il rapporto predisposto dalla COB, autorità francese di vigilanza sui mercati di capitali, sulle *actions traçantes* esigeva che l'emittente avesse previsto uno strumento in grado di gestire gli eventuali conflitti infrasettoriali. Si richiedeva, a tal fine, che l'emittente disciplinasse dettagliatamente i rapporti tra le attività di settore, l'informazione sull'attività di ciascun settore e la partecipazione di ciascuna categoria di azionisti (specie ove i possessori delle azioni correlate fossero in minoranza) alle decisioni sensibili. In ogni caso, la disciplina contrattuale doveva prevedere una ridefinizione periodica dei rapporti infrasettoriali per adeguarli all'evoluzione dell'attività sociale²¹². Il *contrat cadre inter sociétés*, emendabile esclusivamente con l'approvazione da parte dell'assemblea generale dei soci e da parte dell'assemblea speciale dei possessori di azioni correlate, recepiva dunque le indicazioni della COB e, dopo aver previsto una clausola generale di correttezza nei rapporti intra-gruppo (*“il est convenu que les dispositions des accords d'application, établis dans le cadre des présentes, seront en tous points commercialement équilibrées et conformes à celle, qui prévaudraient entre des parties indépendantes, compte tenu de leurs tailles relatives et de l'importance pour elles de leurs relations réciproques au moment de la conclusion de l'accord”*), dettava una specifica disciplina dei rapporti economico-finanziari tra società madre e figlia, la quale includeva, *inter alia*, i termini e le condizioni delle

²⁰⁹ In argomento B.N. Hawthorne – A.M. Tebbe, *Tracking stock: terms, methods of issuance, advantages and disadvantages*, in *PLI corporate law and practice course handbook series*, 2001, p. 249; E.H. Steinberger - J.J. Hass, *Introduction to tracking stocks*, in *PLI corporate law and practice course handbook series*, 1993, p. 525.

²¹⁰ *Sprint* (1998), *AT&T* (2000), *General Motors* (2000).

²¹¹ *Ralston Purina* (1993), *CMS Energy Corp* (1995).

²¹² COB, *L'introduction en France d'actions traçant. Rapport du groupe de travail preside par René Barbier de la Serre*, luglio 2000, p. 23.

forniture infragruppo, la tesoreria e gli altri servizi accentrati, il patto di non concorrenza e la ripartizione dei costi. Nel caso in cui, nonostante tutto, fossero sorti conflitti infragruppo, la risoluzione dei medesimi era affidata all'arbitrato della Camera di Commercio Internazionale di Parigi.

5.3. La giurisprudenza e la dottrina statunitensi

La giurisprudenza statunitense non è intervenuta molto frequentemente in materia di azioni correlate²¹³. Inoltre, solo poche decisioni affrontano il tema dei *fiduciary duties* degli amministratori nei confronti dei possessori di azioni correlate e nella maggior parte dei casi l'operazione contestata era stata approvata dall'assemblea speciale dei possessori di azioni correlate²¹⁴.

Nel precedente più remoto *In re General Motors Class H Shareholders Litig.*²¹⁵ il tribunale, applicando il diritto societario del Delaware, osservava che il possesso da parte degli amministratori di un non proporzionale numero di azioni delle diverse categorie di azioni non rendeva di per sé automaticamente soggette le operazioni da questi compiute al rigido scrutinio prescritto per le operazioni in conflitto d'interessi. Soprattutto ove, come nel caso di specie, il prospetto informativo, da un lato, rendeva nota tale circostanza ai potenziali sottoscrittori e, dall'altro, affidava ad un comitato *ad hoc* (c.d. *capital stock committee*) il controllo delle operazioni che presentavano un potenziale conflitto tra le varie categorie di azioni.

A simili conclusioni giungeva il tribunale nel caso *Salomon v. Armstrong*²¹⁶ con argomentazioni più articolate. La corte, dopo aver affermato che la natura e gli effetti dei rapporti fiduciari tra amministratori e soci costituiva il fondamento della prassi giurisprudenziale in materia societaria del Delaware, ammetteva che l'applicazione

²¹³ *Chockel v. Genzyme Corp.* (2003 Mass. Super.), 17 Mass. L. Rep. 83; *In re AT&T Corp. Securities Litig.* (2002 U.S. Dist.), in *Fed. Sec. L. Rep.* (CCH) P92, 213; *In re Staples, Inc. Shareholders Litig.* (2001 Del. Ch.), in *A.2d* 934; *Salomon v. Armstrong* (1999 Del. Ch.), 747 A.2d 1098; *In re General Motors Class H Shareholders Litig.* (1999 Del. Ch.), 734 A.2d 611.

²¹⁴ Per un commento di tali decisioni v. S.I. Glover, *The tracking stock company's board of directors*, in 4 *M&A law*, 2001, pp. 27 ss.

²¹⁵ *In re General Motors Class H Shareholders Litig.* (1999 Del. Ch.), 734 A.2d 611.

²¹⁶ *Salomon v. Armstrong* (1999 Del. Ch.), 747 A.2d 1098.

dei tradizionali precetti giurisprudenziali era complicata in presenza di una struttura societaria particolarmente complessa caratterizzata da uno strumento di *equity*, le azioni correlate, segnato “*by a peculiar separation between the economic interest it represents and the basic governance and control over the underlying assets*”.

Tale precedente si segnala, però, per due aspetti. Il primo consiste in un *favor* verso clausole statutarie che assoggettino gli atti degli amministratori potenzialmente pregiudizievoli per una categoria di azioni all’approvazione (*a fully-informed non-coerced vote*) da parte dell’assemblea speciale dei relativi titolari. Approvazione che blinda l’operato degli amministratori con la presunzione di correttezza prevista dal c.d. *business judgment standard*. In tale prospettiva il possesso, in misura non rilevante, di azioni di una determinata categoria da parte degli amministratori è ininfluente.

Il secondo aspetto si incentra su un *obiter dictum* e riguarda i doveri degli amministratori nei confronti delle varie categorie di azionisti. A tale riguardo, il giudice dichiara di non condividere l’assioma dell’attore secondo cui gli amministratori avrebbero “*irreconcilably conflicting duties to the various shareholder classes by virtue of the corporation capital structure*”. Fulcro del problema è, infatti, di individuare quale sia la procedura appropriata che gli amministratori devono porre in essere per allocare “*value between different shareholder classes*”. E su tal punto la corte conclude affermando che gli amministratori devono conformare la propria azione alla massimizzazione dell’interesse di tutti gli azionisti.

La dottrina statunitense appare anch’essa incerta sulla natura ed estensione dei doveri fiduciari degli amministratori in società caratterizzate dalla presenza di azioni correlate.

Da un lato vi è chi, sul presupposto di una vulnerabilità degli istituti tradizionali di tutela degli azionisti, propone l’implementazione per via giurisprudenziale o legislativa di *standards* di correttezza (c.d. *duty of fairness*) specifici per società che

emettono azioni correlate. Un sistema volto ad imporre agli amministratori, nelle scelte gestionali, di considerare “*the industrial development of all business groups, especially the declining or out-of favour business groups, when making decisions that have disparate impacts*”²¹⁷.

Dall’altro lato, invece, vi è chi, approdando a soluzioni non del tutto dissimili, sul piano pratico, propone che la giurisprudenza adegui i tradizionali strumenti di tutela degli azionisti alle peculiarità proprie delle azioni correlate. E, pertanto, gli eventuali privilegi attribuiti alle azioni correlate dovrebbero essere integralmente disciplinati dall’autonomia statutaria. Le operazioni gestionali che influenzano l’allocazione delle risorse tra i settori di attività dovrebbero trovare, invece, un limite nella tradizionale dottrina dei doveri fiduciari degli amministratori con l’applicazione, quale c.d. *standard of review* dell’operato dell’organo gestorio, in via generale, del c.d. *business management standard* ed, in via eccezionale, in presenza di potenziali conflitti di interesse, ovvero di operazioni intrasettoriali, o ancora di atti capaci di pregiudicare i diritti delle azioni correlate, del più rigoroso c.d. *entire fairness test*²¹⁸.

5.4 Gli obblighi fiduciari degli amministratori di imprese multi settoriali.

Premesse

Gli obblighi fiduciari degli amministratori hanno ad oggetto, anche in presenza di azioni correlate, la totalità dei soci.

In presenza di azioni correlate emesse da una società multi settoriale, è necessario rintracciare l’interesse che accomuna, a fronte di una apparente disomogeneità di fini, i possessori di azioni correlate agli altri soci, ovvero l’interesse “*obiettivo e astratto*” comune a tutti i soci, “*il minimo comune denominatore, che unisce i soci dalla fondazione della società al suo scioglimento*”²¹⁹.

²¹⁷ J.J. Hass, *Directorial Fiduciary Duties*, op. cit., p. 2165.

²¹⁸ L’*entire fairness test* impone agli amministratori di dimostrare la correttezza intrinseca della propria condotta sotto il profilo tanto del processo decisionale, quanto del risultato economico conseguito. Principale caratteristica dell’*entire fairness test* è, dunque, che esso determina una inversione dell’onere della prova.

²¹⁹ A. Mignoli, *L’interesse sociale*, in *Rivista delle società*, 1958, p. 748.

Si ritiene che la ricerca di questo nucleo comune deve partire dalla constatazione di carattere economico, su cui vi è il consenso della prevalente dottrina aziendalistica²²⁰, per cui l'impresa multi settoriale²²¹ è accostabile al fenomeno del gruppo di società²²² (secondo alcuni, anzi, il gruppo sarebbe addirittura la forma degenerata dell'impresa multi settoriale²²³) ovvero dell'imprenditore-persona fisica o comunque soggetto che abbia rilevanti interessi economici in altre imprese, individuali o collettive²²⁴.

Sul piano economico tali fenomeni condividono con la società multi settoriale l'unitarietà dell'impresa nonostante la peculiarità delle attività esercitate dalle singole divisioni, siano esse dotate di autonomia patrimoniale, come nei gruppi, o meno, come nel caso dell'imprenditore che eserciti più imprese²²⁵.

²²⁰ Cfr., *ex multis*, P. Onida, *Economia d'azienda*, Torino, 1987, p. 37; P.E. Cassandro, *I gruppi aziendali*, Bari, 1962, p. 53; S. Pivato, *Presentazione a E. Corvi, Il gruppo nell'economia dell'azienda industriale*, Milano, 1989; S. Beretta, *Il controllo dei gruppi aziendali*, Milano, 1990. Per una sintesi delle varie sfumature che le opinioni degli aziendalisti innanzi citati hanno assunto, cfr. V. Donativi, *"Impresa" e gruppo nella legge antitrust*, Roma, 1995, pp. 26 ss.

²²¹ Su cui cfr. P. Masi, *Articolazioni dell'iniziativa economica e unità dell'imputazione giuridica*, Napoli, 1985, pp. 185 ss.; in argomento v. anche F. Galgano, *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, 2005, pp. 171 ss.

²²² Frequentemente il fenomeno di gruppo è a sua volta assimilato a quello dell'imprenditore che esercita più imprese (cfr. P. Masi, op. cit., pp. 185 ss.) piuttosto che ad un'unica grande impresa. Tale impostazione è, peraltro, condivisa dalla prevalente dottrina aziendalistica, cfr., *ex multis*, P. Onida, op. cit., p. 37; P.E. Cassandro, op. cit., p. 53; S. Beretta, op. cit.

²²³ F. Fimmanò, *Le destinazioni industriali dei patrimoni destinati*, in *Rivista di diritto privato*, 2004, pp. 5 ss. nota con G. Minervini (*Cronache della grande impresa*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2004, I, pp. 896 ss.) che "quanto più si procede nell'accentramento delle funzioni delle società del gruppo, e sopraggiunto il potere di direzione e di coordinamento delle capogruppo, l'utilizzazione del modello di gruppo diviene di dubbia utilità, specie quando le società siano partecipate al cento per cento. Naturalmente vi possono essere una serie di ostacoli, che si oppongono alla fusione: per esempio società delle quali la legge impone la separatezza per motivi di liberalizzazione, società titolari di concessioni, società di nazionalità straniera, società che la capogruppo si propone di dismettere, società nelle quali vi sono soci di minoranza dei quali non è gradita la presenza nella capogruppo o per converso che non gradiscono di esservi integrati. Ma è probabile che il modello ibrido adottato, se si dimostrerà aziendalmente efficace, cederà in tempo non lontano il posto al modello autenticamente multi divisionale".

²²⁴ Cfr. K. Hopt, *Groups of companies legal elements and policy decisions in regulating groups of companies*, in *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, AA.VV., Milano, 1993, p. 727.

²²⁵ In tal senso sin dal 1947 A.A. Berle, op. cit., osservava che "as the scale of business enterprises enlarged, the process of sub-division began; hence subsidiary corporations wholly owned or partly-owned; or holding companies combined into a series of corporations constituting a combined economic enterprise; and so forth. More often than not, a single large-scale business is conducted, not by a single corporation, but by a constellation of corporations controlled by a central holding company, the various sectors being separately incorporated, either because they were once independent and have been acquired, or because the central concern, entering new fields, created new corporations to develop them, or for tax reasons. In some instances, departments of the business are separately incorporated and operated as separate legal units".

Tale considerazione sembra rilevante non solo nel delineare l'interesse sociale in imprese organizzate in tal modo, ma anche nell'individuare le regole di comportamento che gli amministratori devono attuare per perseguirlo, in difetto incorrendo in responsabilità. A tal proposito, si è osservato che *“la diffusa concentrazione dell'attenzione sul mercato finanziario ha relegato in secondo piano quella sull'oggetto sociale che dovrebbe caratterizzare l'identità di qualsiasi società pur rimanendo scopo mezzo rispetto al fine lucrativo. (omissis) L'assemblea non può dettare comportamenti vincolanti per gli amministratori comunque responsabili direttamente per i danni eventualmente cagionati in esecuzione di una scelta imprenditoriale dell'assemblea”*²²⁶.

E' opportuno condurre una analisi per tipi delle posizioni del socio²²⁷ e dell'interesse sociale volta non alla mera ricognizione di quei soli *“interessi che sono espressamente disciplinati nel contratto sociale o che sono previsti nel modello contrattuale legislativo, che quindi sono desumibili, come interessi tipici, dalla disciplina della s.p.a.”*²²⁸.

Una specifica determinazione dei rapporti obbligatori intercorrenti fra i soci e fra questi e la società pare non possa prescindere da un esame in concreto di ogni singola fattispecie. Ne consegue che il tipo di società, il potere che i soci detengono all'interno degli organi sociali e la struttura stessa del capitale possono influenzare la stessa nozione di interesse sociale e dare concretezza ai doveri di buona fede e correttezza.

Si è osservato che tale ampia prospettiva è probabilmente in grado di fornire valenza giuridica, e quindi tutela, anche a quegli altri interessi dei soci che, ad esempio, *“essi non abbiano, perché troppo costoso, specificato (neppure implicitamente) nel contratto sociale e che siano desumibili solo dal comportamento peculiare e dalle*

²²⁶ G. de Ferra, *La responsabilità sociale dell'impresa*, in *Rivista delle società*, 2008, p. 354.

²²⁷ Sul punto C. Angelici, *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1987, I, pp. 17 ss. Sulla tipificazione dell'impresa di gruppo cfr. A. Piras, *Collegamenti tra società e tipificazione dell'impresa di gruppo*, in *La riforma delle società di capitali in Italia*, AA.VV., Milano, 1968, vol. III, pp. 1150 ss.

²²⁸ D. Preite, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino 1993, p. 27.

qualità particolari dei contraenti di una determinata s.p.a.”²²⁹. Tale impostazione induce a ridefinire le posizioni reciproche dei soci ed il concetto stesso di interesse sociale all’interno di una società multi settoriale.

5.5 Gli obblighi fiduciari degli amministratori di imprese multi settoriali.

L’interesse sociale

Da un punto di vista formale i settori di attività in relazione ai quali sono emesse azioni correlate sono separati sia per ciò che concerne la gestione sia per le dinamiche economico/finanziarie dalle altre attività esercitate dalla società. In realtà, tuttavia, la gestione dei vari settori è necessariamente interconnessa, così come i risultati economici. Il valore di mercato delle azioni correlate ad un settore è, perciò, influenzato sensibilmente dal risultato complessivo della società. Ne consegue che il possessore di azioni correlate non è, quindi, indifferente all’andamento della società nel suo complesso. Evidentemente, lo stesso vale, *mutatis mutandis*, per i titolari delle azioni ordinarie o di altre categorie.

E’ indubbiamente 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, posto che se la società è insolvente perdono tutti i soci ed una gestione economicamente efficiente conduce alla massimizzazione del valore aggregato delle azioni, cui corrisponde la massimizzazione del valore di ciascuna categoria di azioni.

La massimizzazione del valore aggregato delle azioni costituisce il cuore della teoria del c.d. *shareholder value*²³⁰, determina la massimizzazione delle utilità economiche

²²⁹ D. Preite, op. cit.

²³⁰ I *Principles of corporate law, principles of corporate governance: analysis and recommendations*, St. Paul, Minnesota, 1994, elaborati dall’*American Law Institute*, dichiarano al paragrafo 2.01 che obiettivo della società è “*the conduct of business activities with a view to enhancing corporate profit and shareholder gain*”. Il commento dell’*American Law Institute* precisa che ciò “*does not mean that the objective of the corporation must be to realize corporate profit and shareholder gain in the short run. Indeed, the contrary is true: long-run profitability and shareholder gain are at the core of the economic objective. Activity that entails a short-run cost to achieve an appropriately greater long-run profit is therefore not a departure from the economic objective*”. L’art. 1.P.2. del *Codice di autodisciplina di Borsa Italiana S.p.A.* redatto dal *Comitato per la corporate governance delle società quotate*, marzo 2006, espressamente dispone che “*gli amministratori*

derivanti ai soci dall'investimento²³¹ ed è, quindi, interesse comune a tutti i soci. Pertanto, essa è interesse sociale²³².

Per la teoria dello *shareholder value* l'obiettivo della gestione dell'impresa sociale è la massimizzazione del valore corrente, ossia attuale, per azione del capitale emesso, ovvero “generare denaro e quindi aggiungere valore”²³³ per gli azionisti.

Certa dottrina è giunta, peraltro, ad affermarne la piena compatibilità con la tradizionale concezione contrattualistica della società da parte della dottrina italiana, rappresentando la teoria dello *shareholder value* “la più radicale delle concezioni contrattualistiche. L'interesse sociale viene identificato, senza residui e senza alcuna possibilità di contemperamento con altri interessi, con l'interesse dei soci all'aumento del valore delle proprie azioni. Si tratta perciò di un interesse esclusivo dei soci, intesi come gruppo (il gruppo dei soggetti che si trovano ad essere soci in un momento dato)”²³⁴.

In tale prospettiva l'attenzione si sposta necessariamente sulle modalità gestionali. Infatti, come affermano gli aziendalisti, tale interesse può essere perseguito esclusivamente attraverso una continua e costante azione perequativa da parte degli

agiscono e deliberano con cognizione di causa ed in autonomia, perseguendo l'obiettivo della creazione di valore per gli azionisti”.

²³¹ G. Ferrarini, *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Rivista delle società*, 2002, p. 473.

²³² D. Preite, op. cit., p. 24.

²³³ G. Ferrarini, op. cit., p. 473.

²³⁴ P.G. Jaeger, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2000, I, p. 811. Nello stesso senso G. Ferrarini, op. cit., p. 473 il quale precisa che “nel quadro della concezione contrattualistica (omissis) l'interesse sociale viene concepito come interesse comune, in senso obiettivo e astratto; in particolare, è l'interesse a che, attraverso l'attuazione dell'oggetto sociale, siano conseguiti degli utili. Come suggerito dal Mignoli, è “il minimo comune denominatore, che unisce i soci dalla fondazione della società al suo scioglimento”. Poste tali premesse, il passo per collegare l'interesse sociale allo *shareholder value* è breve. La teoria economica pone come obiettivo della gestione sociale quello di massimizzare il valore attuale delle azioni. Questo obiettivo non necessariamente si identifica con la massimizzazione degli utili; (omissis) agli investitori interessano i flussi di cassa che l'investimento azionario potrà generare nel tempo. La qualità della gestione viene misurata in termini di valore “creato”, più che di utili (di bilancio); il che non significa che tra i due concetti vi sia contrapposizione. Piuttosto, il focus sul valore per gli azionisti riflette i progressi della finanza moderna, che, a loro volta, influenzano il diritto azionario. Tutto ciò consiglia, almeno per le società quotate, una lettura dello scopo sociale, come definito dall'art. 2247 c.c., in termini di massimizzazione del valore per gli azionisti. Il riferimento agli utili da dividere tra i soci va inteso nel senso, più generale, di un interesse comune dei soci alla massimizzazione delle utilità economiche loro derivanti dall'investimento azionario; che poi si riflettono, in ciascun momento, nel valore attuale delle azioni”.

amministratori volta ad armonizzare ed ottimizzare il funzionamento particolare di ciascun settore con quello degli altri²³⁵.

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 complesso²³⁶.

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. A tal proposito si è osservato che nelle strutture multi settoriali, specie di grandi dimensioni, “*i general manager delle divisioni operative - i manager intermedi - devono controllare e coordinare le attività di produzione, di distribuzione e spesso di ricerca relative ad una singola linea di prodotti o ad un'importante area geografica. I dirigenti di alto livello coordinano le attività di numerose divisioni operative, pianificano e allocano le risorse per la produzione e la distribuzione futura di queste divisioni e determinano la crescita di lungo periodo*”²³⁷.

Nella pratica aziendale sono plurimi i campi di intervento della funzione perequativa. Il principale fra questi è quello della distribuzione delle occasioni di sviluppo imprenditoriale (*corporate opportunities*) tra le varie divisioni²³⁸. Le *corporate*

²³⁵ P.E. Cassandro, op. cit., p. 172.

²³⁶ P.E. Cassandro, op. cit., p. 172.

²³⁷ A.D. Chandler jr., *Dimensione e diversificazione*, Bologna, 1994, p. 377.

²³⁸ Alle *corporate opportunities* è dedicato il paragrafo 5.12 dei citati *Principles of corporate governance* elaborati dall'ALI. La previsione dei *Principles* copre quello che è stato percepito dai membri dell'ALI come un vuoto normativo. Vi sono, infatti, poche decisioni delle corti americane sul tema. Da tali decisioni emerge solo che la *parent company* non può appropriarsi di *an opportunity which rightfully* appartiene alla *subsidiary*, ossia una *opportunity* che è nella medesima *line of business* della *subsidiary*, da cui quest'ultima può trarre un cospicuo vantaggio economico, che la controllata è in grado, da un punto di vista economico, di sfruttare e sulla quale essa ha una *tangible expectancy*. Il paragrafo 5.12 fa divieto alla *parent* di appropriarsi di una *corporate opportunity* della controllata, ovvero di una occasione commerciale ricevuta o sviluppata autonomamente da quest'ultima o che si è presentata alla *parent* solo in virtù dei suoi rapporti con la *subsidiary*; a questa prima categoria di *corporate opportunities*, il paragrafo 5.12(b)(2) ne affianca un'altra nuova, comprendente quelle attività commerciali che gli azionisti di minoranza hanno percepito, perché la *parent* ha così rappresentato, far parte della sfera d'affari della società di cui sono soci e non già di quella della *parent*. Sul punto v. U. Patroni Griffi, *Governo e responsabilità nei gruppi di imprese*, Zurigo, 2000, pp. 81 ss.

opportunities sono possibilità di profitto su cui una divisione, settore o società controllata della *corporation* nutre una sorta di aspettativa.

Trattasi di un'attività complessa che per fornire risultati economicamente efficienti è condizionata ad una ponderata valutazione di una serie di circostanze afferenti i singoli settori e/o le singole società partecipanti a cui, in teoria, la *corporate opportunity* potrebbe essere attribuita.

Fra le circostanze da prendere in esame ai fini di tale decisione sono annoverati, ad esempio, i costi di produzione, l'ubicazione sul territorio, le scorte e materie prime esistenti in magazzino²³⁹.

Oltre alla distribuzione delle occasioni di sviluppo imprenditoriale, ulteriori ambiti di intervento della funzione perequativa concernono la distribuzione dei mezzi finanziari disponibili, del personale, delle rimanenze²⁴⁰.

Il grado dell'attività perequativa svolta dagli amministratori determina il livello di stabilità dell'intera società. Quanto più sarà efficiente l'organo gestorio nello svolgere tale funzione tanto più la società sarà stabile. Tanto più, dunque, la società sarà in grado di assorbire le disfunzioni economico-finanziarie che, per cause contingenti, per esempio la momentanea crisi del mercato di determinati beni, talune divisioni partecipanti dovessero manifestare²⁴¹.

Agganciato ad un corretto esercizio della funzione perequativa è, di conseguenza, il valore aggregato delle azioni delle società. Tale valore è sensibilmente influenzato sia dalla capacità dell'impresa di assorbire determinate disfunzioni economico-finanziarie delle singole attività di settore sia dalle modalità con cui gli amministratori ripartiscono fra i settori costi, ricavi e opportunità commerciali²⁴².

²³⁹ P.E. Cassandro, op. cit., p. 175.

²⁴⁰ P.E. Cassandro, op. cit., p. 172.

²⁴¹ P.E. Cassandro, op. cit., p. 370.

²⁴² Per considerazioni di *corporate finance* sull'ottimale allocazione delle risorse in società multi settoriali v. G.G. Triantis, *Organizations as internal capital markets: the legal boundaries of firms, collateral, and trusts in commercial and charitable enterprises*, in 117 *Harvard law review*, 2004, pp. 1102 ss.

Non corrisponde, invece, all'interesse sociale il sacrificio imposto a taluno dei settori ad esclusivo beneficio di altra unità divisionale²⁴³. In tale ipotesi, al sacrificio non è sottesa alcuna esigenza perequativa.

Ne consegue che sarà, dunque, conforme alle aspettative dei possessori di azioni correlate ai risultati di un settore il sacrificio imposto a quest'ultimo dagli amministratori per il soddisfacimento di esigenze perequative²⁴⁴. In tal caso, quindi, non si potrà riscontrare alcun conflitto di interessi tra le varie categorie di azionisti²⁴⁵. Il conflitto si manifesterà in tutta la sua interezza esclusivamente quando non dovessero essere più soddisfatte le attese che hanno indotto gli azionisti ad acquistare o conservare le quote di capitale.

5.6 Gli obblighi fiduciari degli amministratori di imprese multi settoriali. Similitudini con la dottrina dei vantaggi compensativi nell'ambito dell'impresa di gruppo

Il potere di esercitare la direzione unitaria dei vari settori sociali, in quanto potere derivante da un rapporto obbligatorio, deve essere esercitato secondo correttezza.

²⁴³ In questo senso per quanto concerne l'impresa di gruppo, *ex multis*, cfr. F. Galgano, *Circolazione delle partecipazioni azionarie all'interno dei gruppi di società*, in *Contratto e impresa*, 1986, p. 357; Id., *Il punto sulla giurisprudenza in materia di gruppi di società*, in *Contratto e impresa*, 1991, p. 902; Id., *Responsabilità degli amministratori della società controllante*, in *Fallimento*, 1995, p. 553; G. de Ferra, *Manuale di diritto fallimentare*, Milano, 1998.

²⁴⁴ Osserva F. Denozza, *Rules vs. standards nella disciplina dei gruppi: l'inefficienza delle compensazioni "virtuali"*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2000, I, p. 337, che il principale problema in materia di gruppi - e come tale è, si è detto, comune alle società multi divisionali - è di "identificare un criterio che consenta di impedire le politiche di gruppo inefficienti, e di consentire quelle efficienti, in una situazione in cui il gruppo di comando può essere indotto a preferire politiche meno efficienti per il gruppo (e per l'intero sistema economico considerato), ma più ricche di benefici per lui".

²⁴⁵ G. Rossi, *Il fenomeno dei gruppi ed il diritto societario: un nodo da risolvere*, in AA.VV., *I gruppi di società*, Milano, 1996, rileva che "nessun conflitto si presenta in astratto fra l'interesse (omissis) di gruppo e quello sociale delle singole società, poiché la legittimità del primo trascende anche quello strettamente autonomo ed individualistico della stessa capogruppo, ancorché quest'ultima ne sia in definitiva l'assoluta interprete nell'esercizio della direzione unitaria".

Il canone della correttezza è generalmente inteso come protezione degli affidamenti suscitati²⁴⁶ inserendosi “*nel sistema come limite interno di ogni situazione giuridica soggettiva, attiva e passiva, contrattualmente attribuita, concorrendo, quindi alla relativa conformazione in senso ampliativo o restrittivo rispetto alla fisionomia apparente, per modo che l'ossequio della legalità formale non si traduca in sacrificio della giustizia sostanziale*”²⁴⁷. In quanto tale la correttezza costituisce vera e propria “*regola di governo della discrezionalità e ne vieta, quindi, l'abuso*”²⁴⁸.

Il principio di correttezza impone, dunque, agli amministratori di esercitare i poteri ad essi attribuiti nel rispetto delle aspettative di tutti i soci. La direzione unitaria deve avvenire, in società multi settoriali caratterizzate da azioni correlate, su basi perequative in quanto solo una gestione perequativa sembra in grado di influire sul valore aggregato di tutte le categorie azionarie e, dunque, di consentire ai soci di ottenere quei vantaggi che si aspettano dalla partecipazione alla società multi settoriale.

Il corretto esercizio della direzione unitaria costituisce quel *vantaggio compensativo* che, secondo una dottrina affermatasi a riguardo dei gruppi di imprese, e che considerate le ricordate similitudini può essere estesa all'impresa multi divisionale, bilancia il sacrificio imposto alla singola divisione in nome del superiore interesse sociale²⁴⁹.

5.7 Le best practices nella gestione dell'impresa di gruppo nella legislazione

Per quanto riguarda l'impresa di gruppo l'obbligatorietà della funzione perequativa da parte dell'organo esercente la direzione unitaria ha trovato riconoscimento normativo.

²⁴⁶ Cfr. *ex multis* M. Bessone - A. D'Angelo, voce “Buona fede”, in *Enciclopedia giuridica Treccani*, Roma, 1988, p. 2; P. Rescigno, *Manuale di diritto privato italiano*, Napoli, 1977, p. 647; E. Betti, *Teoria generale delle obbligazioni*, I, Milano, 1953, p. 77.

²⁴⁷ V. Cass. 20 aprile 1994, n. 3775, in *Giustizia civile*, 1994, pp. 2159 ss., con nota di M.R. Morelli.

²⁴⁸ V. Cass. 20 aprile 1994, n. 3775, in *Giustizia civile*, 1994, pp. 2159 ss., con nota di M.R. Morelli.

²⁴⁹ P. Montalenti, *Gruppi e conflitto di interessi nella legge delega per la riforma del diritto societario*, in *Verso un nuovo diritto societario*, a cura di P. Benazzo – F. Ghezzi – S. Patriarca, Bologna, 2002.

All'interno della disciplina creditizia, di cui al D.Lgs. 1 settembre 1993, n. 385 (*Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*), si dichiara connaturato alla capogruppo l'*esercizio dell'attività di direzione e di coordinamento*. Il medesimo concetto, peraltro, è stato successivamente ribadito dall'art. 12 del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (*Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*) e nel novellato art. 2497 c.c.²⁵⁰.

²⁵⁰ Sulla disciplina dei gruppi cfr., *ex multis*, AA.VV. (N. Abriani, P. Montalenti, G. Mucciarelli, G. Rossi, R. Sacchi), *Una tavola rotonda sui vantaggi compensativi nei gruppi*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2002, I, pp. 613 ss.; V. Cariello, *Direzione e coordinamento di società e responsabilità: spunti interpretativi iniziali per una riflessione generale*, in *Rivista delle società*, 2003, pp. 1229 ss.; V. Cariello, *Primi appunti sulla c.d. responsabilità da attività di direzione e coordinamento di società*, in *Rivista di diritto civile*, 2003, II, pp. 331 ss.; P. De Biasi, *Sull'attività di direzione e coordinamento di società*, in *Le società*, 2003, pp. 946 ss.; L. Enriques, *Vaghezza e furore. Ancora sul conflitto d'interessi nei gruppi di società in vista dell'attuazione della delega per la riforma del diritto societario*, in Associazione Preite, *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002, pp. 247 ss.; L. Enriques, *Gruppi di società e gruppi di interesse*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di P. Benazzo – S. Patriarca – G. Presti, Milano, 2003, pp. 247 ss.; I. Fava, *I gruppi di società e la responsabilità da direzione unitaria*, in *Le società*, 2003, pp. 1197 ss.; F. Galgano, *I gruppi nella riforma delle società di capitali*, in *Contratto e impresa*, 2002, pp. 1015 ss.; A. Guizzi, *Patrimoni separati e gruppi di società. Articolazione dell'impresa e segmentazione del rischio: due tecniche a confronto*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2003, I, pp. 639 ss.; A. Irace, *Commento agli artt. 2497 e ss.*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli - V. Santoro, Torino, 2003, 3, pp. 314 ss.; P. Montalenti, *Gruppi e conflitto di interessi*, op. cit., pp. 237 ss.; A. Niutta, *La nuova disciplina delle società controllate: aspetti normativi dell'organizzazione del gruppo di società*, in *Rivista delle società*, 2003, pp. 780 ss.; L. Panzani, *L'azione di responsabilità ed il coinvolgimento del gruppo di imprese dopo la riforma*, in *Le società*, 2003, pp. 1477 ss.; S. Patti, *"Direzione e coordinamento di società": brevi spunti sulla responsabilità della capogruppo*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, 2003, II, pp. 357 ss.; A. Pavone La Rosa, *Nuovi profili della disciplina dei gruppi societari*, in *Rivista delle società*, 2003, pp. 765 ss.; M. Perassi, *Gruppi societari e bancari. Brevi riflessioni sui progetti di riforma del diritto societario*, in *Verso un nuovo diritto societario*, a cura di P. Benazzo – F. Ghezzi – S. Patriarca, Bologna, 2002, pp. 263 ss.; R. Costi, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2007; M. Rescigno, *Eterogestione e responsabilità nella riforma delle società di capitali fra aperture e incertezze: una prima riflessione*, in *Le società*, 2003, pp. 331 ss.; G. Sbisà, *Responsabilità della capogruppo e vantaggi compensativi*, in *Contratto e impresa*, 2003, pp. 591 ss.; G. Schiano Di Pepe, *Il diritto di recesso nei gruppi*, in *Le società*, 2003, pp. 1205 ss.; G. Scognamiglio, *I gruppi e la riforma del diritto societario: prime riflessioni*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2003, pp. 577 ss.; U. Tombari, *La nuova disciplina dei gruppi di società*, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di P. Benazzo – S. Patriarca – G. Presti, Bologna, 2004; P. Ferro-Luzzi, *Indicazione negli atti e nella corrispondenza circa la soggezione della società a direzione e coordinamento di altra società*, in *Dircomm.it*, 2004, n. 4; P. Ferro-Luzzi, *I patrimoni "dedicati" e i "gruppi" nella riforma societaria*, in *Rivista del notariato*, 2002, I, p. 271; Fondazione Aristeia, *Direzione e coordinamento di società nella riforma del diritto societario*, documento n. 35, ottobre 2003; F. Galgano, *La globalizzazione nello specchio del diritto*, op. cit., pp. 172 ss.; G. Guizzi, *Eterodirezione dell'attività sociale e responsabilità per mala gestio nel nuovo diritto dei gruppi*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2003, I, p. 439; G. Guizzi, *La responsabilità della controllante per non corretto esercizio del potere di direzione e coordinamento*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, a cura di G. Scognamiglio, Milano, 2003; A. Niutta, *La novella del codice civile in materia societaria: luci ed ombre della nuova disciplina sui gruppi di società*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2003, I, pp. 373 ss.; R. Sacchi, *Sulla responsabilità da direzione e coordinamento nella riforma delle società di capitali*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2003, I, p. 661 e in *Le società*, 2004; V. Salafia, *La responsabilità della holding nei confronti dei soci di minoranza delle controllate*, in *Le società*, 2003, p. 390; U. Tombari, *Riforma del diritto societario e gruppo di imprese*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2004, I, 61.

L'art. 2497 c.c. non identifica i criteri cui si debba attenere la società capogruppo nell'esercitare l'attività di direzione e coordinamento, ma si limita ad individuare come condizione di illegittimità della condotta, e fonte di responsabilità, l'eventuale pregiudizio “*arrecato alla redditività ed al valore della partecipazione sociale*”, ossia la lesione dello *shareholders value* che, dunque, nel gruppo come nella società multi settoriale costituisce obiettivo del *management*.

Nel rintracciare le regole comportamentali cui devono attenersi gli amministratori nel perseguimento della massimizzazione dello *shareholders value* utili indicazioni possono essere trovate nella normativa secondaria in materia bancaria.

Le Istruzioni della Banca d'Italia in tema di gruppi bancari precisano, infatti, che l' “*attività di direzione e coordinamento delle capogruppo deve essere improntata a criteri di equità e ragionevolezza*”²⁵¹.

Secondo certa dottrina i criteri della equità e ragionevolezza costituiscono “*misura dell'agire della capogruppo, (omissis) limite all'esercizio di discrezionalità e, sul piano di una valutazione di conformità al diritto, (omissis) indici della legittimità della sua azione*”²⁵². In sintesi, essi indicherebbero la soglia oltre la quale l'esercizio della direzione unitaria deborda in abuso di potere.

Si è anche evidenziato che il richiamo al concetto di *equità* non deve essere interpretato come equa ripartizione degli oneri fra le società del gruppo²⁵³. Al contrario, è necessario cogliere il rapporto di complementarità esistente fra i due criteri di condotta indicati²⁵⁴.

²⁵¹ Sezione III, Istruzioni della Banca d'Italia del 13 gennaio 1992, come successivamente modificate.

²⁵² R. Perna, C. Pisanti, P. Zamboni Garavelli, (voce) *Composizione*, in *La nuova legge bancaria*, a cura di P. Ferro-Luzzi - G. Castaldi, Milano, 1996, p. 1033. C. Lamanda, *La vigilanza sul gruppo*, in *Banca impresa società*, 1992, p. 376.

²⁵³ In questo senso cfr. C. Lamanda, op. cit., p. 377; M. Rispoli Farina, *Nota in tema di vigilanza sui gruppi creditizi*, in AA.VV., *Dall'ente pubblico creditizio alla società per azioni*, Napoli, 1993, p. 296.

²⁵⁴ Per maggiori dettagli sul tema *standards of conduct* si rinvia a U. Patroni Griffi, “*Fiduciary duties*” e gruppi di società, in *Giurisprudenza commerciale*, 1994, I, pp. 886 ss.; v. inoltre R. Pardolesi - U. Patroni Griffi, *I gruppi di società tra anomia e “corporate governance”*: appunti di diritto comparato, in *Foro italiano*, 1997, V, p. 6; U. Patroni Griffi, *Governo e responsabilità nei gruppi di imprese*, op. cit., pp. 55 ss.

In tale contesto si è sostenuto che il nesso fra *equità* e *ragionevolezza* va interpretato nel senso che “*la capogruppo deve avere una chiara visione della funzione specifica di ogni singola componente e delle sinergie che possono risultare dall'insieme, ispirando le proprie valutazioni ad oggettive analisi di mercato*”. In particolare, si è osservato che “*il criterio di equità dovrebbe intendersi come canone di trattamento tendenzialmente paritetico e di adeguata ponderazione dei distinti interessi coinvolti*”²⁵⁵; mentre il principio di ragionevolezza verrebbe, poi, a completare il primo criterio, nel senso di consentire, nell'ottica allargata e bilanciata di un assetto di gruppo, quei trattamenti differenziali che dovessero trovare adeguata e ragionevole giustificazione nella realizzazione di adeguati vantaggi all'interno del gruppo, determinando una contrapposizione tra, da una parte, l'interesse di singole componenti e, dall'altra, l'interesse o una particolare esigenza del gruppo²⁵⁶.

Il criterio della *ragionevolezza* sembra allora caratterizzare la prima fase in cui è astrattamente scomponibile l'attività di direzione e di coordinamento della capogruppo, vale a dire quel processo logico ispirato ad un ragionevole criterio di valutazione, che immancabilmente deve presiedere alla comparazione²⁵⁷ dei risultati economici ottenuti dalle società del gruppo. In tale ottica acquista rilievo la previsione dell'art. 61, comma 4, del D.Lgs. 1 settembre 1993, n. 385 (*Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*), che impone agli “*amministratori delle società del gruppo*” di fornire alla capogruppo “*ogni dato e informazione per l'emanazione delle disposizioni*”. La funzione di coordinamento presuppone per il suo corretto esercizio un flusso continuo di informazioni dalla base (le società controllate) al centro direttivo (la capogruppo).

²⁵⁵ R. Perna, op. cit., p. 1033.

²⁵⁶ R. Perna, op. cit., p. 1033.

²⁵⁷ Il criterio della ragionevolezza attiene dunque al momento del *controllo strategico* a cui fanno riferimento le Istruzioni di Vigilanza, vale a dire al controllo della capogruppo sull' “*evoluzione delle diverse aree di attività del gruppo e dei rischi incombenti sul portafoglio di attività, includendo allora sia l'espansione delle attività delle controllate che le acquisizioni e le dismissioni, e verosimilmente anche la composizione degli organi amministrativi di tutte le società direttamente o indirettamente controllate*” (così R. Alessi, *I gruppi bancari*, in *La nuova disciplina dell'impresa bancaria*, a cura di U. Morera - A. Nuzzo, I, Milano, 1996, p. 180).

Il criterio dell'*equità* attiene piuttosto alla successiva fase di coordinamento²⁵⁸ delle attività svolte da ciascuna delle società partecipanti nell'ottica della migliore funzionalità e produttività del complesso²⁵⁹, ma anche in quella di un'equa ponderazione degli interessi coinvolti, e quindi di un'equa redistribuzione di vantaggi e svantaggi²⁶⁰.

Nell'esercizio della direzione unitaria l'aderenza ai predetti *standards* tende soprattutto a neutralizzare, nel medio e lungo periodo, l'eventuale pregiudizio che il perseguimento delle politiche di gruppo abbia per ipotesi momentaneamente arrecato ad una o più delle società partecipanti; a realizzare cioè quei *vantaggi compensativi* che valgono a bilanciare il sacrificio imposto alla controllata in nome del superiore interesse di gruppo²⁶¹.

Si ritiene, dunque, che la verifica della correttezza gestionale dell'impresa di gruppo prescinde dall'esame delle singole, isolate, operazioni per volgere innanzitutto alla verifica del processo decisionale, al rispetto del metodo perequativo descritto. Come si è evidenziato a proposito del contenuto del parametro di valutazione della condotta della capogruppo, *“una possibile chiave interpretativa è quella di correlarla proprio alla nozione (pur non identica) di “principi di corretta amministrazione” (che oltre che nell'art. 2403 c.c., sono richiamati nell'art. 149 TUF per le società quotate). In tale prospettiva, da un lato, rimarrebbe ferma la business judgment rule, dovendosi valutare non già il merito della scelta gestionale, ma il metodo (in pratica, l'assunzione di adeguate informative preventive, la valutazione dei rischi, l'analisi*

²⁵⁸ E, quindi, è relativo alla fase che le Istruzioni della Banca d'Italia chiamano del *controllo gestionale*, ovvero del *“mantenimento [da parte della capogruppo] delle condizioni di equilibrio economico, finanziario e patrimoniale”* (cfr. R. Alessi, op. cit.).

²⁵⁹ Come descritto sopra, nella pratica sono plurimi i campi di intervento dell'attività di coordinamento della capogruppo. Il principale fra questi è dato dalla distribuzione delle occasioni di sviluppo imprenditoriale all'interno del gruppo. Ulteriori ambiti di intervento della funzione di coordinamento concernono la distribuzione dei mezzi finanziari disponibili, del personale, etc.

²⁶⁰ Ricorda R. Pennisi, *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2007, p. 137, che nel nostro sistema giuridico i rinvii all'*equità* operano *“come tramite attraverso il quale viene assicurata l'omogeneità tra giudizio giuridico e giudizio economico su determinati rapporti interpretati”*.

²⁶¹ A simili conclusioni giungono anche R. Pennisi, op. cit., pp. 140 ss. e R. Cercone, *Le procedure per la crisi dei gruppi bancari*, in G. Boccuzzi, *La crisi dell'impresa bancaria*, Milano, 1998, p. 361. Per un'analisi comparatistica si rinvia a R. Pardolesi - U. Patroni Griffi, *I gruppi di società tra anomia e “corporate governance”*, op. cit., pp. 6 ss.

dei costi e dei ricavi ragionevolmente connessi, l'impatto della scelta sull'equilibrio finanziario, nonché, prima ancora, la stessa presenza di assetti organizzativi-contabili e anche di sistemi di controllo interno adeguati all'attività svolta); dall'altro, il sindacato rimarrebbe di tipo sintetico e non puntuale (riguardando l'attività della società e non singoli atti)”²⁶².

Si tratta, dunque, “*di valutare complessivamente ed unitariamente le implicazioni che per la società sono derivate dalla sottoposizione all'attività di direzione e coordinamento: non una sorta di analitica compensazione tra partite attive e passive, bensì una valutazione globale, quindi sintetica, della complessiva attività*”²⁶³.

5.8 Le *best practices* nella gestione dell'impresa multi settoriale

La simile struttura, dal punto di vista economico, tra impresa facente parte di un gruppo e impresa organizzata in settori consente di ritenere appropriate e doverose le medesime regole di condotta²⁶⁴.

Ciò trova conferma nella dottrina aziendalistica che si è occupata di società multi settoriali, dottrina concorde nell'affermare che “*the centre of a diversified company is, in a sense, an intermediary between the business unit and the capital market. To exist, it must outperform the capital markets: its 'net' added value must be greater than its cost*”, in tal modo sarà possibile “*to maximize the combined classes stockholder wealth*”²⁶⁵.

Altra dottrina, tuttavia, ritiene che all'interno di strutture finanziarie più o meno complesse, quali quelle caratterizzate dalla emissione di azioni correlate, il punto di

²⁶² Così C. Carano, *Responsabilità per direzione e coordinamento di società*, in *Rivista di diritto civile*, 2004, II, p. 435.

²⁶³ C. Angelici, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003, p. 143.

²⁶⁴ In questo senso C. Angelici, op. ul. cit., p. 144, il quale ritiene estensibile il principio posto dall'art. 2497 c.c. alle “*altre ipotesi, diverse in effetti da quella tecnica del gruppo, ma in cui ugualmente si realizza un'articolazione dell'attività imprenditoriale e si distinguono gli interessi riferibili ai suoi singoli segmenti*”.

²⁶⁵ M. Goold - A. Campbell, *Strategies and styles: the role of the centre in managing diversified corporations*, Oxford, 1990, p. 297; v. anche M. Goold - A. Campbell, *Corporate-level strategy: creating value in the multibusiness company*, New York, 1994, pp. 6 ss.

equilibrio tra gli interessi contrapposti dovrebbe essere cercato e trovato dall'autonomia privata²⁶⁶.

In particolare, secondo alcuni autori, in presenza di società il cui capitale è rappresentato anche da azioni correlate, l'autonomia privata dovrebbe disciplinare in dettaglio gli aspetti salienti della gestione del settore quali, ad esempio, le condizioni per la distribuzione degli utili, i criteri per l'utilizzazione dei proventi, i finanziamenti interni tra settori, l'allocazione tra divisioni delle *corporate opportunities*, la politica degli investimenti, la ripartizione delle spese comuni, la vendita di beni sociali e l'utilizzo del ricavato, le operazioni commerciali intersettoriali, la ripartizione dell'imposizione fiscale²⁶⁷.

Tuttavia, si è anche osservato come, anche negli Stati Uniti, l'approccio contrattuale appresti poca tutela agli interessi dei possessori di azioni correlate, soprattutto ove le *policies* siano, come accade nella prassi, unilateralmente modificabili da parte degli amministratori ovvero con il consenso dei soli soci di maggioranza²⁶⁸.

Oltre all'ampiezza da riconoscersi all'autonomia statutaria nella definizione delle *best practices* nella gestione dei rapporti intersettoriali, sembra necessario in prospettiva contrattualistica definire la nozione di interesse sociale anche in società caratterizzate dalla presenza di strumenti finanziari innovativi che sembrano essere non in linea con i tradizionali schemi.

Peraltro, l'identificazione proposta dell'interesse sociale, in società conglomerali e in presenza di azioni correlate, con la massimizzazione del valore aggregato delle azioni corrisponde secondo autorevole dottrina, alla massimizzazione del valore di tutti gli strumenti finanziari emessi dalla società (c.d. *market value rule*²⁶⁹) e, in

²⁶⁶ H.T.C. Hu, *New financial products, the modern process of financial innovation and the puzzle of shareholder welfare*, Texas law review, 1991, p. 1312, il quale precisa al riguardo che “*corporate law would simply provide default rules, non-mandatory standard form provisions that private parties are free to opt out by agreement*”.

²⁶⁷ S. I. Glover, op. cit., pp. 27 ss.

²⁶⁸ G.G. Triantis, op. cit., p. 1137.

²⁶⁹ E.E. Fama - M.H. Miller, *The theory of finance*, New York, 1972, p. 179. In argomento v. anche M. Bradley - C.A. Schipani - A.K. Sundaram - J.P. Walsh, *The purposes and accountability of the corporation in*

definitiva, alla massimizzazione del valore della stessa impresa multi settoriale²⁷⁰. Tale efficiente obiettivo coincide con quello che ipotetici, razionali investitori avrebbero concordato se ne avessero avuto occasione²⁷¹.

Il dato empirico pare sostenere tale tesi. Infatti, innanzitutto i prospetti informativi relativi ad emissioni di azioni correlate che prevedono precise *policies* gestionali delle attività di settore da parte degli amministratori si sono conformati al modello perequativo. Si prenda ad esempio il prospetto della *Loews* (2002)²⁷² il quale dichiara che “*all material matters in which holders of Loews common stock and Carolina Group stock may have divergent interests will be generally resolved in a manner that is in the best interests of Loews and its common shareholders of all classes after giving consideration to the potentially divergent interests and all other relevant interests of the holders of the separate classes of Loews common shares. Under the Carolina Group policy statement, the relationship between the Loews Group and the Carolina Group and the means by which the terms of any material transaction between them will be determined will be governed by a process of fair dealing. In making determinations in connection with the policies set forth in the Carolina Group policy statement, the members of our board of directors will act in a fiduciary capacity and in accordance with legal guidance concerning their obligations under applicable law*”. E che per quanto concerne l'allocazione delle opportunità di affari (*corporate opportunities*) il consiglio di amministrazione “*will allocate any business opportunities and operations, any acquired assets and businesses and any assumed liabilities between the two groups, in whole or in part, as it considers to be in the best interests of Loews and its shareholders as a whole and as contemplated by the other provisions of the policy statement. If a business opportunity or operation, an*

contemporary society: corporate governance at a crossroads, in *Law and contemporary problems*, Vol. 62, n. 3, 1999; M. Fanni, *La segmentazione dei mercati finanziari*, Progetto strategico “*L'Italia e l'Europa: governance e politiche per lo sviluppo economico e sociale*”, paper CNR 2001; G. Bertinetti – G.M. Mantovani, *Premi al rischio di governance e comunicazione finanziaria dell'impresa*, in *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, a cura di V. Maggioni, L. Potito, R. Viganò, Bologna, 2009, pp. 425 ss.

²⁷⁰ T.A. Smith, *The efficient norm for corporate law: a neotraditional interpretation of fiduciary duty*, in *Michigan law review*, 1999, pp. 262 ss.; R.B. Campbell jr., *Corporate fiduciary principles for the post-contractarian era*, 1996, leggibile all'url <http://www.law.fsu.edu/journals/lawreview/frames/233/campfram.html>

²⁷¹ T.A. Smith, op. cit., p. 264.

²⁷² Similarmente il prospetto informativo relativo all' emissione di azioni correlate *AT&T* (2001).

acquired asset or business, or an assumed liability would be suitable to be undertaken by or allocated to either group, the Loews board of directors will allocate it using its business judgment or in accordance with procedures that the Loews board of directors adopts from time to time to ensure that decisions will be made in the best interests of Loews and its shareholders as a whole. Any allocation of this type may involve the consideration of a number of factors that the Loews board of directors determines to be relevant”.

Peraltro, secondo alcuni analisti, il mancato successo di mercato di alcune azioni correlate è in gran parte dovuto alla inefficiente gestione della società multi settoriale emittente. Si è osservato, infatti, che tali imprese tendono a trasferire risorse economiche da settori profittevoli a settori meno profittevoli, e la conseguenza è “*an insufficient cross-subsidization and investment strategy*”²⁷³.

5.9 Gli interessi degli amministratori

Gli amministratori di società multi divisionali emittenti azioni correlate sono, pertanto, tenuti a perseguire nella gestione dell’impresa l’obiettivo della massimizzazione del valore aggregato di tutte le varie categorie di azioni. Tale fine è perseguibile, come detto in precedenza, attraverso la diligente implementazione di pratiche perequative.

L’individuazione dell’interesse sociale in tale tipo di società permette di addivenire ad una pratica soluzione nell’ipotesi di possesso degli amministratori di partecipazioni, o di *stock options*, non proporzionali nelle differenti categorie di azioni emesse dalla società. In tale circostanza si applicherà il novellato art. 2391 c.c. con cui si è voluta fornire, in esecuzione della delega legislativa (art. 4, comma 8, lett. g), legge 3 ottobre 2001, n. 366), una disciplina organica e rigorosa dei doveri di fedeltà che l’amministratore, quale gestore di patrimonio altrui, ha nei confronti della società.

²⁷³T.A. Smith, op. cit., pp. 262 ss.

La norma in oggetto, tramite l'imposizione dell'obbligo incondizionato dell'amministratore di *disclosure* agli altri amministratori ed al collegio sindacale di ogni interesse che esso abbia, in via diretta o indiretta, in una determinata operazione della società (e non quindi, come era nel previgente testo dell'art. 2391 c.c., dei soli interessi in conflitto), precisandone la natura, i termini, l'origine e la portata, costituisce un efficiente strumento di *corporate governance* anche in presenza di tipi societari caratterizzati da strutture finanziarie particolarmente complesse.

Nel caso in esame, dunque, in applicazione della citata norma, gli amministratori portatori di un *disproportionate equity interest* dovranno informarne gli altri amministratori ed il collegio sindacale in occasione di ogni operazione della società che possa avvantaggiare il settore di attività in cui essi rivestano l'interesse preponderante, a scapito degli altri. In particolare, si ritiene che tali amministratori interessati saranno tenuti a fornire all'organo gestorio ed all'organo di controllo tutti i dettagli che permettano loro una valutazione compiuta sia in relazione alla sussistenza o meno di un conflitto, anche ai fini dell'ammissione al voto dell'interessato, sia circa la convenienza economica della stessa operazione per la società. In tal senso depone l'indicazione della *portata* dell'interesse, che sembra imporre la valutazione del rilievo che assume l'interesse di cui è portatore l'amministratore sull'economia dell'operazione, sia dal punto di vista della società, sia da quello dell'amministratore interessato.

La norma non prescrive forme o termini per tale *disclosure*. Tuttavia l'indicazione di un contenuto minimo obbligatorio della predetta dichiarazione da parte dell'art. 2391 c.c. ed il rilievo che la stessa assume sul regime delle impugnazioni della deliberazione dell'organo gestorio, nonché nell'eventuale giudizio di responsabilità nei confronti dell'amministratore interessato, sembra imporre il rispetto della forma scritta. Peraltro, nel caso in cui l'amministratore interessato ritenga l'operazione potenzialmente dannosa per la società, sarà inoltre tenuto, per esimersi da responsabilità, a far annotare il proprio dissenso nel libro delle adunanze e deliberazioni del consiglio di amministrazione e a darne comunicazione scritta al presidente del collegio sindacale, così come prescritto dall'art. 2392, comma 3, c.c.

La sussistenza di un *disproportionate ownership interest* in una determinata operazione determina per l'amministratore delegato una limitazione di poteri. Questi, infatti, dovrà quindi astenersi dal compiere l'operazione rimettendo ogni decisione al riguardo al competente organo collegiale, consiglio d'amministrazione o comitato esecutivo, così come previsto dall'art. 2391, comma 1, c.c. (“(omissis) *se si tratta di amministratore delegato, deve altresì astenersi dal compiere l'operazione, investendo della stessa l'organo collegiale* (omissis)).

L'amministratore unico sarà tenuto a darne notizia alla prima assemblea utile, così come previsto dall'art. 2391, comma 1, c.c. Tuttavia, a differenza di quanto previsto per l'amministratore delegato, la competenza e legittimazione dell'amministratore unico al compimento di operazioni sociali in cui egli abbia un interesse, diretto o mediato, non è inficiata. Evidentemente, l'autonomia statutaria, facendo uso del potere ad essa concesso dal novellato art. 2364, comma 1, n. 5, c.c., è legittimata a subordinare il compimento delle operazioni nelle quali l'amministratore unico abbia un interesse all'autorizzazione assembleare. In tale ambito, per contemperare l'esigenza di prevenire possibili abusi con quella di assicurare l'efficienza gestionale, l'autorizzazione assembleare potrebbe essere limitata alle operazioni più significative, secondo predeterminati parametri quali/quantitativi. Anzi, per quanto concerne le società per azioni ad azionariato diffuso, l'attribuzione di un siffatto potere autorizzatorio all'assemblea appare coerente con le finalità di innalzamento dei profili di trasparenza e prevenzione degli abusi perseguite dal legislatore in tale sotto tipo di società per azioni.

Circa il profilo temporale, mentre la comunicazione al collegio sindacale dovrà essere effettuata senza indugio, e comunque prima che l'operazione venga compiuta, al fine di consentire al collegio l'esercizio dei poteri di controllo preventivo sul rispetto dei principi di corretta amministrazione e di reazione a possibili abusi previsti dall'ordinamento, la comunicazione all'assemblea sarà, presumibilmente, successiva al compimento dell'operazione, e pertanto l'amministratore dovrà

adeguatamente illustrare la *portata*, ovvero il rilievo che ha assunto l'interesse di cui era portatore nell'economia dell'operazione.

La comunicazione di cui all'art. 2391, comma 1, c.c. obbliga l'organo collegiale gestorio, che voglia comunque compiere l'operazione, a motivarne “*adeguatamente le ragioni e la convenienza*”. Anche in linea con la giurisprudenza sugli artt. 2341, comma 6, e 2445, comma 2, vecchio testo c.c., si ritiene che nella delibera debba essere indicata la funzionalità dell'operazione al perseguimento dell'oggetto sociale e l'*utilitas* ai fini della massimizzazione del valore aggregato delle azioni.

L'inadempimento dell'amministratore interessato all'obbligo di *disclosure* e dell'organo collegiale all'obbligo previsto dal secondo comma della norma in esame produce determinati effetti giuridici. La deliberazione dell'organo gestorio (consiglio d'amministrazione o comitato esecutivo, ovvero - ove nel sistema dualistico - consiglio di gestione) sarà, infatti, sempre impugnabile, qualora potenzialmente dannosa per la società, indipendentemente dalla partecipazione o meno dell'amministratore interessato al procedimento deliberativo. Peraltro, si ritiene che la gestione non perequativa dei vari settori di attività sia dannosa per la società posto che, pur in mancanza di un danno al patrimonio sociale, il pregiudizio al valore globale delle azioni si traduce inevitabilmente in un decremento del valore dell'impresa sociale e quindi, in senso lato, in un danno alla società²⁷⁴.

Nel caso in cui la deliberazione sia stata adottata nella consapevolezza dell'interesse nella stessa di taluno degli amministratori, oltre al *periculum* di lesione dell'interesse sociale, presupposto dell'impugnazione sarà invece la partecipazione dell'amministratore interessato alla votazione e la decisività della stessa.

²⁷⁴ Sulla differenza tra danno al patrimonio sociale e danno al valore globale delle azioni sociali, v. già D. Preite, op. cit., pp. 133 ss., il quale osserva che è corretto identificare il “*danno alla società non solo con il danno al patrimonio sociale, ma anche con tutti i possibili danni che colpiscano gli interessi dei soci in quanto tali e che possono essere risarciti con un pagamento alla società*”. Ripreso da U. Tombari, *Azioni di risparmio e strumenti ibridi partecipativi*, Firenze, 2000, p. 125.

Legittimati all'impugnativa sono nel caso di violazione dell'obbligo di *disclosure* tutti gli amministratori, indipendentemente dalla loro partecipazione alla deliberazione e dall'orientamento del voto, ed il collegio sindacale.

Sarà, quindi, legittimato anche l'amministratore interessato, anche qualora abbia votato a favore dell'operazione, ove in un momento successivo, a miglior ripensamento, giunga a ritenere che l'operazione sia incoerente con l'obiettivo di massimizzare il valore complessivo delle azioni o comunque, anche al fine di esimersi o comunque limitare le proprie responsabilità, in una sorta di *ravvedimento operoso*, decida di attivarsi per impedire il compimento dell'operazione o eliminarne o attenuarne le conseguenze dannose (v. art. 2392, comma 2, c.c.).

Qualora, invece, l'amministratore interessato abbia diligentemente assolto all'obbligo previsto dall'art. 2391, comma 1, c.c., saranno legittimati i soli amministratori assenti o dissenzienti (o astenuti, essendo l'impugnativa preclusa ai soli amministratori che abbiano consentito con il proprio voto alla deliberazione), oltre al collegio sindacale²⁷⁵.

Nel caso di società multi settoriale, è da rilevare l'estensione della legittimazione all'impugnativa della deliberazione dell'organo gestorio ai soci che si ritengano lesi nei loro diritti²⁷⁶, anche di categoria.

²⁷⁵ Il legislatore non ha precisato se sui soggetti legittimati gravi un vero e proprio obbligo di impugnare le deliberazioni potenzialmente dannose (come è secondo la tesi maggioritaria), oppure se l'impugnativa sia solo facoltativa. Per giurisprudenza unanime e per dottrina prevalente, sussiste per i singoli amministratori l'obbligo di impugnare una delibera consiliare viziata da conflitto di interessi solo nel caso in cui dall'esecuzione della delibera possano conseguire dei danni per la società. Cfr. Trib. Roma, 18 marzo 1982, in *Giurisprudenza commerciale*, 1983, II, pp. 592 ss. con nota di F. Bonelli, L. Giaccardi Marmo, L. Cursio. In dottrina cfr. G. Minervini, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956, pp. 414 ss. e 430; A. Patroni Griffi, *Il controllo giudiziario sulle società per azioni*, Napoli, 1971, pp. 269-270; N. Salanitro, *L'invalidità delle deliberazioni*, Milano, 1965, pp. 32-33; L. Buttarò, *Recensione a G. Frè, Società per azioni*, in *Rivista trimestrale di diritto processuale civile*, 1954, p. 1065. *Contra*, G. Frè - G. Sbisà, *Società per azioni*, Bologna, 1997, p. 835, i quali ritengono che gli amministratori assenti o dissenzienti “*possono promuovere l'impugnazione, ma non hanno il dovere di farlo*”.

²⁷⁶ Legittimazione, peraltro, già riconosciuta al socio dalla giurisprudenza di legittimità, cfr. Cass. 14 dicembre 2000, n. 15786, in *Massimario di giustizia civile*, 2000; Cass. 28 marzo 1996, n. 2850, in *Giurisprudenza commerciale*, 1998, II, p. 343, con nota di F. Mucciarelli.

Per quanto concerne la responsabilità dell'amministratore interessato, il legislatore ha precisato che questi risponde in ogni caso dei danni derivati alla società dalla sua azione o omissione²⁷⁷.

La responsabilità sussiste indipendentemente dalla partecipazione dell'amministratore alla deliberazione relativa all'operazione o al compimento della stessa. E può derivare tanto da azioni dell'amministratore interessato (quali, ad esempio, la partecipazione alla deliberazione ovvero il compimento dell'operazione), quanto da omissioni (ad esempio, la violazione del dovere di informazione, che può sia consistere nella mancanza della dichiarazione dell'interesse nell'operazione, sia nell'incompletezza della stessa).

L'amministratore che non adempia diligentemente agli obblighi che su di lui gravano sotto il profilo della trasparenza potrà essere condannato a risarcire il danno derivante alla società dall'esecuzione dell'operazione, anche quando l'interesse di cui era portatore non fosse stato in conflitto con quello della società.

La violazione dei doveri di cui all'art. 2391 c.c. costituisce, in ogni caso, giusta causa di revoca dell'amministratore ai sensi dell'art. 2383, comma 3, c.c. e può essere adottata a fondamento della denuncia di cui all'art. 2409 c.c.

5.10. La responsabilità degli amministratori

Le considerazioni che precedono permettono ora di affrontare il tema della responsabilità degli amministratori²⁷⁸.

In via preliminare, si osserva che il riferimento quale parametro della diligenza degli amministratori alla *natura dell'incarico* di cui all'art. 2392 c.c. conferma la

²⁷⁷ In riferimento alla liquidazione del danno la nuova formulazione della norma ha permesso di superare i dubbi interpretativi che l'ambiguo riferimento del vecchio testo alle *perdite* derivate alla società dal compimento dell'operazione sollevava. L'amministratore interessato sarà, quindi, come espressamente precisa la Relazione, tenuto a risarcire integralmente la società di ogni danno causatole dall'operazione, sia sotto il profilo del danno emergente, che di quello del lucro cessante.

²⁷⁸ Sul punto M. Tonner, *Tracking Stocks*, Köln, 2002, pp. 207 ss.

correttezza dell'approccio tipologico alla società multi settoriale che abbia emesso azioni correlate sin qui proposto.

Dunque, nella gestione di tale tipo di società gli amministratori dovranno conformarsi alle *best practices*, ed in particolare all'obiettivo di una azione perequativa nella gestione delle attività settoriali, che secondo la prevalente dottrina aziendalistica permette di massimizzare il valore aggregato delle azioni.

Tale opinione è, peraltro, in linea con le conclusioni cui da tempo è giunta autorevole dottrina, secondo cui nel giudizio di responsabilità si deve tenere conto, *inter alia*, del “*tipo di società amministrata, sue dimensioni e settore dell'attività esercitata*”²⁷⁹.

Tuttavia, gli amministratori sono responsabili solo se violano le proprie specifiche obbligazioni, in particolare le obbligazioni di gestire con diligenza e di perseguire l'interesse sociale. Non sono però responsabili per il risultato della gestione, il cui sindacato è precluso, se non ove il comportamento dell'amministratore sia stato irrazionale, il che ovviamente denota somma imperizia, vale a dire qualora nella gestione della società questi abbia compiuto operazioni “*assolutamente sproporzionate ai mezzi tecnici o finanziari della società, o quando compia errori macroscopici o grossolani*”²⁸⁰. Come precisa infatti la Relazione alla riforma del diritto societario le scelte degli amministratori “*devono essere informate e meditate, basate sulle specifiche conoscenze e frutto di un rischio calcolato, e non di irresponsabile o negligente improvvisazione*”.

Si sottolinea, peraltro, che il monitoraggio del *duty of care* degli amministratori nella gestione dell'impresa sociale multi settoriale che abbia emesso azioni correlate è facilitato da quella sorta di *class action*²⁸¹ introdotta dall'art. 2393-bis, c.c., che consente alle minoranze qualificate di esercitare l'azione sociale di responsabilità nei

²⁷⁹ F. Bonelli, *Gli amministratori di S.p.A.*, Milano, 2004, p. 181; Id., *La responsabilità degli amministratori*, Milano, 1992, pp. 50 ss.

²⁸⁰ Così V. Santoro, *La responsabilità contrattuale*, Padova, 1992, p. 508. Nello stesso senso M. Franzoni, *Gli amministratori e i sindaci*, Torino, 2002, pp. 306 ss.

²⁸¹ Sulle *derivative actions* cfr., *ex multis*, G.B. Bisogni, *La derivative action nel sistema di governo della public corporation*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1996, I, pp. 191 ss.

confronti degli amministratori, al fine di ottenere il risarcimento del danno causato alla società e non, quindi, di quello cagionato alla sola minoranza²⁸².

Inoltre, la responsabilità degli amministratori è ipotizzabile ove per effetto di una strategia imprenditoriale inidonea ad essere danneggiato sia il valore aggregato delle azioni. Nessuna responsabilità sarà quindi configurabile, non sussistendo danno sociale, in tutti quei casi in cui a fronte della massimizzazione del valore complessivo delle azioni, si verifichi una diminuzione del valore di una sola categoria di azioni. In tale caso, peraltro, i possessori della categoria pregiudicata potranno, ove ne ricorrano gli estremi, esercitare l'azione di cui all' art. 2395 c.c. (“(omissis) *il diritto al risarcimento spettante al singolo socio o al terzo che siano stati direttamente danneggiati da atti colposi o dolosi degli amministratori*”).

5.11 Il conflitto di interessi del socio

La disciplina del voto del socio in conflitto di interessi deve tenere conto anch'essa delle caratteristiche della società multi settoriale, che abbia collocato azioni correlate sul mercato.

L'azionista con un *disproportionate ownership interest*, ovvero titolare di azioni di una sola categoria, si trova in conflitto di interessi in tutte quelle deliberazioni che abbiano potenzialmente l'effetto di avvantaggiare una categoria di azioni a danno dell'altra, senza l'effetto di massimizzare il valore aggregato di tutte le azioni. Le deliberazioni assembleari approvate con il voto determinante di tale socio sono pertanto impugnabili a norma dell'art. 2377 c.c.

In pratica, tuttavia, sembra che la norma troverà rara applicazione, se non per quel che concerne l'impugnativa della deliberazione con cui l'assemblea, pur essendovene i presupposti, decida di non distribuire dividendi alle azioni correlate. Infatti, la riforma di diritto societario ha privato l'autonomia privata del potere di riservare compiti gestionali all'assemblea (v. nuovo art. 2364, comma 1, n. 5, c.c.). La maggior

²⁸² F. Bonelli, *Gli amministratori di S.p.A.*, op. cit., p. 181.

parte delle deliberazioni potenzialmente in grado di influire sul valore aggregato delle azioni sembra coincidere, dunque, con quelle la cui efficacia è subordinata all'approvazione da parte dell'assemblea speciale ai sensi dell'art. 2376 c.c.

Potranno essere impugnate ex art. 2373 c.c. deliberazioni assembleari, sebbene approvate dall'assemblea speciale, lesive dell'interesse sociale. Mentre l'assemblea speciale potrebbe determinare l'inefficacia di deliberazioni dell'assemblea generale assolutamente conformi all'interesse sociale, ma lesive dell'interesse di categoria.

L'operatività dell'art. 2373 c.c. potrà presumibilmente assumere importante rilievo pratico nel caso in cui l'assemblea pur in presenza di utili distribuibili ai possessori delle azioni correlate, decida con il voto determinante delle altre categorie di azioni di destinare il risultato di esercizio all'autofinanziamento della società.

Possibilità la cui legittimità è subordinata al rispetto dei principi di parità di trattamento tra soci o categorie di azionisti e di buona fede e correttezza. A tal proposito si è osservato che l'assemblea chiamata ad approvare il bilancio *“dispone della porzione di utile delle correlate esclusivamente nel senso che potrà trattenerlo a fini di autofinanziamento, e nei limiti del principio di parità di trattamento tra soci o categorie di azionisti, cui aggiungerei il principio di buona fede e correttezza al fine di prevenire i conflitti derivanti dalla circostanza che, in assenza di specifica regolamentazione statutaria, la delibera di portare a nuovo gli utili di una determinata categoria di azioni sarà espressione della volontà delle altre categorie di azionisti”*²⁸³.

I principi di buona fede e correttezza, intesi come protezione degli affidamenti suscitati²⁸⁴, si porgono, si è detto, *“nel sistema come limite interno di ogni situazione giuridica soggettiva, attiva e passiva, contrattualmente attribuita, concorrendo, quindi alla relativa conformazione in senso ampliativo o restrittivo rispetto alla*

²⁸³ Così A. Paciello, *Le azioni correlate*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di C. Montagnani, Milano, 2004, p. 228.

²⁸⁴ Cfr. *ex multis* M. Bessone - A. D'Angelo, op. cit., p. 2; P. Rescigno, *Manuale di diritto privato italiano*, op. cit., p. 647; E. Betti, op. cit., p. 77.

*fisionomia apparente, per modo che l'ossequio della legalità formale non si traduca in sacrificio della giustizia sostanziale*²⁸⁵. In quanto tale la correttezza costituisce vera e propria “regola di governo della discrezionalità e ne vieta, quindi, l'abuso”²⁸⁶.

Il principio di correttezza impone, dunque, ai soci di maggioranza di esercitare i poteri ad essi attribuiti in materia di distribuzione dell'utile nel rispetto delle aspettative dei soci di minoranza. Ciò significa che l'eventuale utilizzo dell'utile di esercizio per l'autofinanziamento dell'impresa sarà consentito solo in quanto funzionale al raggiungimento dell'interesse sociale comune a tutti i soci. Di conseguenza, ove la delibera non sia strettamente giustificata dall'interesse sociale (*rectius*, l'autofinanziamento non sia funzionale alla massimizzazione del valore aggregato delle azioni) e sia possibile dimostrare una totale assenza di redditività del reinvestimento, potrà essere impugnata dai soci possessori di azioni correlate ai sensi e per gli effetti dell' art. 2373 c.c.²⁸⁷.

Anche ove dal reinvestimento potesse farsi derivare una qualche utilità economica, non per questo la deliberazione potrebbe sottrarsi all'impugnativa dei soci (di minoranza) titolari di azioni correlate. Potendosi in tale caso recuperare i risultati cui è giunta la giurisprudenza in materia di abuso di potere da parte della maggioranza²⁸⁸. Il reinvestimento non giustificato dall'interesse sociale in altri settori dell'attività sociale degli utili del comparto conduce, inevitabilmente, ad una sproporzionata diminuzione del valore delle azioni correlate a favore dell'aumento del valore delle altre categorie di azioni, determinando una situazione qualificabile (anche forse ove, per ipotesi, il valore complessivo delle azioni emesse non muti)

²⁸⁵ Così, da ultimo, Cass. 20 aprile 1994, n. 3775, in *Giustizia civile*, 1994, pp. 2159 ss., con nota di M.R. Morelli.

²⁸⁶ Cass. 20 aprile 1994, n. 3775, in *Giustizia civile*, 1994, pp. 2159 ss., con nota di M.R. Morelli. L'applicabilità delle regole di correttezza e buona fede al contratto di società è stata sancita dalla nota sentenza Cass. 26 ottobre 1995, n. 11151, in *Giurisprudenza commerciale*, 1996, II, pp. 329 ss. con commenti di P.G. Jaeger, C. Angelici, A. Gambino e R. Costi.

²⁸⁷ Cfr. D. Preite, op. cit., p. 159.

²⁸⁸ Sulla tematica dell'abuso di potere da parte della maggioranza cfr. A. Gambino, *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni*, Milano, 1987; M. Cassottana, *L'abuso di potere a danno della minoranza assembleare*, Milano, 1990; D. Preite, *L' "abuso" della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, 1992; D. Preite, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni*, op. cit.; F. Galgano, *Diritto commerciale. Le società*, Bologna, 2004, pp. 293 ss.

come abusiva, in cui la sindacabilità da parte del giudice costituisce “*il correttivo secondo buona fede di tale asimmetria*”²⁸⁹.

²⁸⁹ D. Preite, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni*, op. cit., p. 160.

BIBLIOGRAFIA

AA.VV., (Abriani N., Montalenti P., Mucciarelli G., Rossi G., Sacchi R.), *Una tavola rotonda sui vantaggi compensativi nei gruppi*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2002, 1, pp. 613 ss.

AA.VV., *La riforma del diritto societario. Società per azioni – azioni, società collegate e controllate, assemblee (artt. 2346-2379-ter c.c.)*, a cura di G. Lo Cascio, Milano, 2003.

ABBADESSA P., *L'assemblea nella s.p.a.: competenza e procedimento nella legge di riforma*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2004, supplemento al n. 3, pp. 545 ss.

ABRIANI N., *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *Rivista di diritto commerciale*, I, 2002, pp. 131 ss.

AGENZIA DELLE ENTRATE – Direzione centrale normativa e contenzioso – *Circolare del 20/12/2004 n. 53* – Oggetto: circolari IRES/6 – Il consolidato nazionale. Decreto legislativo 12 dicembre 2003, n. 344.

ALCHIAN A.A. – DESMEZ E., *Production, information costs, and economic organization*, in *American economic review*, 1972, pp. 777 ss.

ALESSI R., *I gruppi bancari*, in *La nuova disciplina dell'impresa bancaria*, a cura di U. Morera - A. Nuzzo, I, Milano, 1996.

ALI P.U. – STAPLEDON G., *Virtual flotations, tracking stocks and corporate governance*, in *18 Company and securities law journal*, 2000, pp. 429 ss.

AMERICAN LAW INSTITUTE, *Principles of corporate law, principles of corporate governance: analysis and recommendations*, St. Paul, Minnesota, 1994.

ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003.

ANGELICI C., *Le azioni*, in *Commentario diretto da P. Schlesinger*, Milano, 1992.

ANGELICI C., *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1987, I, pp. 16 ss.

ANGELONI S., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, Torino, 2005.

ANGIOLA N., *IFRS 8, Operating segments, riflessioni sui nuovi orientamenti*, Milano, 2007.

ANGIOLA N., *Imprese diversificate e informativa settoriale*, Torino, 2004.

ASCARELLI T., *Sui limiti statutarî alla circolazione delle partecipazioni azionarie*, in *Banca borsa titoli di credito*, 1953, I, pp. 53 ss.

ASSOCIAZIONE PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, Bologna, 2003.

BADER K., *Die bildung von sondervermögen als rechtspolitische alternative zu spartenaktien (tracking stocks)*, Baden-Baden, 2005.

BERETTA S., *Il controllo dei gruppi aziendali*, Milano, 1990.

BERLE A.A., *The theory of enterprise entity*, 47 *Columbia law review*, 1947, pp. 343 ss.

BERTINETTI G. - MANTOVANI G.M., *Premi al rischio di governance e comunicazione finanziaria dell'impresa*, in *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, a cura di V. Maggioni, L. Potito, R. Viganò, Bologna, 2009, pp. 425 ss.

BESSONE M. – D'ANGELO A., voce “*Buona fede*”, in *Enciclopedia giuridica* Treccani, Roma, 1988.

BETHEL J. – LIEBESKIND J.P., *Diversification and the legal organization of the firm*, in *9 Organization Science*, 1998, pp. 49 ss.

BETTI E., *Teoria generale delle obbligazioni*, I, Milano, 1953.

BIANCHI L.A., *Prime osservazioni in tema di capitale e patrimonio nelle società di capitali*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di P. Benazzo – S. Patriarca – G. Presti, Milano, 2003.

BIANCHI DI GIULIO L.G. – BRUNO F., *Dalle tracking shares alle azioni correlate: brevi riflessioni sull'esperienza domestica italiana*, in *Le società*, 2, 2009, pp. 137 ss.

BIGELLI M., *Le azioni di risparmio*, Bologna, 2003.

BILLETT M.T. – MAUER D.C., *Diversification and the value of internal capital markets: the case of tracking stocks*, in *24 Journal of banking and finance*, 2000, pp. 1460 ss.

BILLETT M.T. - VIJH A., *The market performance of tracking stocks*, University of Iowa, February 2001.

BINI M., *I principi contabili internazionali fra rilevanza economica e rappresentazione fedele*, *Atti del convegno internazionale di studi. Venezia*, a cura di P. Balzarini, G. Carcano e M. Ventoruzzo, in *Rivista delle società*, 2007, pp. 111 ss.

BIONE M., *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, II, 1, III edizione, Torino, 1991.

BISOGNI G.B., *La derivative action nel sistema di governo della public corporation*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1996, I, pp. 191 ss.

BOCCHINI E., *Manuale di diritto della contabilità delle imprese*, Torino, 1995.

BONELLI F., *Gli amministratori di S.p.A.*, Milano, 2004.

BONELLI F., *La responsabilità degli amministratori*, Milano, 1992.

BONELLI F., GIACCARDI MARMO L., CURSIO L., nota a Tribunale di Roma, 18 marzo 1982, in *Giurisprudenza commerciale*, 1983, II, pp. 592 ss.

BORSA ITALIANA S.P.A., *Codice di autodisciplina*, redatto dal Comitato per la corporate governance delle società quotate, marzo 2006.

BORSA ITALIANA S.P.A., *Riforma del diritto societario. Osservazioni sulle bozze dei decreti legislativi 2 dicembre 2002*, in *Rivista delle società*, 2002, p. 1568.

BRADLEY M. – SCHIPANI C.A. – SUNDARAM A.K. – WALSH J.P., *The purposes and accountability of the corporation in contemporary society: corporate governance at a crossroads*, in *Law and Contemporary Problems*, Vol. 62, n. 3, 1999.

BRUNI G., *Contabilità del valore per “aree strategiche d'affari”*, Torino, 1999.

BUONOCORE V., *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1959.

BUTTARO L., *Recensione a G. Frè, Società per azioni*, in *Rivista trimestrale di diritto processuale civile*, 1954, pp. 1065 ss.

CAMPBELL R.B. jr., *Corporate fiduciary principles for the post-contractarian era*, 1996, leggibile all'url <http://www.law.fsu.edu/journals/lawreview/frames/233/campfram.html>

CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale. Diritto delle società*, II, V edizione, Torino, 2002.

CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale. Diritto delle società*, II, VII edizione, Torino, 2009.

CARANO C., *Responsabilità per direzione e coordinamento di società*, in *Rivista di diritto civile*, 2004, II, pp. 435 ss.

CARIELLO V., *Direzione e coordinamento di società e responsabilità: spunti interpretativi iniziali per una riflessione generale*, in *Rivista delle società*, 2003, pp. 1229 ss.

CARIELLO V., *Primi appunti sulla c.d. responsabilità da attività di direzione e coordinamento di società*, in *Rivista di diritto civile*, 2003, II, pp. 331 ss.

CARNELUTTI F., *Sul concetto di reclamo giudiziario contro il bilancio finale di liquidazione nelle società anonime*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1912, II, pp. 655 ss.

CASSANDRO P.E., *I gruppi aziendali*, Bari, 1962.

CASSOTTANA M., *L'abuso di potere a danno della minoranza assembleare*, Milano, 1990.

CERCONE R., *Le procedure per la crisi dei gruppi bancari*, in G. Boccuzzi, *La crisi dell'impresa bancaria*, Milano, 1998, pp. 361 ss.

CESCON F., *Rilevazioni e determinazioni quantitative d'azienda. Logiche di contabilità generale, principi economici e bilancio*, Milano, 2004.

CHANDLER A.D. jr., *Dimensione e diversificazione*, Bologna, 1994.

CHEMMANUR T. – PAEGLIS I., *Why issue tracking stocks? Insights from a comparison with spin-offs and carve-outs*, in *14 Journal of Applied Corporate Finance*, 2001, pp. 102 ss.

COB, *L'introduzione en France d'actions traçant. Rapport du groupe de travail preside par René Barbier de la Serre*, luglio 2000.

COLAVOLPE A., *La nuova disciplina delle categorie di azioni*, in *Le società*, 2003, pp. 1596 ss.

COLOMBO E., *Il bilancio di esercizio della società per azioni*, Padova, 1965.

COLOMBO G., *I principi contabili internazionali, capitale e patrimonio netto*, *Atti del convegno internazionale di studi. Venezia*, a cura di P. Balzarini, G. Carcano e M. Ventrone, in *Rivista delle Società*, 2007, pp. 81 ss.

COLOMBO G.E., *Contabilizzazione del dividendo nell'esercizio di maturazione dell'utile*, in *Le società*, 1996, pp. 1227 ss.

COLOMBO G.E., *La disciplina contabile dei patrimoni destinati: prime considerazioni*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2004, pp. 30 ss.

COLONNELLI DE GASPERIS M., *International m&a and joint ventures*, in *The international lawyer*, 2009, 43, 2, pp. 367 ss.

CONSOB, *Comunicazione n. SOC/RM/94004765* dell'11 maggio 1994 e *Comunicazione n. DAC/RM/95002194* del 16 marzo 1995.

CORSI F., *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2003, I, pp. 414 ss.

COSTA C., nota a Trib. Milano, 15 luglio 1982, in *Banca e borsa*, 1983, II, pp. 474 ss., *Conversione di azioni privilegiate a voto limitato in ordinarie: assemblee speciali, poteri e limiti*

COSTA C., *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, III, t. 2, Torino, 1993, pp. 536 ss.

COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010.

COSTI R., *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2007.

COURET A. - LE NABASQUE H., *Valeurs mobilières – Augmentations de capital: nouveau régime (relié)*, Parigi, 2004.

D'ATTORRE G., *Il principio di uguaglianza tra i soci nelle società per azioni*, Milano, 2007.

D'SOUZA J. – JACOB J., *Why firms issue targeted stocks*, in *56 Journal of financial economics*, 2000, pp. 459 ss.

DALLOCCHIO M., *Corporate finance. Managing corporate decisions*, Milano, 1996.

DE ACUTIS M., *Il finanziamento dell'impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli altri "altri strumenti finanziari partecipativi"*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, 2003, II, pp. 361 ss.

DE BIASI P., *"Burro e cannoni": le alphabet stock*, in *Le società*, 2002, pp. 815 ss.

DE BIASI P., *Patrimoni separati e alphabet stock, nuove norme e vecchi problemi*, in *Vita notarile*, 2003, pp. 467 ss.

DE BIASI P., *Sull'attività di direzione e coordinamento di società*, in *Le società*, 2003, pp. 946 ss.

DE CALIGNON G., *Les actions reflète d'Alcatel Optronics cotées le 20 octobre à Paris et au Nasdaq*, in *La Tribune*, 21 settembre 2000.

DE FERRA G., *La responsabilità sociale dell'impresa*, in *Rivista delle società*, 2008, pp. 354 ss.

DE FERRA G., *Manuale di diritto fallimentare*, Milano, 1998.

DENOZZA F., *Rules vs. standards nella disciplina dei gruppi: l'inefficienza delle compensazioni "virtuali"*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2000, I, pp. 337 ss.

DI SABATO F., *Strumenti di partecipazione a specifici affari con patrimoni separati e obbligazioni sottoscritte dagli investitori finanziari*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2004, pp. 13 ss.

DODD E.M., *For whom are corporate managers trustees?*, in *45 Harvard law review*, 1932, pp. 1445 ss.

DONATIVI V., *"Impresa" e gruppo nella legge antitrust*, Roma, 1995.

DONNA G., *L'impresa multi business. La diversificazione crea o distrugge valore?*, Milano, 2003.

EASTERBROOK F.H. – FISCHEL D.R., *The corporate contract*, in 89 *Columbia law review*, 1989, pp. 1416 ss.

ECCHIA S., *La destinazione dell'utile nelle società per azioni*, Padova, 1985.

ELDER J. –JAIN P. – KIM J., *Do tracking stocks reduce information asymmetries? An analysis of liquidity and adverse selection*, in *ssrn.com*, 2004.

ENRIQUES L., *Capitale, azioni e finanziamento della società europea: quando meno è meglio*, in *Rivista delle società*, 2003, pp. 375 ss.

ENRIQUES L., *Gruppi di società e gruppi di interesse*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di P. Benazzo – S. Patriarca – G. Presti, Milano, 2003, pp. 247 ss.

ENRIQUES L., *Vaghezza e furore. Ancora sul conflitto d'interessi nei gruppi di società in vista dell'attuazione della delega per la riforma del diritto societario*, in Associazione Preite, *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002, pp. 247 ss.

FAMA E.E. – MILLER M.H., *The theory of finance*, New York, 1972.

FANNI M., *La segmentazione dei mercati finanziari*, Progetto strategico “L'Italia e l'Europa: governance e politiche per lo sviluppo economico e sociale”, paper CNR 2001.

FANNI M., *Manuale di finanza dell'impresa*, Milano, 2000.

FAVA I., *I gruppi di società e la responsabilità da direzione unitaria*, in *Le società*, 2003, pp. 1197.

FERRARINI G., *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Rivista delle società*, 2002, pp. 473 ss.

FERRI G. jr., *Il finanziamento societario: profili di qualificazione*, in *Rivista del notariato*, 2002, I, pp. 309 ss.

FERRO-LUZZI P., *I patrimoni “dedicati” e i “gruppi” nella riforma societaria*, in *Rivista del notariato*, 2002, I, pp. 271.

FERRO-LUZZI P., *Indicazione negli atti e nella corrispondenza circa la soggezione della società a direzione e coordinamento di altra società*, in *Dircomm.it*, 2004, n. 4.

FIGA'-TALAMANCA G., *Bilanci e organizzazione dei poteri dispositivi sul patrimonio sociale*, Milano, 1997.

FIGA'-TALAMANCA G., *Il valore nominale delle azioni*, Milano, 2001.

FIGONE A., *Limiti statutari alla circolazione delle azioni*, in *Le società*, 1997, pp. 1034 ss.

FIMMANO' F., *Le destinazioni industriali dei patrimoni destinati*, in *Rivista di diritto privato*, 2004, pp. 5 ss.

FONDAZIONE ARISTEIA, *Direzione e coordinamento di società nella riforma del diritto societario*, documento n. 35, ottobre 2003.

FORMICA C., *Commento agli artt. 2346-2353*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, pp. 179 ss.

FRANZONI M., *Gli amministratori e i sindaci*, Torino, 2002.

FRE' G. – SBISA' G., *Società per azioni*, Bologna, 1997.

FUCHS A., *Tracking Stock*, ZGR, 2003.

GALGANO F., *Artt. 2497 – 2497-septies. Direzione e coordinamento di società*, Bologna, 2005.

GALGANO F., *Circolazione delle partecipazioni azionarie all'interno dei gruppi di società*, in *Contratto e impresa*, 1986, pp. 357 ss.

GALGANO F., *Diritto commerciale. Le società*, Bologna, 2004.

GALGANO F., *I gruppi di società*, Torino, 2001.

GALGANO F., *I gruppi nella riforma delle società di capitali*, in *Contratto e impresa*, 2002, pp. 1015 ss.

GALGANO F., *Il nuovo diritto societario*, Padova, 2003.

GALGANO F., *Il punto sulla giurisprudenza in materia di gruppi di società*, in *Contratto e impresa*, 1991, pp. 902 ss.

GALGANO F., *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, 2005.

GALGANO F., *Responsabilità degli amministratori della società controllante*, in *Fallimento*, 1995, pp. 553 ss.

GAMBINO A., *Il finanziamento dell'impresa sociale nella riforma*, in *Rivista del notariato*, 2002, I, pp. 279 ss.

GAMBINO A., *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni*, Milano, 1987.

GAMBINO A., *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2002, pp. 641 ss.

GIANNI F., *La nuova struttura finanziaria delle s.p.a.: la disciplina delle nuove tipologie di azioni e degli strumenti finanziari*, Atti del convegno Paradigma, Milano 3.-4.4.2003.

GLOVER S.I., *The tracking stock company's board of directors*, in *4 M&A Law*, 2001, pp. 27 ss.

GOOLD M. – CAMPBELL A., *Corporate-level strategy: creating value in the multibusiness company*, New York, 1994.

GOOLD M. – CAMPBELL A., *Strategies and styles: the role of the centre in managing diversified corporations*, Oxford, 1990.

GREENWALD B., in *New York Times*, 12 luglio 1994.

GUIZZI A., *Eterodirezione dell'attività sociale e responsabilità per mala gestio nel nuovo diritto dei gruppi*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2003, I, pp. 439 ss;

GUIZZI A., *La responsabilità della controllante per non corretto esercizio del potere di direzione e coordinamento*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, a cura di G. Scognamiglio, Milano, 2003.

GUIZZI A., *Patrimoni separati e gruppi di società. Articolazione dell'impresa e segmentazione del rischio: due tecniche a confronto*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2003, I, pp. 639 ss.

GUYON Y., *Les tracking stocks*, *Mélanges AEDBF-France III*, Hubert de Vauplane et Jean-Jacques Daigre, 2001, pp. 183 ss.

HASS J.J., *Directorial fiduciary duties in a tracking stock equity structure: the need for duty of fairness*, in *94 Michigan law review*, 1996, pp. 2089 ss.

HASS J.J., *How quantum, DLJ and Ziff-Davis are keeping on track with "tracking stock"*, settembre 1999, in <http://papers.ssrn.com>.

HAWTHORNE B.N. – TEBBE A.M., *Tracking stock: terms, methods of issuance, advantages and disadvantages*, in *PLI Corporate Law and Practice Course Handbook Series*, 2001, pp. 249 ss.

HOLZMILLER E., in *La Settimana Fiscale*, n. 4/2006, pp. 32 ss.

HOPT K., *Groups of companies legal elements and policy decisions in regulating groups of companies*, in *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, AA.VV., Milano, 1993, pp. 727 ss.

HU H.T.C., *New financial products, the modern process of financial innovation and the puzzle of shareholder welfare*, *Texas law review*, 1991, pp. 1312 ss.

IRACE A., *Commento agli artt. 2497 e ss.*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli - V. Santoro, Torino, 2003, 3, pp. 314 ss.

JACOBS G. – MACOURS K., *Tracking stock: a European perspective*, in *8 Journal of international banking and financial law*, 2001, pp. 372 ss.

JAEGER P.G., *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2000, I, pp. 811 ss.

JAEGER P.G., ANGELICI C., GAMBINO A., COSTI R., nota a Cass. 26 ottobre 1995, n. 11151, in *Giurisprudenza commerciale*, 1996, II, pp. 329 ss.

JENSEN M.C. – MECKLING W.H., *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, 3 *Journal of Financial Economics*, 1976, pp. 305 ss.

LAMANDA C., *La vigilanza sul gruppo*, in *Banca impresa società*, 1992, pp. 369 ss.

LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2003, pp. 528 ss.

LAMANDINI M., *Società di capitali e struttura finanziaria: spunti per la riforma*, in *Rivista delle società*, 2002, pp. 139 ss.

LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001.

LEVINSON A., *An old corporate finance technique gains new currency - and controversy*, in *Strategic Finance*, 9, 2000, pp. 63 ss.

LIBONATI B., *Amministratori e bilancio: il principio della verità dei bilanci*, in *Rivista delle società*, 1969, pp. 479 ss.

LIEBESKIND J.P., *Internal capital markets: benefits, costs, and organizational arrangements*, in 11 *Organization Science*, 2000, pp. 58 ss.

LOGUE D.E. – SEWARD J.K. –WALSH J.P., *Rearranging residual claims: a case for targeted stocks*, in *Financial Management*, Spring, 1996, pp. 43 ss.

MAGLIULO F., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004.

MANTOVANI G.M., *Rischio e valore dell'impresa*, Milano, 1998.

MANZO G. – SCIONTI G., *Patrimoni dedicati e azioni correlate: "cellule" fuori controllo?*, in *Le società*, 2003, pp. 1329 ss.

MARANO P., *Mercati di capitali e strumenti finanziari nel nuovo diritto societario*, in *Rivista di diritto privato*, 2003, pp. 755 ss.

MARCHETTI C., *La "nexus of contracts" theory*, Milano, 2000.

MARCHETTI P., *Conversione automatica al momento della quotazione di azioni di altra categoria in azioni di risparmio: uno statuto*, in *Rivista delle società*, 1984, pp. 1042 ss.

MARCHETTI P., *Profili di diritto societario*, in *Spontaneità del mercato e regole giuridiche. Il Ruolo del notaio. Relazioni al XXXIX congresso nazionale del notariato*, Milano, 10-13 ottobre 2002, coordinatore Piero Schlesinger.

MARRISON, *Tracking stock*, in *International company and commercial law review*, 2000, 11(7), pp. 235 ss.

MARSHALL J., in *Trustees of Darmouth College v. Woodward*, 17 U.S. 518, 1819.

MARTORANO F., *Commento all'art. 2350 c.c.*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli – V. Santoro, Torino, 2003, pp. 144 ss.

MASI P., *Articolazioni dell'iniziativa economica e unità dell'imputazione giuridica*, Napoli, 1985.

MAUGERI M., *Sulle competenze "implicite" dell'assemblea nella società per azioni*, in *Rivista di diritto societario*, 2007, pp. 86 ss.

MELIS G. – MELIS A. – PILI A., *I postulati della prudenza e della competenza nella redazione del bilancio di esercizio: normativa italiana e principi contabili IASB*, in *L'analisi degli effetti sul bilancio dell'introduzione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS*, AA.VV., I, Roma, 2007, pp. 89 ss.

MESSINEO F., *Valore giuridico delle "poste" di bilancio di società per azioni e delle registrazioni nei libri sociali*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1955, pp. 152 ss.

MESSINEO R., *Tracking stock*, 1 marzo 2001, leggibile all'url <http://www.practicallaw.com/7-101-3885>.

MIGNOLI A., *L'interesse sociale*, in *Rivista delle società*, 1958, pp. 748 ss.

MIGNOLI A., *La nozione di categoria e le categorie di azioni ai sensi degli artt. 2348 e 2376 c.c.*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1953, I, pp. 456 ss.

MIGNOLI A., *Le assemblee speciali*, Milano, 1960.

MIGNONE G., *Commento all'art. 2350 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino, G. Bonafede, O. Cagnasso, P. Montalenti, Torino, 2004, pp. 301 ss.

MIGNONE G., *"Tracking shares" e "Actions reflet" come modelli per le nostre "azioni correlate"*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2003, pp. 610 ss.

MILLON D., *Theories of the corporation*, 193 *Duke law journal*, 1990, pp. 217 ss.

MINERVINI G., *Cronache della grande impresa*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2004, I, pp. 896 ss.

MINERVINI G., *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956.

MINERVINI G., *Su di una particolare funzione del bilancio delle società per azioni*, in *Rivista delle società*, 1956, pp. 723 ss.

MONTALENTI P., *Gruppi e conflitto di interessi nella legge delega per la riforma del diritto societario*, in *Verso un nuovo diritto societario*, a cura di P. Benazzo – F. Ghezzi – S. Patriarca, Bologna, 2002.

MORELLI M.R., nota a Cass. 20 aprile 1994, n. 3775, in *Giustizia civile*, 1994, pp. 2159 ss.

NEW YORK STATE BAR ASSOCIATION, *Tax section corporations committee and reorganizations committee report regarding “tracking stocks” arrangements*, in 43 *Tax law review*.

NIUTTA A., *La novella del codice civile in materia societaria: luci ed ombre della nuova disciplina sui gruppi di società*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2003, I, pp. 373 ss.

NIUTTA A., *La nuova disciplina delle società controllate: aspetti normativi dell'organizzazione del gruppo di società*, in *Rivista delle società*, 2003, pp. 780 ss.

NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2003, pp. 542 ss.

NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in *Il nuovo ordinamento delle società*, AA.VV., Milano, 2003, pp. 591 ss.

NOTARI M., *Commento all'art. 145*, in *Codice commentato delle S.p.A.*, diretto da G. Fauceglia e G. Schiano di Pepe, Milano, 2007, pp. 1565 ss.

NOTARI M., *Diritti "particolari" dei soci e categorie "speciali" di partecipazioni*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2003, pp. 325 ss.

NOTARI M., *Disposizioni generali delle società per azioni. Conferimenti. Azioni*, in *Diritto delle società di capitali*, Milano, 2003, pp. 144 ss.

ONIDA P., *Economia d'azienda*, Torino, 1987.

PACIELLO A., *La struttura finanziaria della società per azioni e tipologia dei titoli rappresentativi del finanziamento*, in *Rivista di diritto commerciale*, I, 2002, pp. 155 ss.

PACIELLO A., *Le azioni correlate*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di C. Montagnani, Milano, 2004, pp. 219 ss.

PANZANI L., *L'azione di responsabilità ed il coinvolgimento del gruppo di imprese dopo la riforma*, in *Le società*, 2003, pp. 1477 ss.

PARDOLESI R. – PATRONI GRIFFI U., *I gruppi di società tra anomia e "corporate governance": appunti di diritto comparato*, in *Foro italiano*, 1997, V, pp. 6 ss.

PATRONI GRIFFI A., *Il controllo giudiziario sulle società per azioni*, Napoli, 1971.

PATRONI GRIFFI U., *"Fiduciary duties" e gruppi di società*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1994, I, pp. 886 ss.

PATRONI GRIFFI U., *Governo e responsabilità nei gruppi di imprese*, Zurigo, 2000.

PATRONI GRIFFI U., *Le azioni correlate*, in *Diritto dell'impresa e del mercato*, a cura di G. Alpa, U. Belviso, R. Pardolesi e M. Sandulli, Napoli, 2005.

PATTI S., “*Direzione e coordinamento di società*”: *brevi spunti sulla responsabilità della capogruppo*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, 2003, II, pp. 357 ss.

PAVONE LA ROSA A., *Brevi osservazioni in tema di limiti statuari alla circolazione delle azioni*, in *Rivista delle società*, 1997, pp. 63 ss.

PAVONE LA ROSA A., *Nuovi profili della disciplina dei gruppi societari*, in *Rivista delle società*, 2003, pp. 765 ss.

PENNISI R., *Il Nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino 2007, pp. 137 ss.

PERASSI M., *Gruppi societari e bancari. Brevi riflessioni sui progetti di riforma del diritto societario*, in *Verso un nuovo diritto societario*, a cura di P. Benazzo – F. Ghezzi – S. Patriarca, Bologna, 2002, pp. 263 ss.

PERASSI M., *La disciplina del gruppo bancario fra controllo di vigilanza e riflessi di diritto sostanziale*, in *La disciplina dei gruppi di imprese: il problema oggi*, AA.VV., Milano, 1997, pp. 292 ss.

PERNA R., PISANTI C., ZAMBONI-GARAVELLI P., (voce) *Composizione*, in *La nuova legge bancaria*, a cura di P. Ferro-Luzzi - G. Castaldi, Milano, 1996, pp. 1033 ss.

PICONE L., *Commento all'art. 2506-bis*, in *Commentario P. Marchetti – L.A. Bianchi*, 2006, pp. 1098 ss.

PINES M., *International business asymmetries in an enlarging environment*, in *Economic integration prospects and dilemmas*, a cura di Andrej Kumar, Vinko Kandžija et al., Lubiana, 2007, pp. 374 ss.

PIRAS A., *Collegamenti tra società e tipificazione dell'impresa di gruppo*, in *La riforma delle società di capitali in Italia*, AA.VV., Milano, 1968, vol. III, pp. 1150 ss.

PISANI MASSAMORMILE A., *Azioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Rivista delle società*, 2003, pp. 1268 ss.

PIVATO S., Presentazione a E. Corvi, *Il gruppo nell'economia dell'azienda industriale*, Milano, 1989.

PORTALE G.B., *Conversione automatica al momento della quotazione di azioni di altra categoria in azioni di risparmio*, in *Rivista delle società*, 1986, pp. 573 ss.

PORTALE G.B., *Dal capitale "assicurato" alle tracking stocks*, in *Rivista di diritto societario*, 2002, pp. 159 ss.

PORTALE G.B., *Rapporti tra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. II, 2006, pp. 6 ss.

POSNER R.A., *Economic analysis of law*, Boston-Toronto, 1986.

PREITE D., *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino 1993, pp. 27 ss.

PREITE D., *L' "abuso" della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, 1992.

QUAGLI A., *Le nuove regole per l'informativa di segmento (International Financial Reporting Standard n. 8 – Operating segments)*, in *Revisione Contabile*, n. 73/2006, pp. 23 ss.

RABITTI-BEDOGNI C., *Patrimoni dedicati*, intervento alla giornata di studio di Roma, 26 gennaio 2002, in *Rivista del notariato*, 2002, I, pp. 1121 ss.

RAJAN R. – SERVAES H. – ZINGALES L., *The cost of diversity: the diversification discount and inefficient investment*, in *55 The journal of finance*, 2000, pp. 35 ss.

RESCIGNO M., *Eterogestione e responsabilità nella riforma delle società di capitali fra aperture e incertezze: una prima riflessione*, in *Le società*, 2003, pp. 331 ss.

RESCIGNO P., *Manuale di diritto privato italiano*, Napoli, 1977.

RESCIO G.A., *Distribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti effettuati dai soci di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di P. Benazzo – S. Patriarca – G. Presti, Milano, 2003.

RISPOLI FARINA M., *Nota in tema di vigilanza sui gruppi creditizi*, in AA.VV., *Dall'ente pubblico creditizio alla società per azioni*, Napoli, 1993, pp. 296 ss.

ROGGI O., *Valore e prezzo nelle public utilities europee: leve di convergenza*, in *Management delle utilities*, 2002, 2.

ROGGI O., *Valore intrinseco e prezzo di mercato nelle operazioni di finanza straordinaria. Un'analisi sulle public utilities*, Milano, 2003.

ROMANCHEK R.A. – RICAURTE M.E., *Executive compensation: tracking stock and venture capital plans*, in *Journal of Compensation and Benefits*, 5-6/2001.

ROSSI G., *Il fenomeno dei gruppi ed il diritto societario: un nodo da risolvere*, in AA.VV., *I gruppi di società*, Milano, 1996.

SACCHI R., *Sulla responsabilità da direzione e coordinamento nella riforma delle società di capitali*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2003, I, pp. 661 ss. e in *Le società*, 2004.

SALAFIA V., nota a Trib. Genova, 15 gennaio 1994, *Conversione di azioni di risparmio in ordinarie*, in *Le società*, 1994, pp. 527 ss.

SALAFIA V., *La responsabilità della holding nei confronti dei soci di minoranza delle controllate*, in *Le società*, 2003, pp. 390 ss.

SALAMONE L., *Il finanziamento dei patrimoni destinati a "specifici affari"*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2006, pp. 235 ss.

SALAMONE L., *Sui patrimoni destinati a specifici affari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di C. Montagnani, Milano, 2004, pp. 97 ss.

SALANITRO N., *L'invalidità delle deliberazioni*, Milano, 1965.

SANDULLI M. – SANTORO V., *Commentario M. Sandulli – V. Santoro*, Appendice, Torino, 2003.

SANTORO V., *La responsabilità contrattuale*, Padova, 1992.

SANTOSUOSSO D.U., *La riforma del diritto societario. Autonomia privata e norme imperative nei DD.Lgs. 17 gennaio 2003, nn. 5 e 6*, Milano, 2003.

SBISA' G., *Responsabilità della capogruppo e vantaggi compensativi*, in *Contratto e impresa*, 2003, pp. 591 ss.

SCHARFSTEIN D. – STEIN J., *The dark side of internal capital markets: divisional rent seeking and inefficient investment*, in *55 The journal of finance*, 2000, pp. 2537 ss.

SCHIANO DI PEPE G., *Il diritto di recesso nei gruppi*, in *Le società*, 2003, pp. 1205 ss.

SCHICK J.J., *Toward transaction-specific standards of directorial fiduciary duty in the tracking-stock context*, in *75 Washington law review*, 2000, pp. 1265 ss.

SCHNORBUS Y., *Tracking stock in Germany: is German corporate law flexible enough to adopt American financial innovations?*, *22 University of Pennsylvania Journal of International Economic Law*, 2001, pp. 541 ss.

SCOGNAMIGLIO G., *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, Torino, 1996.

SCOGNAMIGLIO G., *I gruppi e la riforma del diritto societario: prime riflessioni*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2003, pp. 577 ss.

SCOGNAMIGLIO G., *Le scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo II, 2, 2004, pp. 32 ss.

SCOTT K. E., *Corporation law and the American law institute corporate governance project*, *35 Stanford law review*, 1983, pp. 929 ss.

SEC – Division of corporate finance, *Current accounting and disclosure issues. Disclosure about “targeted stocks”*, 30 giugno 2000, in www.sec.gov.

SEC - Division of corporate finance, *Disclosure about “targeted stock”, current accounting and disclosure issues*, 30 giugno 2000, in www.sec.gov.

SERAFINI S., *Le azioni correlate e i diritti patrimoniali sui risultati del settore*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2005, pp. 787 ss.

SFAMENI P., *Commento all’art. 2350*, in *Commentario alla riforma del diritto societario*, coordinato da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano 2005, pp. 263 ss.

SFAMENI P., *Perdita del capitale e bilancio straordinario*, Milano, 2004.

SHERREIK S., *Tread carefully when you buy tracking stocks*, in *Business week*, 6 marzo 2000, pp. 182 ss.

SHISHIDO Z., *Reform in Japanese law and corporate governance: current changes in historical perspective*, in *American journal of comparative law*, 2001, pp. 653 ss.

SIMONETTO E., *Dividendi e acconti dividendo*, Padova, 1962.

SLOAN A., *New stock concocted to boost USX and please Ichan*, in *The Connecticut law tribune*, 29 aprile 1991.

SMITH T.A., *The efficient norm for corporate law: a neotraditional interpretation of fiduciary duty*, in *Michigan law review*, 1999, pp. 262 ss.

SPADA P., *C’era una volta la società...*, in *Rivista del notariato*, 2004, pp. 1 ss.

SPOLIDORO M.S., *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma della società di capitali*, in *Diritto banca e mercati finanziari*, 2003, I, pp. 205 ss.

STAGNO D'ALCONTRES A., *Commento all'art. 2350 c.c.*, in *Commentario alle società di capitali*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Vol. 1, 2004, pp. 298 ss.

STAGNO D'ALCONTRES A., *Commento all'art. 2376 c.c.*, in *Commentario alle società di capitali*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Vol. 1, 2004, pp. 541 ss.

STANGHELLINI L., *Limiti statutarî alla circolazione delle azioni*, Milano, 1997.

STEINBERGER E.H. – HASS J.J., *Introduction to tracking stocks*, in *PLI corporate law and practice course handbook series*, 1993, pp. 525 ss.

TEDESCHI F., *Sulla conversione delle azioni di risparmio in azioni ordinarie*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1978, I, pp. 598 ss.

TÉZENAS DU MONTCEL A., *Les "tracking stocks"*, *Memoire de 3me année*, Université Paris II-Oanthéon-Assas, 2000, pp. 61 ss.

THIEL S., *Spartenaktien deutsche aktiengesellschaften*, Köln, 2002.

TOMBARI U., *Azioni di risparmio e strumenti ibridi partecipativi*, Firenze, 2000.

TOMBARI U., *Il gruppo di società*, Torino, 1997.

TOMBARI U., *La nuova disciplina dei gruppi di società*, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di P. Benazzo – S. Patriarca – G. Presti, Bologna, 2004.

TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Rivista delle società*, 2004, pp. 1082 ss.

TOMBARI U., *Nuovi strumenti di finanziamento nella s.p.a.: gli strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali ed amministrativi (art. 4, comma 6, lettera c) – Intervento convegno Firenze, 2 giugno 2000*, in www.associazionepreite.it.

TOMBARI U., *Riforma del diritto societario e gruppo di imprese*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2004, I, pp. 61 ss.

TONNER M., *Tracking Stocks*, Koln, 2002.

TRANTIS G.G., *Organizations as internal capital markets: the legal boundaries of firms, collateral, and trusts in commercial and charitable enterprises*, in 117 *Harvard law review*, 2004, pp. 1102 ss.

USEEM J., *Tracking the tracking stock*, giugno 2000, in www.business2.com.

VALZER A., *Il potere di direzione e coordinamento di società tra fatto e contratto*, in *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 3, 2007, pp. 850 ss.

VIANDIER A., *Les actions de préférence (ordonnance n. 2004-604 du 24 juin 2004, article 31)*, in *JCPE semaine juridique edition entreprise*, n. 40, 30 settembre 2004, pp. 142 ss.

VIANDIER A., *Les actions reflet*, in *Revue de Jurisprudence de Droit des Affaires*, 2001, *Chronique*, pp. 3 ss.

VICARI A., *Gli azionisti nella fusione di società*, 2004, Milano.

WEIGMANN R., *Luci ed ombre del nuovo diritto azionario*, in *Diritto commerciale e societario*, 2003, pp. 276 ss.

ZANONI A., *Commento all'art. 2350*, in *Codice commentato della S.p.A.*, a cura di G. Fauceglia e G. Schiano di Pepe, Torino, 2006, I, pp. 201 ss.

ZOPPINI A., *Autonomia e separazione del patrimonio nella prospettiva dei patrimoni separati della società per azioni*, in *Rivista di diritto civile*, 2002, pp. 545 ss.