

## DECLARATORIA SULLA TESI DI DOTTORATO

Il/la sottoscritto/a

COGNOME

Monda

NOME

Stefania

Matricola di iscrizione al Dottorato

1288042

Titolo della tesi:

Dalle tracking stocks alle azioni correlate.

Autonomia negoziale, limiti legali ed esperienza applicativa.

Dottorato di ricerca in

Diritto dell'impresa

Ciclo

XXIII

Tutor del dottorando Prof. Marco Ventoruzzo

Anno di discussione 2012

## DICHIARA

sotto la sua responsabilità di essere a conoscenza:

- 1) che, ai sensi del D.P.R. 28.12.2000, N. 445, le dichiarazioni mendaci, la falsità negli atti e l'uso di atti falsi sono puniti ai sensi del codice penale e delle Leggi speciali in materia, e che nel caso ricorressero dette ipotesi, decade fin dall'inizio e senza necessità di nessuna formalità dai benefici previsti dalla presente declaratoria e da quella sull'embargo;
- 2) che l'Università ha l'obbligo, ai sensi dell'art. 6, comma 11, del Decreto Ministeriale 30 aprile 1999 prot. n. 224/1999, di curare il deposito di copia della tesi finale presso le Biblioteche Nazionali Centrali di Roma e Firenze, dove sarà consentita la consultabilità, fatto salvo l'eventuale embargo legato alla necessità di tutelare i diritti di enti esterni terzi e di sfruttamento industriale/commerciale dei contenuti della tesi;
- 3) che il Servizio Biblioteca Bocconi archiverà la tesi nel proprio Archivio istituzionale ad Accesso Aperto e che consentirà unicamente la consultabilità on-line del testo completo (fatto salvo l'eventuale embargo);

4) che per l'archiviazione presso la Biblioteca Bocconi, l'Università richiede che la tesi sia consegnata dal dottorando alla Società NORMADEC (operante in nome e per conto dell'Università) tramite procedura on-line con contenuto non modificabile e che la Società Normadec indicherà in ogni piè di pagina le seguenti informazioni:

- tesi di dottorato (titolo *tesi*) .....Dalle tracking stocks alle azioni correlate.  
.....Autonomia negoziale, limiti legali ed esperienza applicativa..... ;
- di (cognome e nome del dottorando)  
.....Monda...Stefania..... ;
- discussa presso l'Università commerciale Luigi Bocconi – Milano nell'anno  
...2012..... (*anno di discussione*);
- La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore (legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche). Sono comunque fatti salvi i diritti dell'Università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte;

5) che la copia della tesi depositata presso la NORMADEC tramite procedura on-line è del tutto identica a quelle consegnate/inviare ai Commissari e a qualsiasi altra copia depositata negli Uffici dell'Ateneo in forma cartacea o digitale e che di conseguenza va esclusa qualsiasi responsabilità dell'Ateneo stesso per quanto riguarda eventuali errori, imprecisioni o omissioni nei contenuti della tesi;

6) che il contenuto e l'organizzazione della tesi è opera originale realizzata dal sottoscritto e non compromette in alcun modo i diritti di terzi (legge 22 aprile 1941,

n.633 e successive integrazioni e modifiche), ivi compresi quelli relativi alla sicurezza dei dati personali; che pertanto l'Università è in ogni caso esente da responsabilità di qualsivoglia natura, civile, amministrativa o penale e sarà dal sottoscritto tenuta indenne da qualsiasi richiesta o rivendicazione da parte di terzi;

7a) che la tesi di dottorato non è il risultato di attività rientranti nella normativa sulla proprietà industriale, non è stata prodotta nell'ambito di progetti finanziati da soggetti pubblici o privati con vincoli alla divulgazione dei risultati; non è oggetto di eventuali registrazioni di tipo brevettale o di tutela, e quindi non è soggetta a embargo;

Data 28-01-2012

F.to (indicare nome e cognome) \_\_\_\_\_

**Dalle tracking stocks alle azioni correlate.**

**Autonomia negoziale, limiti legali ed esperienza applicativa.**

**Stefania Monda**

**Phd student – Diritto dell'impresa – PhD in Law of Business and Commerce –  
XXIII ciclo**

**Università Commerciale L. Bocconi**

## Indice

### Capitolo I: Introduzione

1. Premessa.....	8
2. Le esigenze economiche sottostanti.....	14
3. La discussa compatibilità dell’istituto con l’ordinamento giuridico italiano prima della riforma.....	21
4. I caratteri essenziali della fattispecie.....	33
5. La determinazione del settore tracciato – Le cd. subsidiary tracking shares..	45
6. Le azioni correlate come speciale categoria di azioni privilegiate.....	65
7. Le azioni di risparmio correlate.....	75

### Capitolo II: Gli istituti alternativi

1. Tracking stocks, spin-off e carve-out a confronto.....	80
2. Azioni correlate e patrimoni destinati.....	89
3. La legittimità dell’emissione di azioni correlate ai risultati di uno specifico affare al cui esercizio sia destinata una parte del patrimonio sociale ai sensi dell’art. 2447 c.c. ....	95
4. Le non-share tracking shares.....	104

### Capitolo III: Esperienze applicative a confronto

1. Considerazioni sull'utilità di un'indagine casistica.....	114
2. L'esperienza statunitense.....	116
3. L'esperienza italiana .....	131

### Capitolo IV: Configurazione dei diritti patrimoniali ed amministrativi

1. Il diritto di partecipazione agli utili ed il regime di destinazione delle riserve.....	148
2. L'incidenza delle perdite.....	170
3. Il diritto alla quota finale di liquidazione.....	174
4. I diritti patrimoniali "diversi".....	186
5. Le vicende traslative, modificative ed estintive del settore tracciato.....	193
6. L'accertamento del risultato settoriale e le modalità di rendicontazione.....	203
7. Il diritto di voto.....	211
Appendice.....	224
Bibliografia.....	254

## Capitolo I

*1. Premessa. - 2. Le esigenze economiche sottostanti. – 3. La discussa compatibilità dell’istituto con l’ordinamento giuridico italiano prima della riforma. – 4. I caratteri essenziali della fattispecie. – 5. La determinazione del settore tracciato – Le cd. subsidiary shares. – 6. Le azioni correlate come speciale categoria di azioni privilegiate . - 7. Le azioni di risparmio correlate.*

### 1. Premessa

Tra le novità introdotte nel nostro ordinamento con il D.Lgs. n.6 del 2003, attuante la riforma del diritto societario, suscitano particolare interesse le azioni “fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell’attività sociale in un determinato settore” di cui all’art. 2350 c.c.

Queste, note come azioni correlate<sup>1</sup>, sono definite dallo stesso legislatore delegato, nella relazione accompagnatoria al decreto legislativo, come “un ulteriore strumento, oltre a quello previsto con i patrimoni destinati ad uno specifico affare di cui all’art. 2447 bis c.c., per accedere a finanziamenti destinati”<sup>2</sup>.

La loro introduzione nel nostro ordinamento giuridico si pone certamente nel solco degli obiettivi fissati nella legge delega. Precisava la relazione illustrativa allo schema

<sup>1</sup> La denominazione si deve a: G.B. Portale, che l’ha utilizzata già prima dell’entrata in vigore delle riforma, in *Dal capitale “assicurato” alle “tracking stocks”*, Riv. Soc. 2002, 146 ss.

<sup>2</sup> Il testo della relazione al D. Lgs. 17 gennaio 2003 n.6 si trova pubblicato in Riv. soc. 2003, 112 ss., ed è inoltre disponibile sul sito web:

[www.giustizia.it/dis\\_legge/relazioni/dlgs\\_societario\\_sostanz\\_relazi.htm](http://www.giustizia.it/dis_legge/relazioni/dlgs_societario_sostanz_relazi.htm)



di disegno di legge delega per la riforma del diritto societario, che “la riforma vuole dare una risposta ai problemi, non più eludibili, conseguenti alla inadeguatezza della disciplina del codice rispetto alla attuale realtà economica del Paese. (...) La piena valorizzazione dell’imprenditorialità non può prescindere dalla rimozione di tutte quelle incertezze normative che, aggiungendosi alla normale alea dell’iniziativa economica, condizionano le scelte imprenditoriali, accrescendone la complessità e la rischiosità. (...) La finalità di offrire alle imprese un contesto normativo coerente e adeguato diviene, in questa situazione, essenziale per ridurre gli spazi di incertezza che influenzano negativamente le decisioni di investimento. Del resto, è largamente condivisa l’idea che la capacità competitiva di un sistema dipende, tra l’altro, dalla funzionalità delle regole che lo governano. In questo senso, può certamente parlarsi di competitività dei sistemi economici in un quadro complessivo di globalizzazione dell’economia”.

Il principale obiettivo economico che si ricollega all’emissione di azioni correlate consiste, difatti, nella emersione del reale valore dell’impresa sociale con struttura *multibusiness*, frequentemente sottostimato dal mercato.

L’ascesa nei mercati mobiliari di tale strumento finanziario, noto negli Stati Uniti con il nome di *tracking stock*<sup>3</sup>, può essere fatta risalire<sup>4</sup> alla quotazione, nel 1984, al New

---

<sup>3</sup> Altre denominazioni usate negli USA, ma meno diffuse, sono quelle di *targeted stocks* (conosciuta da Lehman Brothers in occasione dell’emissione da parte di USX Corporation) ed *alphabet stocks* (che si deve alla circostanza per cui tali azioni sono frequentemente identificate, statutariamente, con una lettera dell’alfabeto). In Francia le stesse azioni sono denominate *actions reflet* o *actions traçant*, mentre nel regno Unito si parla di *Class C* o *Class S shares*.

<sup>4</sup> Già agli inizi del ‘900, tuttavia, era diffusa, tra le società ferroviarie tedesche, la prassi di emettere due categorie di azioni, ad una delle quali erano riservati gli utili delle linee ferroviarie principali, mentre all’altra quelle delle linee ferroviarie secondarie. Fa riferimento a questo dato storico: A. Mignoli, in *Le Assemblée speciali*, Milano, 1960, in nota alla p.97. L’A., pare opportuno rilevare,

York Stock Exchange, delle azioni “GM Class E”, emesse dalla General Motors ( e progettate da Lehman Brothers).

Si trattava delle *tracking stocks* di prima generazione- cd. *subsidiary tracking shares*- emesse da una società capogruppo (*parent company*) e caratterizzate dalla correlazione, dei diritti patrimoniali in esse incorporati, ai risultati generati da una società controllata (*subsidiary company*).

L’atra tipologia, caratterizzata dalla correlazione dei diritti patrimoniali ai risultati prodotti da una divisione interna della medesima società emittente- cd. *divisional tracking shares*- vide la luce per la prima volta, sempre negli Stati Uniti, solo diversi anni dopo.<sup>5</sup>

Dopo un significativo numero di emissioni, tanto negli States che in Europa<sup>6</sup> e Giappone<sup>7</sup>, negli ultimi anni il nuovo strumento finanziario ha registrato i suoi primi segni di declino<sup>8</sup>.

Le emissioni di *tracking stocks* si sono sempre più ridotte, mentre molte delle società emittenti, spinte dai rovinosi corsi di borsa registrati, hanno proceduto alla loro

---

assimila la categoria del primo tipo alle azioni privilegiate, per la spettanza di una maggior partecipazione agli utili. Il rilievo apparirà di maggiore interesse in prosieguo, quando si tratterà della dibattuta natura privilegiata delle azioni correlate.

<sup>5</sup> La prima emissione di *divisional tracking stocks* risale al 1991, e fu operata da USX Corporation.

<sup>6</sup> La prima emissione registrata in Europa è quella realizzata in Francia, nel 2000, dalla società Alcatel. Furono in quel caso emesse azioni correlate alla divisione Optronics, denominate “*actions O*”. Per la dottrina francese, si vedano: A. Viandier, *Les actions reflet*, in *Reveu de jurisprudence de droit des affaires*, 2001, 4 ss; Y. Guyon, *Les tracking stocks*, in *Droit bancaire et financier. Mélanges AE-DBF-France*, III, sous la direction de Vauplane et Daigre, Paris, 2001, 180 ss.; Cob, *L’introduction en France d’actions traçant*, Julliet, 2000, 10 ss.

<sup>7</sup> La prima emissione in Giappone è registrata nel 2001, ed è stata effettuata dalla Sony.

<sup>8</sup> Il boom delle *tracking stocks* si ha, difatti, tra la seconda metà degli anni ottanta e la prima metà degli anni novanta, in coincidenza con l’esplosione del fenomeno della *new economy*.

conversione in azioni ordinarie<sup>9</sup>, ovvero, alla loro eliminazione in seguito a riscatto.

A suscitare la curiosità dello studioso, dunque, è che sia stato in questo scenario, che il legislatore della riforma ha introdotto la figura delle azioni correlate, nella convinzione, evidentemente, della loro idoneità a realizzare l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa multidivisionale italiana.

Si fa notare, al riguardo, che pur essendo stato quello italiano il primo ed unico ordinamento a riconoscere espressamente l'istituto, ad esso non si sono mostrati indifferenti altri ordinamenti.

Manca, certo, una consacrazione normativa espressa nell'ordinamento francese.

Nel 2004, tuttavia- con l'*Ordonnance* del 24 giugno del medesimo anno- è stata disposta l'introduzione di talune nuove disposizioni del *code de commerce* che attribuiscono alle società la facoltà di emettere azioni dotate di particolari diritti da esercitare nella società emittente ovvero direttamente nelle società figlie. Queste non contengono, certo, un riferimento espresso all'istituto, ma, di fatto, ne riconoscono,

---

<sup>9</sup> Si ricordano, tra i più noti casi di conversione: quella operata da Alcatel che nel 2003 convertì in ordinarie le *actions reflet* emesse nel 2000, e quella operata da Sony Corp., che nel 2005 convertì le *tracking stocks* emesse nel 2002.

Pare opportuno precisare, con riguardo al richiamato declino dello strumento finanziario nel mercato mobiliare statunitense, che il dato per cui dal 2002 in poi non si segnalerebbe alcuna emissione di azioni correlate sui mercati statunitensi, riportato in U. Patroni Griffi, *Le azioni correlate*, 2005, 9, va aggiornato tenendo conto del caso, risalente al 2003, di Endovasc Inc.'s rispetto a "NDC Group", nonché del caso della Liberty Media Corp., che ha effettuato due emissioni, risalenti la prima al 2006- rispetto a Liberty Interactive- e la seconda al 2008- rispetto a Liberty Entertainment- (per le quali riferimenti sul sito: [www.libertymedia.com](http://www.libertymedia.com)) che saranno ripresi più nel dettaglio nelle pagine seguenti.

Nel 2008, inoltre, si registra una quotazione di *tracking stocks* sul mercato inglese: sono le azioni A della società olandese New World Resources, correlate all'attività mineraria del gruppo. Per l'illustrazione dell'operazione si veda l'articolo *Going Public. Partial exits can benefit PE firms, as a £3.5 billion Czech IPO shows. Adam Levin and Claudine Ang of Dechert explain*, in *Int'l Fin. Law Rev.*, Co-published section: United Kingdom, July 2008, 29.

([http://www.dechert.com/files/Publication/88188f21-f853-41fb-ad72-f7f7e1611477/Presentation/PublicationAttachment/15942664-ff7e-4246-84c5-fd530f7d3d15/Going%20Public%20\(IFLR\).pdf](http://www.dechert.com/files/Publication/88188f21-f853-41fb-ad72-f7f7e1611477/Presentation/PublicationAttachment/15942664-ff7e-4246-84c5-fd530f7d3d15/Going%20Public%20(IFLR).pdf))

sia pure indirettamente, l'ammissibilità.

Non si è arrivati ad una previsione normativa espressa nemmeno in Germania, dove il dibattito sulla ammissibilità nell'ordinamento tedesco di azioni tracciate (denominate *Spartenaktien*), durato oltre dieci anni, si è concluso di recente con la prima emissione sul mercato tedesco, nel novembre del 2007<sup>10</sup>.

In Giappone, poi, le recenti importanti riforme del codice di commercio, del 2001 e 2002, non contengono ugualmente un espresso riferimento alle *tracking stocks* (nonostante l'americanizzazione avuta sostanzialmente di mira dal legislatore). Tuttavia, la maggiore libertà concessa all'autonomia statutaria nella configurazione di categorie azionarie innominate e nella determinazione delle condizioni per la relativa conversione in azioni ordinarie, ed in particolare la riconosciuta possibilità che a determinare i diritti connessi alle partecipazioni azionarie sia l'organo amministrativo, ne consentono e facilitano di fatto l'emissione<sup>11</sup>.

L'interesse per l'istituto, manifestato- nonostante le non elevate *performances*- da ordinamenti e prassi, impone un'indagine.

Il presente lavoro, senza limitarsi all'interpretazione delle norme del codice, si propone di scrutare, da un lato, le (possibili) ragioni che hanno fatto sorgere nel mondo degli affari l'istituto delle azioni correlate, e, dall'altro, le ragioni del loro declino nell'ordinamento statunitense. Partendo da queste premesse si proverà ad

---

<sup>10</sup> Si tratta delle *A-Aktien* della Hamburger Hafen und Logistik AG, correlate al settore dell'attività logistica portuale. Per i dettagli dell'operazione si rinvia al sito: <http://www.hhla.de/IPO.1470.0.html?&L=1>

<sup>11</sup> Per la riforma del codice di commercio giapponese: Hashimoto, *Commercial code revisions: Promoting the evolution of japanese companies*, NRI Paper n. 48, maggio 2002, 6, reperibile sul sito <http://www.nri.co.jp/english/opinion/papers/2002/pdf/np200248.pdf>

interrogarsi sul futuro del nuovo strumento finanziario nel nostro Paese, attraverso un'analisi che, prendendo avvio dalla ridotta disciplina normativa ad esso dedicata, e dall'individuazione dei suoi caratteri essenziali, passerà per la concreta esperienza applicativa ad oggi riscontrabile negli Stati Uniti e in Italia.

L'analisi delle clausole statutarie elaborate negli Stati Uniti come nel nostro Paese, consentirà di interrogarsi sugli spazi entro cui può muoversi l'autonomia statutaria, sui limiti legali che la stessa incontra, e sulla *ratio* di questi ultimi.

Lo studio del diritto commerciale mai, forse, ha presentato tanto interesse quanto ne presenta oggi. Le svariate e nuove forme che hanno assunto i rapporti commerciali e la folla di istituti originali sorti nella pratica, sotto la pressione della necessità e dell'utilità, i riflessi di questo meraviglioso sviluppo su tutte le relazioni della vita civile e su tutte le relazioni internazionali, sembrano talvolta scontrarsi con un'evoluzione del diritto che invece procede lenta e incatenata a formule tradizionali.

L'analisi di questo nuovo prodotto dell'ingegneria finanziaria, dunque, condotto senza alcuna pretesa di giudicarne l'astratta efficienza, costituirà l'occasione per una più generale analisi dei principali limiti posti dall'ordinamento all'autonomia statutaria.

Il metodo che si intende seguire, dunque, consisterà nell'affrontare la problematica alla luce dell'esperienza straniera, in particolare statunitense, e dei limiti posti dall'ordinamento giuridico italiano per offrire all'interprete e alle imprese maggiori elementi per valutare l'efficacia e l'utilità dell'istituto.

## 2. Le esigenze economiche sottostanti

La principale ragione economica (dichiarata) che ha fatto sorgere nel modo degli affari l'istituto delle *tracking shares*, con riferimento ad entrambi i menzionati tipi, è la massimizzazione dello *shareholders value* in società operanti in più aree d'affari- direttamente- mediante l'adozione di una struttura organizzativa multidivisionale- ovvero, indirettamente- mediante il ricorso alla struttura del gruppo<sup>12</sup>.

La diversificazione dell'attività produttiva dà luogo, secondo diffusa dottrina aziendalistica<sup>13</sup>, ad una diminuzione del valore complessivo dell'impresa (cd.

<sup>12</sup> Si veda, al riguardo: Oliver. E. Williamson, *The economic institutions of capitalism. Firms, markets, relational contracting*, Yale University, 1985, 279 ss, il quale, nell'ambito della *multidivisional structure*, distingue tra U-form e H-form. Se ne riportano alcuni significativi passi: *The leading figures in the creation of divisional (or M-form) structure were Pierre du Pont and Alfred P. Sloan; the period was the early 1930s; the firms were du Pont and General Motors; (...) The structures of the two companies, however, were different. Du Pont was operating under the centralized, functionally departmentalized or unitary (U-form) structure. General Motors, by contrast, had been operated more like a holding company (H-form) by William Durant, whose genius in perceiving market opportunities in the automobile industry evidently did not extend to organization. (...) In contrast with the holding company- which is also a divisionalized form but has little general office capability and hence is little more than a corporate shell- the M-form organization adds a strategic planning and resource allocation capability and monitoring and control apparatus. As a consequence, cash flows are reallocated among divisions to favour high-yield uses, and internal incentive and control instruments are exercised in a discriminating way. In short, the m-form corporation takes on many of the properties of (and is usefully regarded as) a miniature capital market, which is a much more ambitious concept of the corporation than the term "holding company" contemplates.*

<sup>13</sup> La questione, invero, risulta tuttora ampiamente dibattuta. Si veda, al riguardo: R.A. Brealey, S.C. Myers, S. Sandri, *Principi di finanza aziendale*, McGraw Hill, Milano, 1999, 168 ss., "(...) in Paesi, come gli Stati Uniti, che hanno un mercato dei capitali di grandi dimensioni e competitivo, la diversificazione non aggiunge e non toglie valore a un'impresa. Il valore totale è uguale alla somma delle sue parti. (...) La diversificazione non influenza il valore di un'impresa."; G. Donna, *L'impresa multibusiness. La diversificazione crea o distrugge valore?*, Università Bocconi editore, Milano, 2003, per il quale la diversificazione può creare valore se è basata su un vantaggio competitivo reale, attraverso le interrelazioni ed il patrimonio strategico; per la letteratura straniera, si vedano: Ammann-Hoechle-Schmid, *Is there really no conglomerate discount?*, working paper, ottobre 2009, reperibile sul sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), che argomentando da dati economici- con un approccio metodologico diffuso tra la dottrina aziendalistica americana, ma contestato da altri economisti- sostengono che nel confronto tra società *monobusiness* e società *multibusiness*, queste ultime presentano capitalizzazioni di borsa con uno sconto dell'ordine del 15%. Per la contestazione del relativo approccio metodologico, si vedano: Campa-Kedia, *Explaining the diversification discount*, in 57 J. Fin. 2002, 1731 ss. e

*conglomerate o diversification discount*).

Dalla storia della diversificazione<sup>14</sup>, in verità, non traspare un messaggio univoco e preciso, presentando, essa, piuttosto, un andamento oscillante, caratterizzato dall'alternarsi di periodi improntati ora ad un atteggiamento favorevole e positivo del mercato (e, dunque, della dottrina specialistica), ora a processi di riduzione del grado di estensione del portafoglio di attività (cui fa seguito un giudizio prevalentemente negativo degli esperti).

La tesi sulla quale tutti i più autorevoli esperti sembrano convergere, è quella che riconosce l'esistenza di una "relazione tendenzialmente parabolica tra la *performance* d'impresa ed il grado di diversificazione", a voler dire che "entro certi limiti la diversificazione può costituire fattore di miglioramento della *performance* dell'impresa", mentre "oltre un certo limite, essa si trasforma in elemento penalizzante".<sup>15</sup>

Con la scelta della forma *multibusiness*, che rappresenta oggi lo schema dominante di organizzazione della grande impresa, possono verificarsi, difatti, diverse

---

Graham-Lemmon-Wolf, *Does corporate diversification destroy value?*, in 57 J.Fin. 2002, 695 ss., i quali ultimi, in particolare, dopo un'attenta analisi di diverse centinaia di imprese che hanno esteso il numero delle proprie aree d'affari, giungono alla conclusione che "*The combined market reaction to acquisition announcements is positive but acquiring firm excess values decline after the diversifying event.*" E, "*Much of the excess value reduction occurs because our sample firms acquire already discounted business units, and not because diversifying destroys value.*"

<sup>14</sup> Gli economisti distinguono tra diversificazione correlata (che si ha quando tra la nuova- o le nuove-attività intraprese e quella già esercitata vi sono forti legami, ad es. di natura produttiva o distributiva) e diversificazione conglomerata (che si ha, all'opposto, quando la nuova- o le nuove-attività intraprese e quella già esercitata non esistono legami, ovvero esistono legami deboli). Quest'ultimo modello di diversificazione, certamente più rischiosa, è entrato in crisi a partire dagli anni '70.

<sup>15</sup> Le parole sono tratte da G. Donna, cit., il quale rileva come il "messaggio" fornito dalla riportata tesi, "è in tutta evidenza assai povero, in quanto si limita ad affermare che la diversificazione può essere un'opportunità e una minaccia al tempo stesso. Il vero problema sta invece nel cercare di precisare e qualificare quando la diversificazione paga e quando va evitata (...) Al riguardo, teoria, storia e riscontri statistici lasciano il problema aperto e quindi mettono le imprese di fronte alla concreta possibilità di continuare, in merito, a commettere gravi errori e perdere significative opportunità".

conseguenze negative, incidenti sul valore dell'impresa:

I) in primo luogo, mescolando i *business*, si distrugge parte dell'informazione disponibile, distruggendo valore<sup>16</sup>. Se sui diversi business non sono disponibili all'esterno informazioni dettagliate e separate (riguardanti i fatti operativi, i flussi finanziari e le fonti di investimento), infatti, l'analisi delle attività operative dell'impresa è affidata, piuttosto che a specialisti di settore, a generalisti, che, avendo una visione meno competente della combinazione di aree d'affari- caratterizzate da differenti livelli di rischio- sono indotti a maggiore cautela nelle proprie valutazioni. E la sottostima dell'impresa, che risulta da tali valutazioni, finisce con l'incidere sulle opinioni del mercato, fortemente influenzate da quelle degli analisti;

II) in secondo luogo, l'impresa *multibusiness*, costituendo un portafoglio preselezionato, non mirato su nessun investitore specifico, impedisce ai singoli investitori di selezionare, ciascuno per sé, l'investimento ottimale, così riducendo le opzioni disponibili, e distruggendo valore<sup>17</sup>;

III) il governo di un portafoglio diversificato, poi, implica l'assunzione di costi

<sup>16</sup> Si tratta della ECMH (Efficient capital market hypothesis), che sostiene l'incidenza diretta, sulle quotazioni dei titoli di una società, delle informazioni disponibili relative all'emittente. Si veda, al riguardo: E. F. Fama, *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*, in 25 J. Fin. 1970, 387 ss., che distingue tra *weak*, *semi-strong*, e *strong form tests*; tesi contestata dai sostenitori cd. *behavioral finance*, efficacemente esposta, tra gli altri, in Andrei Shleifer, *Inefficient markets. An introduction to behavioral finance*, Oxford, 2000, dove si obietta a Fama- il quale "defined an efficient financial market as one in which security prices always fully reflect the available information"- che (...) "To begin, it is difficult to sustain the case that people in general and investors in particular, are fully rational." (...) The central argument of behavioural finance states that, in contrast to the efficient markets theory, real-world arbitrage is risky and therefore limited".

<sup>17</sup> Per la tesi della diversificazione del portafoglio di investimenti, si veda: Marcovitz, *Portfolio selection*, in J. Fin., 1952, 7, 77, esposta chiaramente in: Brealey, Myers, Sandri, cit., 168, dove è sostenuta tuttavia l'idea per cui "La diversificazione"- con riferimento a quella dell'azionista investitore- "è senza dubbio positiva", in quanto idonea a ridurre il rischio, "ma questo non significa che le imprese debbano praticarla. Se gli investitori non potessero detenere un ampio numero di titoli, potrebbero desiderare imprese che diversificano per loro. Ma gli investitori possono diversificare. Sotto molti aspetti lo possono fare in modo più semplice delle imprese".



aggiuntivi. Rispetto ad un'impresa *monobusiness*, infatti, il portafoglio va governato, il che comporta l'impiego di risorse destinate a garantirne coordinamento e controllo. I costi di governo del portafoglio alzano la soglia di convenienza della diversificazione, risultando necessario, per il suo successo, non solo che le singole unità d'affari in portafoglio creino valore, ma che ne creino in misura superiore a quanto sarebbero in grado di fare se fossero imprese indipendenti. Ove, infatti, esse creassero valore nella medesima misura, ogni euro speso per mantenere strutture di *corporate* risulterebbe superfluo, distruggendo ancora una volta valore.

Non per questo la diversificazione costituisce una strategia contrastante con i principi del mercato capitalistico. Essa rappresenta, "in realtà, una delle vie più importanti per perseguire l'obiettivo sempre ricercato da quel sistema, il profitto"<sup>18</sup>.

"La diversificazione può, ad un tempo, essere veicolo di una crescita sana o, al contrario, causa di una crescita degenerativa, rappresentare un fattore di riduzione della rischiosità o invece incrementare l'incertezza e la precarietà dei risultati dell'impresa, generare una maggiore redditività o, all'opposto, deprimerla. In sintesi, la diversificazione può costituire un'eccezionale opportunità per creare valore e al tempo stesso una minaccia devastante di distruzione di valore. Può esaltare il successo di un'impresa o dettarne il fallimento".<sup>19</sup>

Il successo o il fallimento della strategia della diversificazione, dunque, dipende da una serie di fattori, tra cui la struttura finanziaria dell'impresa.

Quest'ultima, infatti, come dimostrato dal teorema Modigliani-Miller (cd. M&M

<sup>18</sup> G. Donna, cit.

<sup>19</sup> G. Donna, cit.; per analogia posizione nella letteratura straniera: Ahmed Riahi-Belkaoui, *The nature and consequences of multidivisional structure*, London, 1995.

Theorem)<sup>20</sup>, è inidonea ad incidere sul valore dell'impresa solo in presenza di talune caratteristiche ipotetiche, insussistenti nel mercato reale, quali: l'assenza di tasse, l'insussistenza di asimmetrie informative tra investitori ed *insiders*, la condivisione degli investitori delle medesime informazioni, la possibilità per gli individui di indebitarsi al medesimo tasso delle società, l'assenza di costi di fallimento, come dei costi di transazione e di agenzia.

Se, come è facile rilevare, i menzionati presupposti non sussistono nel mercato reale, la struttura finanziaria dell'impresa, agendo su uno o più dei menzionati fattori, incide sul valore dell'impresa, potendone determinare l'incremento<sup>21</sup>.

L'emissione di *tracking stocks*, offrendo agli investitori la possibilità di selezionare i settori di attività in cui impiegare i propri capitali, ed essendo considerate idonee a determinare una riduzione delle asimmetrie informative<sup>22</sup>, appaiono, dunque,

---

<sup>20</sup> Per il M&M theorem, costituente la base della moderna teoria della struttura del capitale: F. Modigliani-M. Miller, *The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment*, in 48 *American Economic Review*, 1958, 261-297.; F. Modigliani-M. Miller, *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, in *American Economic Review*, 1963, 433-443; La tesi è chiaramente esposta in: R. A. Brealey-S.C. Myers-S. Sandri, cit.

<sup>21</sup> Si tratta del cd. Reverse M&M theorem, per la quale si veda: P.H.Huang-M.S.Knoll, *Corporate finance, corporate law and finance theory*, in 74 *South. Cal.L.Rev.*, 2000, 175 ss., dove, a p.187 e ss., un intero paragrafo è dedicato alle *tracking stocks*. Se ne riporta un passo significativo: "The issuance of tracking stock is obviously a capital structure decision. It is also a new phenomenon upon which scholarly attention is only now being focused. The Reverse M&M Theorem tells us that if tracking stock creates value for the issuing firm's shareholders, that value must come through the failure to meet one or more of the M&M assumptions." Se ne riportano, altresì le conclusioni: "If the M&M assumptions were accurate, capital structure would have no effect on firm value. If that were true, chief financial officers, investment bankers, and corporate lawyers would have all but disappeared, taking with them corporate finance as an area of scholarship and teaching. But the assumptions are not accurate, work is booming, and the discipline is flourishing. All this is possible because capital structure can create value by reducing taxes, by providing information, and by lowering agency costs. A lawyer who understands how capital structure can create value is better able to advise her clients on how to structure their transactions to take maximum advantage of those opportunities without violating the law. Such a lawyer is also better able to evaluate the law and suggest beneficial reforms".

<sup>22</sup> L'idoneità a ridurre le asimmetrie informative- diffusamente sostenuta- è stata di recente negata da

rispondere all'esigenza di esaltare le potenzialità della diversificazione facendo emergere il valore nascosto dell'impresa multicomparto<sup>23</sup>.

Così individuata, nella massimizzazione dello *shareholders value*<sup>24</sup>, la principale ragione che ha determinato l'ideazione dello strumento finanziario in discorso, non si può nascondere che molte delle relative emissioni sono state cagionate da circostanze contingenti, collegate a specifiche operazioni societarie.

Basti pensare alla primissime *tracking stocks*, le GM Class E, emesse da GM (General Motors) per realizzare l'acquisizione di EDS (Electronic Data System) : fu su richiesta di Ross Perot , azionista di maggioranza e membro del *management board* di EDS, che GM propose agli azionisti di EDS di scegliere tra il pagamento

taluni studiosi che, concentrando la propria analisi sul *behavior of market makers*, giungono alla conclusione per cui "*restructurings based on tracking stocks are not effective at reducing informational asymmetries*". Si tratta del lavoro di: J. Elder-P.K.Jain-J.C.Kim, *Do Tracking stocks reduce informational asymmetries? An analysis of liquidity and adverse selection*, Journal of financial research, 2005, vol.28, reperibile anche in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)

<sup>23</sup> Ci si limita, per il momento, a rilevare una mera apparenza non solo per la discussa idoneità delle azioni correlate a ridurre le asimmetrie informative (per cui si rinvia alla nota precedente) ma, altresì, per il rilevante dato- già evidenziato- dei maggiori costi di governo del portafoglio e dei problemi di agenzia su cui ci si soffermerà in prosieguo, nel confronto con gli istituti affini. Si veda, per il momento, l'analisi di: J. T. Harper-J. Madura, *Sources of hidden value and risk within tracking stocks*, in 31 Fin. Manag., 2002, 91, di cui si riporta l'*abstract*: "Tracking stock for a unit of a firm presumably allows the market to value and monitor that unit independently of the rest of the firm. Announcement of the creation of tracking stock elicits an abnormal share price response of 2.17% on average over a two-day period. The share price response at the time of the announcement is more favorable: when the voting rights of the tracking stock are based on a market valuation; when the parent company's debt ratio is relatively low; when the parent's previous stock performance is relatively poor; and when the parent is not engaging in an acquisition. These results are consistent with reduction of agency problems. At the same time, firms that create tracking stock do not experience higher long-term valuations, suggesting that agency problems are not resolved with the creation of tracking stocks."

<sup>24</sup> La massimizzazione del valore dell'impresa ha spesso costituito la giustificazione tanto dell'emissione quanto della conversione (o del riscatto) delle azioni correlate. Si veda, per tutte, la motivazione addotta da Sony a supporto della conversione obbligatoria, nel 2005, delle azioni correlate emesse nel 2001: "*In light of recent drastic changes in the internet-related industry, Sony Group management desire to enhance Sony Communications Network Corporation's (SNC) enterprise value. To accomplish this goal, Sony believes that SNC's business operations and strategy must be independent from the Sony Group. Therefore, Sony decided to make shares of common stock of Sony Communication Network Corporation ("SNC Common Stock") publicly available and to terminate all shares of Subsidiary Tracking Stocks (TS)*".

delle loro partecipazioni o completamente in danaro, ovvero parte in danaro e parte in partecipazioni emesse da GM ma collegate, quanto ai diritti patrimoniali, ai risultati della stessa EDS, dalla prima acquisita totalitariamente (e dunque controllata). Gli azionisti preferirono la seconda opzione, da cui trassero origine evidenti vantaggi, tanto per Ross Perot e gli altri *managers* (che, oltre a mantenere le proprie cariche in EDS, poterono continuare a partecipare ai risultati del settore cui erano interessati e nel quale credevano), quanto per gli altri azionisti (che ottennero una parziale liquidazione immediata, continuando tuttavia a godere dei rendimenti del settore da essi originariamente selezionato), e la stessa società GM (che, oltre a realizzare la desiderata acquisizione, forniva ai *managers* della controllata degli incentivi all'ottimizzazione dei risultati mediante lo strumento delle *stock options*, e conseguiva vantaggi fiscali che una fusione non le avrebbe garantito).

Solo nel 1991, in occasione dell'emissione delle prime cd. *divisional shares*, l'obiettivo avuto di mira è (o almeno è dichiarato essere) quello di rispondere e rimediare ad una sottovalutazione del mercato. La USX, operante nei settori dell'acciaio e dell'energia, riscontrata tale sottovalutazione, preferì, alla scissione dei due rami, la conservazione della struttura multidivisionale e la conversione delle proprie azioni in due categorie, ciascuna collegata ad uno dei due settori (denominate, rispettivamente, USX-Marathon Group e USX-U:S: Steel Group). La scelta operata le consentì di evitare gli elevati costi inevitabilmente conseguenti ad una moltiplicazione delle imprese, oltre che di conseguire vantaggi fiscali che una scissione non le avrebbe assicurato.

Ragioni di carattere in senso lato industriale hanno costituito, invece, il fondamento di alcune delle emissioni realizzate nel nostro ordinamento giuridico<sup>25</sup>.

### **3. La discussa compatibilità dell'istituto con l'ordinamento giuridico italiano prima della riforma**

Con l'espresso riconoscimento della figura delle azioni correlate nel nostro ordinamento, risultano definitivamente dileguati i dubbi di legittimità che la avvolgevano.

Dubbi, questi, derivanti ora dal temuto contrasto con specifici principi normativi, ora dalla paventata contrarietà con lo stesso concetto giuridico di società.

I principi posti sotto la lente d'ingrandimento della dottrina che si è interrogata sul punto, sono quelli, fondamentali, di uguaglianza tra gli azionisti, del divieto del patto leonino, e dell'inscindibilità della partecipazione azionaria<sup>26</sup>.

L'azione costituisce una partecipazione sociale standardizzata, che ha uguale valore ed attribuisce uguali diritti a quelli di ogni altra azione: è questo il principio di uguaglianza, che, però- ed in ciò si esaurisce l'obiezione- non va intesa in termini di assolutezza, bensì come uguaglianza oggettiva e relativa. Oggettiva, perché i diritti di cui ciascun azionista è globalmente titolare dipendono dal numero di azioni che lo stesso possiede. Relativa, ed è il punto che qui rileva, perché possono essere create

---

<sup>25</sup> Il riferimento è alle emissioni operate da A.I.M.A.G. s.p.a., A.T.A.F. s.p.a. e Friulia s.p.a., di cui si discorrerà in prosieguo.

<sup>26</sup> Il tema è trattato in: P.F. Mondini, *Le azioni correlate*, Milano, 2009, 63 ss., alle cui note si rinvia per la dottrina, francese e tedesca, sul punto.

distinte categorie di azioni, dotate di diritti diversi da quelli delle azioni di altre categorie (con il limite del valore nominale che, ove determinato, deve essere uguale per tutte, oltre che per tutte ugualmente determinato o non determinato). Il principio di uguaglianza, dunque, opera inderogabilmente all'interno di ciascuna categoria, concretandosi nell'impossibilità che siano attribuiti speciali diritti ad un singolo socio, come nell'impossibilità che siano create azioni speciali singole<sup>27</sup>.

Il divieto del patto leonino- ossia, secondo la definizione del codice, del patto con il quale uno o più soci sono esclusi da ogni partecipazione agli utili o alle perdite- sancito all'art. 2265 c.c. in tema di società di persone, è ritenuto estensibile a tutti i tipi sociali<sup>28</sup>- compresa la s.p.a., che qui interessa- in quanto attinente alle condizioni essenziali del tipo contratto di società.

Il divieto, e la nullità comminata per la sua violazione, infatti, troverebbe la sua *ratio* nel contrasto con l'essenza stessa della società<sup>29</sup>- rappresentando una manifestazione della rilevanza causale dello scopo di lucro- e costituirebbe, pertanto, un principio cardine del diritto societario<sup>30</sup>.

---

<sup>27</sup> Sul punto: M. Notari, art. 2348, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti-L.A. Bianchi-F. Ghezzi-M. Notari, 158. La possibilità che una categoria azionaria sia costituita da una sola azione, è stato inizialmente affermato da autorevole dottrina, per la quale in particolare si veda: A. Mignoli, *Le assemblee speciali*, cit., p.72. La tesi permissiva, tuttavia, era già stata oggetto di critiche nel successivo panorama dottrinale, per il quale si rinvia in particolare a: P. Spada, *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in Riv. Dir. Civ. 1985, II, 113; C. Angelici, *Le azioni, Artt. 2346-2356*, in Il codice civile. Commentario diretto da P. Schlesinger, Milano, 1992, 66.

<sup>28</sup> L'estensione è pacifica tanto in dottrina, quanto in giurisprudenza.

<sup>29</sup> F. Ferrara Jr.-F. Corsi, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2001, 252.

<sup>30</sup> Associazione D. Preite, *Il diritto delle società*, Bologna, 2006, 373. Per la *ratio* e la portata del divieto del patto leonino nell'ordinamento italiano- inteso come norma di ordine pubblico economico- ed il prevalere di una lettura unitaria ed oggettivata dell'art. 2265 c.c.: N. Abriani, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, in Quaderni di giurisprudenza commerciale, Milano, 1994, 33 ss.

Lo stesso- da intendersi in senso sostanziale, e non meramente formale<sup>31</sup> - darebbe luogo alla nullità anche dei patti che, pur non escludendo esplicitamente la partecipazione agli utili e alle perdite, la impediscano in pratica.

Il paventato contrasto con esso appare (come deve essere apparso al legislatore della riforma) infondato: il collegamento dei diritti patrimoniali ai risultati di un settore, infatti, non equivale di per sé all'esclusione della partecipazione agli utili o alle perdite. Né una violazione del divieto può dedursi dalla circostanza per cui il diritto al dividendo è, *ex lege*, subordinato al conseguimento di un utile complessivo (ossia riferito alla società complessivamente considerata)<sup>32</sup>.

Del pari superata risulta, dunque, ogni perplessità collegata alla sospettata violazione del principio di inscindibilità dell'azione<sup>33</sup>.

Quest'ultimo, riferendosi alla partecipazione sociale intesa come complesso di posizioni giuridiche<sup>34</sup>, comporta l'impossibilità di isolare talune delle situazioni giuridiche in essa incorporate, per attribuirle ad un soggetto diverso dal titolare dell'azione<sup>35</sup>, salva, naturalmente, la possibilità di cedere diritti patrimoniali già perfezionati (ad es. il diritto di credito alla corresponsione di un dividendo già deliberato, ovvero, secondo i più, il diritto di opzione in ordine ad un aumento del capitale già deliberato).

<sup>31</sup> F. Ferrara Jr.-F. Corsi, *Gli imprenditori e le società*, cit., 253.

<sup>32</sup> La questione è nel prosieguo del testo più dettagliatamente approfondita.

<sup>33</sup> Per il principio di inscindibilità, si veda: C. Angelici, *Sulla "inscindibilità" della partecipazione azionaria*, in Riv. dir. comm., 1985, I, 129 ss.

<sup>34</sup> Si riferisce, invece, all'azione come minima unità di partecipazione sociale, il principio di indivisibilità. Trattasi del principio per cui l'azione non può essere frazionata in più quote di partecipazione, di minore ammontare, ed attribuenti minori diritti.

<sup>35</sup> Il principio non è assoluto, implicandone un'eccezione la costituzione di vincoli sull'azione, mediante la costituzione in pegno o la concessione in usufrutto.

L'adozione di un criterio di determinazione dei diritti patrimoniali correlato ai risultati di un determinato settore, non appare, in verità, determinare una simile scissione della titolarità dei diritti nell'azione incorporati. Questi, infatti, restano nella titolarità di un unico soggetto, l'azionista, l'unica peculiarità riscontrabile essendo che i diritti amministrativi potranno risultare riferiti alla società nel suo complesso, mentre quelli patrimoniali ad uno specifico settore. Ciò che, lungi dal costituire una violazione dell'inscindibilità dell'azione, non costituisce altro che la conseguenza di una particolare articolazione dei diritti dei soci realizzata attraverso la costituzione di una speciale categoria azionaria.

Superato ogni scetticismo nascente dalla presunta violazione di specifiche disposizioni normative, resta da interrogarsi, tuttora e nonostante l'avvenuta tipizzazione dello strumento finanziario in parola, sulla sua compatibilità con lo stesso concetto giuridico di società.

La potenziale conflittualità tra i soci, naturalmente derivante dall'articolazione del capitale in azioni correlate, ed evidente nella situazione estrema in cui ciascuna categoria di azioni correlate ad un comparto sia del tutto esclusa dai risultati economici dell'altro o degli altri comparti, può suscitare il dubbio dell'insanabile incompatibilità della struttura finanziaria così ideata con la necessaria presenza di uno scopo *comune* associativo, come di un esercizio *comune* dell'attività.

È necessario, allora, intendersi sul significato di tali nozioni.

L'esercizio in comune dell'attività costituisce, secondo parte della dottrina, sinonimo



di volontà comune<sup>36</sup>, ossia di collaborazione di tutti i soci alla programmazione dell'attività.

L'opinione si scontra inevitabilmente con il rilievo che, se tale postulato di partenza fosse esatto, se ne dovrebbe dedurre, quale naturale corollario, il principio per cui condizione necessaria e sufficiente per l'assunzione della qualità di socio sarebbe la titolarità del diritto di voto. Principio, tuttavia, insostenibile alla luce del nuovo diritto societario (art. 2351 secondo comma c.c.).

Sotto il vigore del codice civile del 1942, con la sola eccezione delle azioni di risparmio, l'azionista si distingueva da ogni altro soggetto ad altro titolo legato alla società, sotto due aspetti.

In primo luogo, per la titolarità di diritti di natura amministrativa, tra cui in particolare il diritto di voto ed il diritto di intervento in assemblea.

In secondo luogo, per l'esposizione al rischio di subire l'incidenza delle perdite .

In seguito alla profonda innovazione del diritto societario realizzata con la riforma del 2003, la riconosciuta legittimità delle azioni totalmente prive del diritto di voto- con il solo limite quantitativo, pari alla metà del capitale sociale, di cui all'art. 2351, Il co. c.c.- nonché l'introduzione della figura degli strumenti finanziari partecipativi- i quali possono essere dotati oltre che di diritti patrimoniali anche di diritti amministrativi di natura partecipativa, con la sola esclusione del diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti- impedisce di assegnare ai diritti amministrativi, ed al voto in particolare, natura di elemento essenziale e tipizzante della partecipazione azionaria.

---

<sup>36</sup> Ferri, *Delle società*, in Commentario del codice civile a cura di A. Scialoja-G.Branca , Bologna-Roma, 1981, 51.

L'attenzione, allora, non può che concentrarsi sulla comunanza del rischio, e, dunque, sull'incidenza delle perdite<sup>37</sup>. Elemento, questo, che per quanto non immune dalla portata innovativa della riforma- che ammette siano create "categorie di azioni fornite di diritti diversi anche per quanto concerne la incidenza delle perdite", ex art.2348, Il co., c.c.- conserva certamente la sua natura essenziale ed ineliminabile della partecipazione azionaria.

Essenziale ed esclusiva- e perciò tipizzante- per quanti<sup>38</sup> ritengono che la restituzione del "capitale proprio", versato dagli azionisti, debba essere sempre e comunque postergata rispetto al rimborso del "capitale altrui", ivi compreso quello dei sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi.

Essenziale ma non esclusiva- e, dunque, non tipizzante- per quanti<sup>39</sup>, all'opposto, ritengono ammissibile l'attribuzione ai sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi di un diritto al riparto del residuo di liquidazione *pari passu* con gli azionisti: l'attribuzione di tale diritto, infatti, consentirebbe ad essi- benché non soci- di partecipare, insieme ai soci, al rischio di perdite che intacchino il capitale (e, *pari passu*, l'importo nominale dell'apporto da rimborsare)<sup>40</sup>.

Così sfumatasi la linea di confine tra socio e creditore, elemento rilevante resta esclusivamente la causa dell'attribuzione patrimoniale alla società: è azionista colui

<sup>37</sup> Pone l'accento sul rischio comune, tra gli altri: F. Galgano, *Le società in genere. Le società di persone*, in Trattato di diritto civile e commerciale diretto da Cicu-Messineo, Milano, 1982, 18 ss.

<sup>38</sup> G. Ferri Jr., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in Riv. dir. comm., 2003, I, 805 ss.

<sup>39</sup> M. Notari- A. Giannelli, *art. 2346 comma 6*, in Commentario alla riforma delle società diretto da P. Marchetti-L.A. Bianchi-F.Ghezzi-M.Notari, 52 ss.

Come si vedrà in prosieguo, nel capitolo II, è questa l'impostazione cui qui si aderisce nella ricostruzione della figura degli strumenti finanziari partecipativi.

<sup>40</sup> Per la collocazione in bilancio dell'apporto da rimborsare con tali criteri, si vedano: M. Notari- A. Giannelli, *art. 2346 comma 6*, cit., 92 in nt. 108, e, più dettagliatamente, 112 ss.

che eseguendo un conferimento imputato a capitale nominale, diviene titolare della relativa frazione.

Così interpretato l'esercizio in comune dell'attività, e ricostruita la figura dell'azionista, è possibile concludere nel senso della qualificazione degli azionisti correlati come soggetti a pieno titolo partecipanti alla società<sup>41</sup>.

Gli apporti in società dagli stessi eseguiti, infatti, sono imputati a capitale, in quanto sorretti dalla causa propria del conferimento; non subiscono una specifica destinazione reale al settore di interesse, rientrando nella piena titolarità e disponibilità sociale; non costituiscono oggetto di alcuna pretesa restitutoria del socio che li ha effettuati, il quale in caso di cessazione del rapporto sociale, come ogni altro azionista, ha diritto solo ad una liquidazione in danaro; possono andare, in tutto o in parte perduti, in conseguenza delle perdite della gestione complessiva della società.

Detto meccanismo può legittimamente indurre l'interprete a ritenere che nelle società emittenti azioni correlate la centralità dell'esercizio in comune dell'attività economica possa risultare- nel caso di correlazione riferita all'incidenza delle perdite- per così

---

<sup>41</sup> La ricostruzione esegetica proposta è sostanzialmente condivisa anche da: G. Oppo, *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, Riv. Dir. civ., 2004, II, 65 ss.

L'autore inizialmente, ed in modo solo apparentemente definitivo, desume l'incertezza della posizione corporativa degli azionisti correlati dalla difficoltà di immaginare che chi abbia un interesse patrimoniale limitato ad un settore possa interloquire, in un modo o in un altro, al di fuori di esso, quasi a voler sottintendere che essenza qualificante e distintiva della partecipazione sociale sia la capacità di collaborazione decisionale con riferimento all'attività sociale complessivamente considerata. Ma, appena qualche riga più avanti, individua il presupposto dell'attribuzione della qualità di azioni nella corrispondenza ad un conferimento di capitale.

Nessuna incertezza, dunque, appare sussistere in ordine alla posizione corporativa del titolare di azioni correlate, anche nell'ipotesi, addotta come esempio limite, in cui allo stesso sia riconosciuto statutariamente un diritto di voto limitato agli argomenti che incidono sul settore, e si tratti di distinguere la sua posizione da quello di un terzo portatore di uno strumento finanziario partecipativo munito del diritto a partecipare alla distribuzione degli utili prodotti da un determinato settore, nonché del diritto di voto sugli argomenti che lo coinvolgono. Ogni possibile incertezza, infatti, si dilegua di fronte al rilievo della corrispondenza azioni-capitale.

dire, “opacizzata”<sup>42</sup>, ma non del tutto oscurata. Analoga opacizzazione, d'altronde, potrebbe rilevarsi con riferimento ad ogni categoria di azioni fornita di diritti diversi in ordine all'incidenza delle perdite, tra cui, principalmente, le azioni cd. postergate<sup>43</sup>.

D'altra parte la disciplina della s.p.a. quale risulta consegnataci dalla riforma, considerata nel suo insieme, sembra imporre all'interprete una nuova riflessione sul tema dell'interesse sociale.

Gli elementi di novità, difatti, considerati da una visuale più ampia- che non si limiti ad osservare le specifiche scelte normative- sembrano tradursi in un nuovo quadro di sistema<sup>44</sup>.

La centralità sistematica dell'impresa- e del suo profilo finanziario- fanno dell'attuale s.p.a. una “autonoma riunione di denaro”<sup>45</sup>, un “particolare modello di organizzazione del finanziamento di un'impresa”<sup>46</sup>, un “veicolo di impiego produttivo di risorse (principalmente) finanziarie”<sup>47</sup>.

Il legislatore del 1942, nel disegnare il modello societario della s.p.a., assegnò scarso rilievo al profilo finanziario. I modelli di finanziamento, tipizzati, risultavano estremamente ridotti.

---

<sup>42</sup> L'espressione è di: A. Paciello, *Le azioni correlate*, in Giurisprudenza commerciale, Profili patrimoniali e finanziari della riforma, a cura di Montagnani, 2004, 219, che individua nell'introduzione nel nostro ordinamento delle azioni correlate “una significativa, ulteriore, conferma della più generale tendenza a concepire quella della s.p.a. come disciplina del finanziamento operato dai soci a titolo di conferimento, opacizzando la centralità dell'esercizio in comune dell'attività economica”.

Il riferimento operato dall'A., della rilevata opacizzazione della centralità dell'esercizio in comune dell'attività economica, a tutte le società emittenti azioni correlate (senza distinguere a seconda della disciplina statutaria dell'incidenza delle perdite) è giustificata dall'idea- qui non condivisa- per cui l'operatività della correlazione nell'incidenza delle perdite sia elemento essenziale della fattispecie.

<sup>43</sup> Per l'analogia con le cd. azioni postergate si veda anche quanto detto in prosieguo.

<sup>44</sup> Un'attenta e chiara analisi sul punto è svolta da: F. Chiappetta, *Finanziamento della società per azioni e interesse sociale*, in Riv. Soc. 2006, 668 ss.

<sup>45</sup> C. Angelici, *La riforma delle società di capitali-Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003, 16.

<sup>46</sup> B. Libonati, *Diritto commerciale. Impresa e società*, Milano, 2005, 242.

<sup>47</sup> F. Chiappetta, cit., 675.

La scelta, allora, era tra l'autofinanziamento, realizzabile attraverso la raccolta di capitale di rischio e l'emissione di azioni tendenzialmente standardizzate a causa dello scarso spazio riconosciuto all'autonomia statutaria (ovvero attraverso l'accantonamento degli utili prodotti), e l'eterofinanziamento, realizzabile prevalentemente attraverso il ricorso al credito bancario, costituendo l'emissione di obbligazioni operazione straordinaria, idonea a coprire solo in misura ridotta le esigenze finanziarie della società, a causa degli stringenti limiti legali che ne contraddistinguevano la disciplina.

Il legislatore del 2003, all'opposto, avendo di mira quale primario obiettivo la promozione dell'efficienza dell'impresa italiana in un mercato sempre più competitivo - perché sempre più globalizzato - ha con tutta evidenza riposto una più incisiva attenzione sui meccanismi di approvvigionamento di risorse finanziarie.

Proseguendo sulle tracce del percorso già avviato con la l. 7 giugno 1974 n. 216 ed il successivo D.Lgs. 24 febbraio 1998 n.58, le scelte del legislatore si sono tradotte in un forte incentivo alla raccolta diretta di risorse finanziarie, in quanto idonea ad aggirare i costi dell'intermediazione bancaria<sup>48</sup>. In tal senso:

- l'estensione del novero degli strumenti emettibili (azioni, obbligazioni, e strumenti finanziari anche partecipativi) variamente configurabili dall'autonomia statutaria, in modo da rispondere, nel modo più attraente possibile, agli interessi delle più disparate tipologie di investitori;

---

<sup>48</sup> Sottolinea lo sfavore della riforma nei confronti del credito bancario: M.Stella Richter jr., *Società (riforma delle)*, in Enc. Giur., XXIX, Roma, 2004, 4 ss.

- la riformulazione e riduzione (fino alla rimozione, per le società quotate) dei limiti all'emissione di prestiti obbligazionari;
- l'apertura (se non lo spalancamento) delle porte della responsabilità limitata, con l'ammissione di s.p.a. unipersonali, e, soprattutto, con il riconoscimento della possibilità di costituire patrimoni destinati ad uno specifico affare e di emettere strumenti finanziari di partecipazione all'affare stesso.

Tutte innovazioni, queste, che hanno determinato lo spostamento, dagli istituti bancari al mercato, del luogo in cui si negozia la raccolta di capitali.

Ed è in questo contesto, connotato dalla centralità delle esigenze di finanziamento<sup>49</sup> dell'impresa, che si assiste alla frammentazione dell'interesse sociale.

Questo, da entrambi le fabbriche di pensiero che si contendevano il campo esegetico *ante* riforma, usciva forgiato di unicità ed unitarietà.

La tesi istituzionalista ravvisava l'interesse sociale nell'interesse dell'impresa in sé, mentre la tesi contrattualista<sup>50</sup> nell'interesse comune ai soci in quanto tali: sia l'una che l'altra, tuttavia, lo conducevano ad unità.

La vasta e multiforme varietà di meccanismi di finanziamento- estendendo la platea di quanti concorrono a vario titolo a finanziare l'attività sociale- amplia altresì gli

---

<sup>49</sup> Per finanziamento, in questo contesto, deve intendersi, in senso ampio e generico, ogni dotazione di risorse economiche per l'esercizio dell'attività d'impresa, a prescindere dal titolo, e dunque, dalla causa che la sorregge.

<sup>50</sup> Quella contrattualista risultava essere la tesi con maggior seguito nel panorama dottrinale italiano. Si veda, al riguardo, in particolare: T. Ascarelli, *Interesse sociale e interesse comune nel voto*, in Riv. trim. dir. e proc. civ., 1951, 1149 ss.; A. Mignoli, *L'interesse sociale*, in Riv. Soc., 1958, 746 ss; P.G. Jaeger, *L'interesse sociale*, Milano, 1963, 78 ss.

interessi a rilevanza sociale.

Non è, tuttavia, il moltiplicarsi in sé degli strumenti per la raccolta di risorse finanziarie, a determinare l'ampliamento degli interessi a rilevanza sociale, quest'ultima dovendosi riconoscere solo ogniqualvolta esista- per previsione normativa o statutaria- una relazione di prossimità (se non di identità<sup>51</sup>) tra i diritti sociali ed i diritti dei portatori di tali strumenti finanziari, ovvero tra i mezzi azionabili, in via preventiva o successiva, per la tutela dei diritti stessi<sup>52</sup>.

In altri termini, individuati i meccanismi di tutela idonei ad incidere sull'organizzazione societaria, al vertice dei quali vi è il potere di impedire l'adozione di delibere assembleari ovvero di determinarne l'inefficacia o l'invalidità, non può non riconoscersi rilevanza sociale agli interessi dei portatori dei titoli cui gli stessi meccanismi di tutela siano, per legge o statuto, riconosciuti.

L'inadeguatezza dell'impostazione esegetica tradizionale, allora, già autorevolmente avvertita negli anni immediatamente precedenti la riforma<sup>53</sup>, appare evidente alla luce del contesto giuridico ed economico attuale.

Già la sola articolazione del capitale sociale in più categorie di azioni, determina la

---

<sup>51</sup> Pare opportuno precisare che anche quanti individuano gli strumenti finanziari partecipativi in quelli cui siano attribuiti diritti amministrativi o patrimoniali di natura tipicamente partecipativa (e, dunque, identici a quelli tipicamente sociali) fissano un confine invalicabile nella totale parificazione del contenuto degli strumenti finanziari partecipativi a quello delle azioni. Si vedano al riguardo: M. Notari-A. Giannelli, *art. 2346 comma 6*, cit., 93.

<sup>52</sup> In tale direzione- evidenzia F. Chiappetta, cit., nt.31,- la scala di rilevanza potrebbe andare dal titolo obbligazionario convertibile, potenzialmente partecipativo di tutti i diritti sociali e che gode di una tutela anticipata di talune posizioni giuridiche sociali, allo strumento finanziario attualmente partecipativo in termini di diritti amministrativi, al quale è concesso, mediante il tipico strumento societario dell'assemblea speciale, il potere di veto ex art. 2376 c.c.

<sup>53</sup> Il riferimento è a P.G. Jaeger, che a quasi quarant'anni di distanza dalla monografia (già citata in nota) del 1963, ritorna sulla questione in: *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, Giur. Comm., 2000, I, 795 ss.

frammentazione dell'interesse sociale- come tradizionalmente inteso- perseguendo gli azionisti di ciascuna categoria un interesse di categoria- che è altro dall'interesse sociale come tradizionalmente considerato- espresso per mezzo dell'assemblea speciale. E ciò in conseguenza proprio del peculiare meccanismo di tutela riconosciuto, ex art. 2376 c.c., a ciascuna categoria di azioni<sup>54</sup>.

Lo stesso meccanismo di tutela- allora, ed a titolo esemplificativo- in quanto riconosciuto dalla legge anche agli strumenti finanziari partecipativi, non può che conferire, di riflesso, rilevanza sociale agli strumenti che ne siano muniti.

Colta, così, la sfumata linea di demarcazione tra soci ed altri finanziatori sociali, nonché lo svilupparsi, all'interno di ciascuna categoria, di una più complessa articolazione dei gruppi di interesse, la frammentazione dell'interesse sociale sembra palesarsi in tutta la sua portata.

Da un lato l'interesse dei soci si scompone, ora sotto il profilo dei meccanismi decisionali (tra interesse della maggioranza ed interesse della minoranza), ora sotto il profilo delle attese patrimoniali (tra interesse dei soci imprenditori ed interesse dei soci investitori, a sua volta scomposto tra interesse degli investitori-piccoli risparmiatori ed investitori-soggetti istituzionali); dall'altro lo stesso si trova a dover convivere con una vasta serie di altri interessi a rilevanza sociale, di cui risultano portatori quanti concorrono al finanziamento dell'impresa senza assumere la veste di soci.

Nessuna natura eversiva delle azioni correlate, dunque, che, lungi dal porsi in

---

<sup>54</sup> L'alterità dell'interesse di ciascuna categoria rispetto all'interesse sociale, come tradizionalmente considerato, era già evidenziata alla fine degli anni cinquanta da: A. Mignoli, *L'interesse sociale*, cit.



contrasto con il concetto giuridico di società, e piuttosto che contraddire con la nozione di interesse sociale, altro non costituiscono che una- tra le altre- conferma dell'intenzione legislativa di moltiplicare il ventaglio delle forme di raccolta di risorse finanziarie impiegabili dalla s.p.a., e della conseguente scomposizione dell'interesse sociale (in una pluralità di interessi a rilevanza sociale che prendono il posto di un, ormai non più sostenibile, interesse sociale unitario).

Sgombrato, in tal modo, ogni possibile residua perplessità sulla posizione corporativa dei portatori di azioni correlate, l'attenzione dell'interprete, e del pratico, deve piuttosto concentrarsi sull'individuazione dei caratteri essenziali dell'azione correlata, cui l'autonomia statutaria non può derogare senza determinare la fuoriuscita dal tipo.

#### **4. Gli elementi essenziali della fattispecie**

Dalla scarsa disciplina legislativa riservata alla nominata categoria azionaria (art. 2350 II e III co. c.c.), può desumersi quanto segue:

- a) a dover essere correlati sono i *(uno o più) diritti patrimoniali incorporati nell'azione* (e, dunque, non anche i diritti amministrativi, di cui l'autonomia statutaria può liberamente determinare il contenuto, salvi i limiti legali dettati per le partecipazioni azionarie in generale);
- b) la correlazione deve essere riferita ai *risultati di un "determinato settore" dell'attività sociale;*
- c) nello statuto devono essere stabiliti i criteri di individuazione dei costi e ricavi

imputabili al settore, nonché le modalità di rendicontazione ed i diritti attribuiti alle stesse azioni;

- d) la convertibilità –automatica o volontaria - in azioni di altra categoria costituisce carattere solo eventuale della fattispecie;
- e) ai possessori di azioni correlate non possono essere pagati dividendi se non nei limiti degli utili risultanti dal bilancio generale della società.

Solo quanto rilevato *sub a)* e *b)*, in ordine all’oggetto ed al parametro di riferimento della correlazione, vale a tracciare gli elementi essenziali e caratterizzanti della fattispecie.

I meccanismi di informazione di cui *sub c)* e *d)*, difatti, non sembrano idonei a configurare un diritto speciale di categoria all’informazione preventiva (per i criteri di imputazione al settore di costi e ricavi) e successiva (per la rendicontazione di settore), e ciò in quanto gli stessi, dovendosi attuare a livello statutario, non possono intendersi concepiti a beneficio esclusivo degli azionisti correlati, bensì- piuttosto- di tutti i soci, compresi quelli non correlati al settore tracciato, in quanto “correlati di riflesso” ai risultati della restante gestione sociale.

Il limite- nel pagamento dei dividendi- di cui *sub e)*, poi, discende dalla stessa natura partecipativa delle azioni (*ex art. 2433, Il co. c.c.*).

Il giudizio espresso *sub d)*, in ordine alla convertibilità delle azioni correlate, necessita tuttavia di più approfondite considerazioni.

Del riferimento normativo alla disciplina statutaria delle “eventuali condizioni e

modalità di conversione in azioni di altra categoria”, infatti, sono state offerte in dottrina diverse letture.

Secondo un primo orientamento esegetico<sup>55</sup> la convertibilità in azioni di altra categoria costituirebbe un elemento essenziale ed insopprimibile della fattispecie. La disposizione riferirebbe l’aggettivo “eventuali” alle condizioni della conversione, lasciando intendere che in mancanza di un’espressa disciplina statutaria volta a limitarne le condizioni di esercizio, la convertibilità sarebbe comunque obbligatoria. Una norma di fattispecie, dunque, nella parte in cui individua la conversione come elemento tipico ed inderogabile dell’azione correlata.

Secondo un’altra ricostruzione<sup>56</sup>, invece, la norma imporrebbe la disciplina statutaria del sistema diretto a regolare le vicende idonee a rendere l’attività settoriale non più perseguibile, senza tuttavia configurare come obbligatoria la scelta della conversione in azioni di altra categoria. La disciplina delle modalità di conversione sarebbe infatti alternativa- e perciò eventuale- ad altri sistemi statutariamente ideabili, tra i quali, ad esempio, il riscatto.

Il riferimento alle “eventuali condizioni e modalità di conversione in azioni di altra

---

<sup>55</sup> S. Serafini, *Le azioni correlate e i diritti patrimoniali sui risultati del settore*, in Riv. dir. comm. 2005, I, 796, nt. 18, per la quale da un’ “attenta lettura” della norma, è “evidente che l’aggettivo eventuali si riferisce al sostantivo condizioni”. Da ciò l’A. desume che “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 stabilirebbe, dunque, “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 es. la cessione del settore”.

<sup>56</sup> È questa l’opinione di: U. Patroni Griffi, *Le azioni correlate*, cit., 77. Per l’A. “sembra che lo statuto non possa esimersi dal disciplinare le conseguenze, sul piano societario, dell’eventuale dismissione del patrimonio afferente ad un settore ovvero alla cessazione dell’attività del settore. (...) la disciplina delle modalità di conversione è alternativa (ed in questo senso eventuale) ad altri sistemi di liquidazione della partecipazione azionaria quando l’attività settoriale non sia più (per volontà dell’organo di gestione ovvero per altre circostanze) perseguibile. Quale ad esempio l’emissione di azioni correlate riscattabili”.

categoria”, dunque, avrebbe valore meramente esemplificativo, la vera portata dispositiva della norma rintracciandosi nell'imposizione di una disciplina statutaria di un qualunque sistema idoneo a regolare le possibili vicende estintive, modificative o traslative del settore tracciato.

Si distingue, poi, la tesi di chi<sup>57</sup>, pur negando l'essenzialità della conversione, riconosce alla norma una più ampia portata dispositiva, individuando nel riferimento alle “eventuali condizioni e modalità di conversione in azioni di altra categoria” la volontà legislativa di configurare la convertibilità come sistema residuale di disciplina, destinato a regolare, in mancanza della disciplina statutaria di altri sistemi, le possibili vicende estintive, modificative o traslative del settore tracciato.

Diverso percorso esegetico, sia pur sempre nel solco della non essenzialità della conversione, è offerto da chi<sup>58</sup>, intendendo l'aggettivo “eventuali” riferito alle condizioni e modalità di esercizio della conversione, attribuisce alla norma lo scopo di imporre la regolamentazione pattizia delle condizioni e modalità di esercizio del diritto di conversione nei casi in cui tale diritto fosse convenzionalmente incorporato nell'azione. Il legislatore, in altri termini, si sarebbe preoccupato di rammentare ai privati che, se proprio intendono regolare, e con la conversione, certe vicende afferenti il settore tracciato, devono farlo bene, specificando condizioni e modalità di

---

<sup>57</sup> In questo senso: L. Salamone, , *Il finanziamento dei patrimoni destinati a "specifici affari"*, in Giur. Comm. 2006, I, 258 ss., cui aderisce: P. Sfameni, *sub art. 2350*, in Commentario alla riforma delle società diretto da P. Marchetti-L.A. Bianchi-F. Ghezzi-M. Notari, 347, per il quale “sembra meritevole di accoglimento la tesi alla luce della quale la convertibilità (nonché le condizioni e le modalità della stessa) non debba ritenersi 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 (direttamente o indirettamente) in caso di atti dispositivi o sensibilmente modificativi dell'attività settoriale relativa”.

<sup>58</sup> La tesi è di: G. Mignone, *Commento all'art. 2350*, in *Il nuovo diritto societario*, Commentario diretto da G. Cottino, G Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, edizione 2009, 306.

esercizio del diritto.

La questione, di non facile soluzione, impone un'indagine particolarmente approfondita.

La ricostruzione esegetica del significato e della portata della norma impone di interrogarsi innanzitutto sulle ragioni- se esistenti- che avrebbero potuto indurre il legislatore a configurare la conversione in altra categoria di azioni come meccanismo- tipico ed inderogabile, o residuale- di soluzione delle possibili vicende idonee a rendere non più perseguibile l'attività del settore tracciato, ovvero a prescrivere la disciplina statutaria di un qualsivoglia sistema idoneo a regolare le medesime vicende.

Una corretta risposta all'interrogativo esige e presuppone la soluzione a monte di una diversa- e non meno importante- questione: a chi spetta la competenza a decidere le operazioni idonee a determinare il trasferimento, la modificazione o l'estinzione del settore d'attività tracciato? la particolare struttura finanziaria della società, architettata con l'emissione di azioni correlate, può considerarsi idonea a determinare, per esse, la competenza implicita dell'assemblea straordinaria, in quanto operazioni idonee ad incidere significativamente sui diritti partecipativi dei soci? ovvero la competenza a decidere tali operazioni deve considerarsi pur sempre affidata, in quanto operazioni di natura gestionale, all'organo amministrativo?

Dette decisioni, certo, possono avere un rilevante impatto sui diritti partecipativi, essendo in grado di determinare la riduzione o addirittura l'azzeramento delle

aspettative patrimoniali degli azionisti correlati<sup>59</sup>. Impatto che potrebbe- in astratto- in mancanza di una tutela alternativa, implicare la competenza dell'assemblea straordinaria, secondo la dottrina delle competenze implicite.

Il legislatore avrebbe potuto, dunque, scegliere tra due strade: a) imporre- in termini assoluti od in via residuale- un meccanismo di tutela legale ovvero prescrivere la disciplina statutaria di un sistema di tutela negoziale; ovvero, all'opposto, b) non imporre un meccanismo di tutela legale né prescrivere la disciplina statutaria di un sistema di tutela negoziale.

Scegliendo la prima opzione, il legislatore- garantendo in un modo o in un altro una tutela specifica- avrebbe escluso ogni possibile deroga alla competenza dell'organo amministrativo, il quale sarebbe stato libero di prendere qualsivoglia decisione gestionale pur se incidente, in misura più o meno rilevante, sui diritti partecipativi dei soci, in quanto la tutela di questi ultimi sarebbe stata già a monte definita (dalla legge o dallo statuto).

Scegliendo la seconda, invece, il legislatore avrebbe consentito all'interprete di affermare la competenza implicita<sup>60</sup> dell'assemblea straordinaria, con la conseguenza che il meccanismo di tutela degli azionisti correlati sarebbe stato già

---

<sup>59</sup> Un impatto ugualmente rilevante potrebbe derivare, pare opportuno precisare, anche da operazioni aventi l'effetto di rendere improseguibile la residua attività sociale, e riguardare i diritti degli azionisti solo di riflesso correlati alla restante gestione (non tracciata).

<sup>60</sup> Per la possibilità di individuare competenze assembleari derivanti implicitamente dalla legge, si vedano: P. Abbadessa, *L'assemblea nella s.p.a.: competenza e procedimento nella legge di riforma*, in Giur. Comm., 2004, supplemento al n.3, 545 ss.; G.B. Portale, *Rapporti tra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in Liber amicorum Campobasso, vol. II, 2006, 6 ss.; M. Maugeri, *Sulle competenze "implicite" dell'assemblea nella società per azioni*, in Riv. dir. soc., 2007, 86 ss.

presente nel sistema normativo, e desumibile dall' art. 2376<sup>61</sup> in caso di riduzione delle prerogative finanziarie collegate alle azioni, nonché dall' art. 2265 c.c. in caso di azzeramento della partecipazione agli utili.

Se questa fosse stata l'idea legislativa (quella di consentire implicitamente una modifica delle regole di ripartizione delle competenze tra assemblea ed organo gestorio) irrigidita sarebbe risultata la struttura finanziaria realizzata con l'emissione

---

<sup>61</sup> Pare opportuno precisare che, ad avviso di chi scrive, non sarebbe invece azionabile il rimedio costituito dal diritto di recesso di cui all'art. 2437 primo comma lett. g) c.c. Al riguardo è necessario tener presente che il vago riferimento, operato dalla norma, alle *modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto e di partecipazione* ha suscitato in dottrina rilevanti dubbi circa l'ambito applicativo della norma. Oggetto di indagine risulta essere, in primo luogo, il significato dell'espressione *diritti di partecipazione*: secondo un certo orientamento ( G. F. Campobasso, in *Manuale di diritto commerciale*, ediz. 6, vol 2, 495) da intendersi come sinonimo di "diritti patrimoniali", secondo una diversa impostazione da intendersi in senso più estensivo (Calandra Buonauro, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. Comm.*, 2005, I, 295 ss.; Sacchi, in *Autonomia statutaria, competizione fra ordinamenti e giurisprudenza comunitaria*, *Riv. dir. civ.*, 2004, II, 76). In secondo luogo, non poche incertezze suscita la necessità o meno che la delibera abbia ad oggetto diretto la modifica dei diritti del socio. La questione assumerebbe particolare rilevanza in ipotesi di competenza implicita dell'assemblea straordinaria a deliberare le operazioni idonee a rendere improseguibile l'attività del settore tracciato, incidenti solo indirettamente sui diritti degli azionisti correlati. Al riguardo, secondo un certo orientamento (A. Paciello, *sub art. 2437*, in *Società di capitali. Commentario*, cit., 1114) il diritto di recesso spetterebbe al socio anche nel caso in cui la modifica dei diritti sia l'effetto indiretto di una diversa delibera. Sembra tuttavia prevalente l'idea per cui il legislatore avrebbe inteso distinguere i meccanismi di tutela di cui agli artt. 2376 e 2437 lett. g c.c., adottando per il primo un criterio di ordine sostanziale (qualunque delibera implicante anche indirettamente un pregiudizio dei diritti della categoria), e per il secondo un criterio di ordine formale (le sole delibere aventi ad oggetto diretto la modificazione- in senso peggiorativo o anche migliorativo- della clausola statutaria attributiva degli speciali diritti di categoria). Sul punto si vedano: Di Cataldo, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, 3, 228; nonché, G. F. Campobasso, *Le obbligazioni*, 498 e 470 ss., che, in tema di obbligazioni, argomentando dalla somiglianza tra la disposizione di cui all'art. 2415, primo comma n. 2, c.c. ed il tenore letterale dell'art. 2437 primo comma lett. g- in contrapposizione al tenore letterale degli artt. 2376 c.c. e 146 t.u.f.- giunge ad affermare che soggette ad approvazione sono le sole delibere della società comportanti una modificazione diretta delle situazioni soggettive originariamente attribuite agli obbligazionisti, e non invece quelle che possono incedere sulle stesse in modo solo riflesso. Il diverso ambito applicativo tra i meccanismi di tutela di cui agli artt. 2376 e 2437 lett. g c.c.- come qui precisato- consente, inoltre, di escludere l'ammissibilità del recesso per gli azionisti ordinari nel caso di aumento del capitale sociale, effettuato da una società con una struttura comune del capitale mediante l'esclusione del diritto di opzione e l'emissione di azioni correlate: dalla delibera di aumento, infatti, non deriva per i vecchi azionisti una modificazione diretta dei diritti di partecipazione loro originariamente attribuiti. Né sarebbe applicabile l'art. 2376 c.c., mancandone evidentemente i presupposti, con la conseguenza che la tutela degli azionisti correlati sarebbe assicurata dalla disciplina del diritto di opzione.

di azioni correlate, a causa della maggiore complessità delle formalità che connotano le decisioni dell'assemblea straordinaria. Lo strumento finanziario sarebbe stato privato di quella flessibilità che più di ogni altro fattore può garantirne l'efficienza, e che- come si vedrà in prosieguo- può renderlo preferibile (date certe condizioni) ad altri istituti. Effetti, questi, che difficilmente sembrano riconducibili alle intenzioni di un legislatore dichiaratamente interessato a fornire alle società italiane uno strumento in più per esaltarne il valore ed accrescerne la competitività sul mercato.

Scartata, per questa via, la ricostruzione esegetica per ultima richiamata, non resta che indagare il grado di sostenibilità delle altre.

Contro la prima ricostruzione esegetica, intesa a qualificare la convertibilità in azioni di altra categoria come elemento essenziale ed inderogabile delle azioni correlate può evidenziarsi quanto segue:

- a) l'inderogabile imposizione normativa di uno specifico meccanismo, tra i più in astratto impiegabili, contrasta evidentemente con la scelta legislativa- particolarmente accentuata con la riforma- di lasciare l'autonomia privata libera di formulare la disciplina negoziale più idonea a regolare gli interessi concretamente in gioco, salvo solo il rispetto dei limiti derivanti da principi di carattere generale (che qui non risultano coinvolti);
- b) l'eventualità riferita alle condizioni sembra idonea a far rientrare dalla finestra la derogabilità che si voleva uscita dalla porta, in quanto resterebbe da spiegare quale sarebbe il meccanismo di tutela da applicare in quelle vicende che *ex statuto* non risultino rientrare nelle condizioni di conversione.



Contro la lettura che qualifica il riferimento operato dalla norma alla convertibilità in azioni di altra categoria come operato a titolo puramente esemplificativo, può sollevarsi la seguente criticità:

- a) essa, affidando all'autonomia statutaria il compito di scegliere il sistema destinato a risolvere le possibili future- astrattamente infinite- vicende traslative, modificative od estintive del settore tracciato (regolandone altresì modalità e condizioni) lascia aperto il campo a situazioni di impasse che possono verificarsi nel caso in cui l'organo amministrativo voglia realizzare operazioni idonee ad incidere sul settore (e perciò sui diritti partecipativi dei soci) non espressamente contemplate nello statuto sociale. Non sembrando possibile comprendere nel controllo di legittimità di cui all'art. 2436 c.c. un accertamento della capacità onnicomprensiva della clausola statutaria in questione, l'organo amministrativo si troverebbe a dover scegliere tra il compimento di un'operazione gestoria incidente sui diritti partecipativi dei soci e l'astensione dal medesimo (salvo a non voler far tornare in campo lo spettro di una competenza assembleare implicita per le operazioni non statutariamente regolate).

Sembra, allora, più ragionevole, oltre che più conforme agli obiettivi del legislatore ed all'intero sistema, interpretare la norma nel senso che il legislatore- considerate le infinite vicende traslative, modificative ed estintive che possono coinvolgere le

divisioni sociali (virtualmente) separate con l'emissione delle azioni correlate- abbia inteso lasciare all'autonomia statutaria la scelta e la regolamentazione del sistema ritenuto in concreto più idoneo- consentendo ai soci di rimanere in società con diritti diversi (conversione) ovvero di uscire dalla società ottenendo la liquidazione della partecipazione azionaria (recesso o riscatto)- riferendosi alla conversione quale rimedio residuale, destinato ad applicarsi solo in mancanza di una diversa disciplina pattizia.

La scelta- come qui ricostruita- ha consentito al legislatore di conservare all'organo amministrativo il potere decisionale sulle vicende in questione, escludendo tanto i presupposti per la configurazione di una competenza implicita dell'organo assembleare, quanto- al contempo- il rischio di un organo amministrativo ingessato da un'incompletezza statutaria, ovvero decisioni amministrative incidenti sui diritti partecipativi dei soci.

Né risultano tradite le esigenze informative che hanno ispirato la norma: una volta riscontratasi, per la mancanza di una disciplina statutaria *ad hoc*, la necessità di operare la conversione delle azioni correlate in azioni di altra categoria, infatti, le modalità e le condizioni economiche della conversione medesima (la categoria in cui convertire, nonché il rapporto di conversione) sarebbero determinate dall'assemblea straordinaria- in occasione dell'evento che determina la necessità della conversione- tenendo conto in concreto del valore (reale)- in quel momento- di ciascuna categoria azionaria (che riflette i diritti in ognuna incorporati), con la conseguente possibilità per i soci non consenzienti di recedere dalla società ex art. 2437, primo comma, lett. g)

c.c.<sup>62</sup>, per un valore da determinarsi (e comunicarsi) ai sensi dell'art. 2437 ter c.c.

Resta, perciò, comunque assicurata a tutti i soci un'adeguata informazione, idonea a consentire una scelta consapevole dei rischi dell'investimento realizzato con l'acquisto della partecipazione azionaria.

Quanto osservato- in particolare circa la non essenzialità del carattere della convertibilità in azioni di altra categoria- può legittimamente indurre a qualificare la norma in discorso come *norma di disciplina* e non di fattispecie. Essa, difatti, lascia l'autonomia negoziale libera (salvi i limiti di carattere generale di cui si dirà subito dopo) di determinare il contenuto dei diritti della fattispecie- solo nominata, ma non tipizzata in senso tecnico- imponendo, tuttavia, una dettagliata informazione statutaria, e, per quanto non espressamente regolato, una normativa di *default* comunque in linea con le sentite esigenze informative.

La scelta legislativa- che può considerarsi opportuna, in quanto idonea a valorizzare l'aspetto forse più interessante dello strumento, ossia la sua flessibilità- impone allo studioso il compito di individuare i limiti entro cui l'autonomia statutaria può muoversi nella costruzione concreta della categoria.

Detti limiti, per quanto detto, saranno quelli derivanti dalla stessa natura di partecipazione azionaria, dalla fattispecie sociale in generale, e dal tipo s.p.a. in particolare. Non ci si scontrerà, invece, con limiti derivanti dal tipo azionario,

---

<sup>62</sup> La delibera assembleare determinante le condizioni e le modalità della conversione in un'altra categoria azionaria- dotata di diritti diversi da quelli incorporati nelle azioni correlate da convertire- infatti, comporterebbe una modificazione diretta dei diritti di partecipazione, rientrando a pieno titolo e senza alcun dubbio nell'ambito applicativo dell'art. 2437 primo comma lett. g c.c. (si rinvia, al riguardo, a quanto precisato nella nota precedente in ordine all'ambito applicativo dell'art. 2437 primo comma lett. g c.c.).

mancando- come detto- una vera e propria tipizzazione della fattispecie.

Non si tratterà, tuttavia, di un mero esercizio teorico, ma di un'indagine condotta al fine di individuare ( e suggerire) le soluzioni meglio in grado di garantire l'efficienza della complessiva operazione di ristrutturazione finanziaria. L'autonomia statutaria, infatti- se non ben impiegata- può rendere lo strumento poco appetibile sul mercato ovvero inefficace rispetto agli obiettivi in concreto avuti di mira.

Ciò che pare opportuno fin da ora evidenziare è che la correlazione indica e comporta una mera parametrizzazione, ai risultati del settore tracciato, del diritto (o dei diritti) cui è riferita. Essa incide, cioè, sul calcolo del relativo ammontare, senza modificarne la natura.

Il diritto a partecipare agli utili d'esercizio, per fare un esempio, resta tale e non si trasforma in diritto ai risultati del settore tracciato, anche se su questi calcolato nella determinazione dell'ammontare spettante agli azionisti correlati.

Nel determinare il criterio di correlazione l'autonomia statutaria - in mancanza di specifici limiti legali - può considerarsi libera di scegliere tra:

- a) un criterio di correlazione assoluta, avente l'effetto di riservare i risultati di un determinato settore esclusivamente agli azionisti ad esso correlati (clausole cd. di close tracking);
- b) un criterio di correlazione proporzionale, avente l'effetto di riservare agli azionisti correlati ad un dato settore solo una percentuale dei risultati del

settore tracciato<sup>63</sup> (clausole cd. di *loose tracking*), determinabile secondo una regola anch'essa convenzionale (che può tener conto, ad esempio, del valore patrimoniale del comparto rispetto all'intero patrimonio sociale, ovvero del valore reddituale del settore rispetto alla *performance sociale* complessivamente accertata).

Quanto, poi, ai risultati prodotti dalla restante gestione sociale, l'autonomia statutaria è libera di scegliere tra:

- c) l'escludere le azioni correlate da ogni partecipazione ad essi (cd. azioni correlate in senso forte o non partecipanti);
- d) ovvero, il riconoscere alle azioni correlate una partecipazione ai medesimi, variamente determinabile (cd. azioni correlate in senso debole o partecipanti)<sup>64</sup>.

Nessun limite, poi, sembra potersi desumere dalla norma- come dal suo fondamento,

---

<sup>63</sup> È evidente che, prevedendosi una correlazione di tipo proporzionale, si realizza una concorrenza degli azionisti ordinari sui risultati positivi del settore. La possibilità di tale concorrenza è negata da: F. Martorano, *Sub art. 2350*, in *La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003 n.6* a cura di M. Sandulli-V. Santoro, I, Torino, 2003, 144. L'A., pur ammettendo l' "assenza di dati normativi significativi, quale avrebbe potuto essere l'avverbio soltanto", sostiene che "nel dubbio (ossia laddove manchi una specificazione statutaria nell'uno e nell'altro senso" gli azionisti correlati devono ritenersi esclusi dalla partecipazione ai risultati positivi originati dalla gestione della restante attività sociale, in quanto "il privilegio di appropriazione degli utili di settore" dovrebbe (a detta dello stesso) "essere bilanciato dall'alea di un risultato negativo del settore medesimo". L'argomentazione sembra priva di ogni fondamento, mancando- sia in generale che con riferimento specifico alle azioni correlate- qualunque appiglio normativo che possa indurre a sostenere che i privilegi accordati statutariamente debbano essere compensati e bilanciati dall'alea di una loro completa vanificazione.

<sup>64</sup> Negano l'ammissibilità di clausole di correlazione cd. deboli, e, dunque, di azioni correlate cd. partecipanti: Ottaviano-Suzzi, *I diritti patrimoniali inerenti le azioni correlate: ripartizione degli utili e delle perdite*, in *Amm. Fin.*, fasc. 6, 2008, 26.

o dal sistema- in ordine alla *tipologia di diritto patrimoniale* da correlare ai risultati del settore: la società, dunque, può legittimamente considerarsi libera di scegliere- oltre ai criteri di correlazione, di determinazione del settore, del suo risultato, e della sua distribuzione- il tipo ( o i tipi) di diritto patrimoniale cui riferire il criterio di correlazione (come il tipo- o i tipi- di diritto patrimoniale cui eventualmente collegare una partecipazione ai risultati della restante gestione sociale).

Oggetto di correlazione, dunque, possono essere tanto i *tipici* diritti alla partecipazione agli utili e alle perdite ed al rimborso del capitale allo scioglimento della società, quanto diritti *diversi*, purchè di natura patrimoniale<sup>65</sup>.

### **5. La determinazione del settore tracciato – Le cd. subsidiary shares**

Dovendosi quantificare i diritti patrimoniali spettanti alle une come alle altre delle due (o più) categorie azionarie, gli uni riferiti al settore tracciato, gli altri ai residui settori dell'attività sociale, problema centrale diviene, in concreto, l'individuazione (statutaria) dell'esatto settore oggetto di separazione.

Il legislatore, al riguardo, limitandosi nel dettato normativo ad un mero e generico riferimento al "settore", non fornisce alcun criterio che possa indirizzare l'autonomia statutaria nella sua concreta determinazione.

Il rilievo impone all'interprete, come al pratico, di interrogarsi sull'esistenza o non, nel nostro ordinamento, di una nozione giuridica di settore, generalmente valida.

---

<sup>65</sup> Sui limiti- in generale- alla libertà di creazione di diritti diversi, si veda: P. Sfameni, *sub art. 2350*, in Commentario alla riforma delle società, cit., 250 ss.

L'indagine conduce- e rapidamente- ad un risultato deludente.

Sfogliando il codice civile, ed in particolare le norme in materia di bilancio, si scopre- per chi non ne avesse già contezza- che il termine era, ed è tuttora, impiegato dal legislatore (ex art. 2429 bis ante riforma, cui corrisponde l'art. 2428 nel testo attualmente vigente del codice) nella disciplina della relazione sulla gestione dell'organo amministrativo.

L'uso che se ne fa è generico, mancando una chiara presa di posizione sul suo significato.

L'accostamento del termine, nell'una come nell'altra norma, ai "costi" e "ricavi" ad esso contabilmente riferibili, sembra evidenziare, però, la natura economica della nozione, spostando il campo dell'indagine dal piano giuridico a quello economico-aziendale, ed imponendone, secondo parte della dottrina, un'interpretazione funzionale<sup>66</sup>.

Il mutamento di prospettiva, lascia ancora una volta deluso il giurista alla ricerca di una definizione o, perlomeno, di criteri direttivi certi.

Gli economisti che si sono cimentati in tale indagine, infatti, giungono ad affermare che i criteri di disaggregazione sono molteplici<sup>67</sup>, potendo i segmenti essere

---

<sup>66</sup> P. Sfameni, *sub art. 2350*, in Commentario alla riforma delle società diretto da P. Marchetti-L.A. Bianchi-F.Ghezzi-M.Notari, 306 ss., e P. F. Mondini, cit., 77.

<sup>67</sup> R.K.Mauz, *Bases for more detailed reporting by diversified companies*, in Financial reporting by diversified company, Financial Executives Research Foundation, New York, 1968, 340-345, ad esempio, afferma che la segmentazione può avvenire sulla base dei prodotti (*products*) o delle linee di prodotto (*product lines*), dei più ampi settori (*industry groupings*), delle entità legali che compongono il gruppo di imprese (*legal entities*), dei mercati (*markets*) o, infine, delle divisioni organizzative (*organizational divisions*).

Diversi autori, poi, hanno suggerito il ricorso a classificazioni standard delle attività economiche, basate, il più delle volte sugli insediamenti produttivi o sulle classi di imprese, in relazione alla tipologia di attività svolta, senza tuttavia risultare particolarmente convincenti. Per riferimenti, e per la critica dei

variamente enucleati, in rapporto alle peculiari caratteristiche che la realtà economica oggetto di osservazione presenta.

Ciascun sistema di estrapolazione può apparire adeguato per certi versi, ed inadeguato per altri, nessuna delle basi di segmentazione dell'unitario sistema della gestione aziendale potendo essere considerata ottima in senso assoluto, ed essere applicata con riferimento a tutte le realtà aziendali.

L'attenzione per l'identificazione dei settori/segmenti, si è concentrata e si concentra soprattutto in tema di *segment reporting*, e gli approcci che in concreto si sono maggiormente diffusi sono riducibili essenzialmente ai seguenti: il *Risk-return approach*, il *Management approach*, ed il *Management approach with a risks-and-rewards safety net*<sup>68</sup>.

Ciascuno di essi scompone, secondo criteri distinti, l'attività aziendale, ai fini della presentazione di informazioni settoriali attraverso il *segment reporting*.

La disponibilità di informazioni settoriali assume centrale rilevanza nelle scelte gestionali, consentendo di individuare per quali attività e per quali aree geografiche gli obiettivi sono stati centrati, e per quali settori ciò non è stato possibile: l'analisi delle motivazioni degli scostamenti dei dati di consuntivo rispetto agli obiettivi preventivati consente di chiarire, settore per settore, le ragioni di eventuali inefficienze e di individuare le azioni correttive di volta in volta necessarie.

L'informativa settoriale esterna, poi, influisce significativamente sulle dinamiche di

---

diversi tentativi di categorizzazione, si veda: N. Angiola, *Imprese diversificate e informativa settoriale*, Torino, 2004, 69.

<sup>68</sup> Per una chiara esposizione dei tre approcci, si veda: N. Angiola, *Imprese diversificate e informativa settoriale*, cit., 73 ss..



mercato, fornendo agli investitori (ed agli *stakeholders* in genere) informazioni utili per esprimere un giudizio sul profilo rischio/rendimento dei diversi segmenti operativi, oltre che alla comprensione delle politiche di investimento seguite dalle imprese diversificate<sup>69</sup>.

È in questo contesto, e in quest'alveo teorico, che nasce e si muove lo IAS 14, primo principio contabile in materia di *segment reporting* emanato dall'*International Accounting Standards Committee*<sup>70</sup> (IASC) nel 1981, rivisitato nel 1997 (IAS 14-R, recepito dal 2005)<sup>71</sup>.

Ed è ai principi contabili internazionali, ed in particolare al principio IAS 14 che parte della dottrina<sup>72</sup> ha ritenuto di dover inevitabilmente rinviare ai fini in discorso<sup>73</sup>.

Lo IAS 14-R, in particolare, accogliendo il *Management approach with a risks-and-rewards safety net*<sup>74</sup>, distingueva due tipologie di settore:

- il *business segment*, inteso come "... una parte dell'impresa distintamente

<sup>69</sup> Per una chiara analisi delle istanze informative di investitori, analisti, governi, organizzazioni nazionali e internazionali, e degli altri *stakeholders*, nonché dei relativi vantaggi e costi per l'impresa, si veda, ancora: N. Angiola, *Imprese diversificate e informativa settoriale*, cit.

<sup>70</sup> La conoscenza di tali informazioni, ad esempio, può risultare particolarmente utile ai governi, non solo per capire quali sono i motivi che inducono le imprese estere ad investire nel Paese, ma anche per comprendere in quali Paesi conviene investire.

Attualmente l'autorità preposta all'emissione dei principi contabili internazionali è l'*International Accounting Standards Board* (IASB), organismo istituito il primo aprile del 2001, che ha raccolto l'eredità dello IASC, costituito invece nel 1973 dall'*International Federation of Accountants* (IFAC), che rappresenta la professione contabile internazionale, allo scopo di promuovere l'armonizzazione delle regole per la redazione dei bilanci delle società.

Per un sintesi sulla disciplina dell'informativa settoriale, con analogie e differenze tra IFRS, US GAAP e Principi contabili italiani, si rinvia all'Appendice.

<sup>71</sup> Per un'esauriente analisi, tra interpretazione e applicazione, dello IAS 14, originale e rivisitato, si veda: N. Angiola, *las 14: segment reporting*, Milano, 2004.

<sup>72</sup> P. Sfameni, sub. Art. 2350 c.c., in Commentario alla riforma delle società, cit., 307.

<sup>73</sup> Sul valore interpretativo dei principi contabili internazionali, si veda ancora: P. Sfameni, *Le fonti della disciplina del bilancio delle società*, in La disciplina giuridica del bilancio di esercizio a cura di L. A. Bianchi,, Milano, 2001, 16 ss.

<sup>74</sup> L'approccio conduce all'individuazione dei segmenti attraverso l'esame della struttura organizzativa e del sistema informativo interno dell'impresa, nella consapevolezza che essi forniscano la migliore dimostrazione della diversità dei rischi e dei rendimenti.

identificabile che fornisce un singolo prodotto o servizio o un insieme di prodotti e servizi collegati ... e che è soggetta a rischi e a benefici diversi da quelli degli altri segmenti d'affari ...”<sup>75</sup>;

- il *geographical segment*, costituito da una o più combinazioni produttive omogenee avuto riguardo alle condizioni che definiscono la configurazione dell'area geografica nella quale si realizza e/o si commercializza la produzione e allo specifico profilo rischio/rendimento<sup>76</sup>.

Il *business segment* (o settore operativo) si otteneva, dunque, aggregando le operazioni di gestione secondo vari criteri di omogeneità, quali la natura dei prodotti/servizi realizzati, la tipologia dei processi produttivi svolti, la tecnologia impiegata, la classe di clienti serviti, il canale distributivo utilizzato.

Il *geographical segment* (o settore geografico) si individuava, invece, con riferimento alle aree geografiche di localizzazione dei mercati o delle attività produttive omogenee per condizioni politiche ed economiche, disciplina valutaria, rischi valutari, rischi specifici di varia natura (naturali, bellici, ecc.).

Il criterio-guida della segmentazione era, dunque, l'omogeneità del profilo rischio-rendimento<sup>77</sup>.

---

<sup>75</sup> È la traduzione letterale del par. 9, IAS 14-R, di cui qui si riporta il testo originale: “*is a distinguishable component of an enterprise that is engaged in providing an individual product or service or a group of related products or services and that is subject to risks and returns that are different from those of other business segments*”.

<sup>76</sup> È la traduzione letterale di un altro passo del par. 9, IAS 14-R, di cui qui si riporta il testo originale “*is a distinguishable component of an enterprise that is engaged in providing products or services within a particular economic environment and that is subject to risks and returns that are different from those of components operative in other economic environments*”.

<sup>77</sup> La scelta tra le due tipologie di settore era semplice solo all'apparenza. Lo riferisce: D. Nicolò,

Il principio contabile IAS 14-R, a sua volta, a seguito del Regolamento CE 1358/2007 del 21 novembre 2007, è stato abrogato e sostituito dal principio IFRS 8<sup>78</sup>.

Il paragrafo 5 dell'IFRS 8 definisce il settore operativo oggetto dell'informativa esterna come "... una componente di un'entità:

- a) che intraprende attività imprenditoriali generatrici di ricavi e di costi (compresi i ricavi ed i costi riguardanti operazioni con altre componenti della medesima entità);
- b) i cui risultati operativi sono rivisti periodicamente al più alto livello decisionale operativo ai fini dell'adozione di decisioni in merito alle risorse da allocare al settore e della valutazione dei risultati;

---

in *Il reporting per segmenti e l'informativa settoriale secondo l'IFRS 8*, Milano, 2009, 69. L'A. rileva che le imprese che operano su scala internazionale vendono in più nazioni, ma concentrano la produzione in una o in poche aree geografiche. L'esempio è quello delle imprese operanti nel settore petrolifero: l'estrazione del greggio, com'è noto, si effettua prevalentemente in nazioni che presentano un grado di rischio-paese certamente non trascurabile. La segmentazione per localizzazione della produzione, pertanto, consente di cogliere tale importante componente del rischio. La vendita dei derivati del petrolio, tuttavia, si effettua prevalentemente in Paesi diversi da quelli in cui avviene l'estrazione del greggio. Di conseguenza, i ricavi derivanti dalle vendite, i costi di distribuzione dei prodotti finiti ed un'importante componente del rischio operativo (quella legata alla variabilità dei prezzi di vendita e della domanda) sono influenzati soprattutto da variabili che configurano il rischio-paese delle nazioni in cui si effettua la vendita.

<sup>78</sup> Le società sono obbligate a redigere l'informativa settoriale secondo le nuove prescrizioni a partire dagli esercizi successivi al gennaio 2009, ma potevano adeguarsi su base volontaria anche in data anteriore.

Pare opportuno evidenziare che, come lo IAS 14-R, anche l'IFRS 8 prevede alcuni requisiti di rilevanza che devono essere rispettati nella definizione dei settori oggetto di informativa esterna. Secondo il par. 13, "un'entità deve fornire informazioni separate in merito ad un settore operativo che soddisfi una qualsiasi delle seguenti soglie quantitative: a) i ricavi oggetto di informativa, comprese sia le vendite a clienti esterni sia le vendite o i trasferimenti tra settori, sono almeno il 10% dei ricavi complessivi, interni ed esterni, di tutti i settori operativi; b) l'importo in valore assoluto del relativo utile o perdita è almeno il 10% maggiore, in valore assoluto, tra i seguenti importi: i) l'utile complessivo relativo a tutti i settori operativi in utile e ii) la perdita complessiva relativa a tutti i settori operativi in perdita; c) le sue attività sono almeno il 10% delle attività complessive di tutti i settori operativi". L'introduzione di queste soglie di rilevanza potrebbe comportare delle differenze con l'informativa settoriale interna, nei casi in cui quest'ultima presenti un più elevato livello di disaggregazione. Lo rileva: D. Nicolò, cit, 81.

c) Per la quale sono disponibili informazioni di bilancio separate”.

Esso è, dunque, un sottosistema aziendale con riferimento al quale si comunicano *report* al più alto livello decisionale operativo contenenti informazioni di bilancio separate (da quelle relative agli altri settori) che si ritengono utili per valutarne i risultati e per assumere le decisioni allocative delle risorse (tra i settori).

Anche lo IAS 14-R, ai fini della scelta del criterio di segmentazione da adottare nello schema primario, operava un esplicito rinvio ai criteri di segmentazione posti a base della definizione dei *report* interni. Poiché, però, prevedeva soltanto tre criteri di segmentazione (per “prodotto, per “aree geografiche di localizzazione dei mercati” e per “aree geografiche di localizzazione della produzione”), impediva di applicare quelli adottati per il *reporting* interno se diversi.

L’IFRS 8, dunque, rafforza la centralità dei criteri di segmentazione del *reporting* interno: i settori devono essere definiti assumendo come riferimento l’articolazione dei *report* per segmenti interni comunicati all’alta direzione.

Poiché le società possono adottare vari criteri di segmentazione, il nuovo *standard*, non riconduce più detti sottosistemi aziendali a tipologie definite (quali i settori d’attività e i settori geografici)<sup>79</sup>. È possibile, pertanto, impiegare vari criteri per “... identificare ... i settori operativi di un’entità, compresa la natura delle attività imprenditoriali di ciascuna componente, l’esistenza di *managers* per esse responsabili e di informazioni presentate al consiglio di amministrazione”<sup>80</sup>.

A questo punto dell’indagine, forte potrebbe essere per l’interprete la tentazione di

<sup>79</sup> Si veda, sul punto, D. Nicolò, cit, 79, il quale definisce come molto opportuna la modifica apportata.

<sup>80</sup> Par. 8, IFRS 8. Per la versione completa del principio IFRS 8 si rinvia all’Appendice.

offrire- ai fini in discussione- una definizione esatta del concetto di settore attraverso il rinvio alla disciplina dell'informativa settoriale secondo i principi contabili internazionali<sup>81</sup>.

La conclusione non appare condivisibile.

Né questa né altre definizioni<sup>82</sup>- pure offerte - paiono idonee: lo stesso tentativo di costringere la nozione di settore- al fine, che qui interessa, di individuare i limiti entro cui possa esplicarsi l'autonomia statutaria- in una definizione astratta ora da questa o quella teoria, ora da questo o quel principio contabile, appare fuorviante.

L'incertezza delle tesi aziendalistiche, la naturale mutevolezza dei principi contabili internazionali, si scontrano con l'esigenza di un criterio certo e sempre valido.

L'attuale centralità riconosciuta nel principio IFRS 8 ai criteri di *reporting* interno, poi, si scontra con l'esigenza che la determinazione dei settori non sia fatta dipendere dall'organo amministrativo.

I diritti patrimoniali degli azionisti correlati, infatti, non possono farsi dipendere dalle decisioni del *directors board*, dovendo essere stabiliti a livello statutario (con la conseguente necessità, per una loro variazione, di una specifica modifica statutaria,

---

<sup>81</sup> È questa, sostanzialmente, la posizione di: P. Sfamini, *Commento all'art. 2350*, cit., 309, che, con riferimento all'abrogato IAS 14-R, parla di "criteri che sembrano potersi ritenere validi, sebbene forse non vincolanti, anche ai fini dell'individuazione del settore di attività i cui risultati possano essere correlati ad azioni speciali"; nonché di P. F. Mondini, cit., 78 ss, che, con riferimento al vigente IFRS 8, sostiene se ne possano trarre "indicazioni più chiare sulle caratteristiche necessarie del settore".

È opportuno rilevare che il rinvio operato non è assoluto, escludendosi che abbia rilevanza, ai fini in discorso, la sussistenza o non dei presupposti dell'obbligatorietà dell'informativa di settore imposti dai principi contabili internazionali.

<sup>82</sup> Identifica il settore di attività con un'articolazione d'impresa idonea a coprire "la divisione, l'area strategica d'affari, il ramo d'azienda": 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, 89. Nello stesso senso: A. Paciello, *Le azioni correlate*, cit, 220.

con le connesse tutele)<sup>83</sup>.

Né il professionista chiamato a controllare della legittimità della clausola statutaria può essere considerato in grado – in quanto privo delle necessarie competenze tecniche- di verificarne la corrispondenza ai richiamati principi.

Questi dovrà limitarsi ad accertare che lo statuto contenga la determinazione dei criteri di individuazione dei costi e ricavi imputabili al settore, delle modalità di rendicontazione e dei diritti attribuiti a tali azioni, escludendo certamente – per le già accennate ragioni – la legittimità delle clausole che riconoscano all'organo amministrativo piena libertà nella determinazione del settore, nonché di quelle che individuino il settore tracciato mediante una, sia pure dettagliata, descrizione del patrimonio ad esso imputabile (a ciò ostando la mancanza di un effetto segregativo reale rispetto al patrimonio sociale).

Preferibile, dunque, un'interpretazione funzionale, ma più aperta, del concetto di settore tracciato, che faccia coincidere lo stesso con una qualsiasi articolazione dell'impresa per la quale sia possibile un'autonoma rendicontazione.

La clausola in parola dovrà, quindi, considerarsi legittima a prescindere dalle dimensioni del settore tracciato – che potranno anche essere o diventare tali da rendere quello tracciato il settore principale dell'attività sociale – nonché dalla specifica provenienza dei relativi risultati, che potranno anche trarre origine prevalentemente da rapporti intersettoriali o da transazioni infragruppo (circostanza,

---

<sup>83</sup> Per la medesima ragione evidenziata nel testo non possono replicarsi, nel nostro ordinamento, le clausole – diffuse tra le società statunitensi emittenti azioni correlate – che riconoscono all'organo amministrativo piena libertà nell'individuazione del settore tracciato.

quest'ultima che può solo incidere sulla probabilità di una buona *performance* delle azioni settoriali).

Né sembra che la norma, o altre considerazioni, impongano il carattere necessariamente interno all'impresa di tale articolazione: con la conseguenza di poter ritenere ammissibile la clausola statutaria che faccia coincidere il settore tracciato con l'attività svolta, indirettamente, per mezzo di una società controllata.

Si tratta del già citato modello delle cd. *subsidiary tracking shares*, diffuso nella prassi straniera, e della cui ammissibilità nel nostro ordinamento tuttora si discute<sup>84</sup>.

Il tenore letterale della norma, difatti, riferendosi ai "risultati dell'attività sociale in un determinato settore", sembra - a prima vista - ammettere il solo modello delle cd. *divisional tracking shares*.<sup>85</sup>

Questa prima impressione può tuttavia essere superata notando che la gestione di partecipazioni detenute in un'altra impresa può consentire alla società partecipante di esercitare indirettamente l'attività oggetto dell'impresa partecipata ogni qualvolta tra la partecipante e la partecipata esista un rapporto di controllo (ossia un rapporto idoneo a garantire alla partecipante la possibilità di esercitare un'influenza dominante sulla partecipata medesima).

L'attività svolta da ciascuna controllata è dallo stesso legislatore considerata come

---

<sup>84</sup> Perplesso circa l'ammissibilità del particolare modello azionario: C. Carbone, *Le azioni correlate quale forma di finanziamento finalizzato*, in *Società*, 2008, 801; Bianchi Di Giulio-Bruno, *Dalle tracking shares alle azioni correlate: brevi riflessioni sull'esperienza domestica italiana*, in *Società*, 2009, 141; De Biasi, *Patrimoni separati e Alphabet stock, nuove norme e vecchi problemi*, in *Vita Not.*, 2003, 467 nt. 46.

<sup>85</sup> Borsa Italia s.p.a., in *Osservazioni*, Riv. soc. 2002, 1564 ss, propose un'integrazione del testo normativo con l'espressa previsione dell'ammissibilità di azioni fornite di diritti correlati ai risultati di una determinata società controllata.

un settore della complessiva attività della partecipante. Lo si desume: a) dal già citato art. 2428 c.c. che richiede a bilancio una relazione sull'andamento della gestione anche con riferimento alle società controllate, presupponendo- dalla terminologia utilizzata nella disposizione -proprio che la partecipazione in un'altra società sia un tramite per raggiungere il proprio scopo sociale; b) dall'art. 2381, V co., c.c., che impone agli organi delegati di riferire, almeno ogni sei mesi, al consiglio di amministrazione ed al collegio sindacale sulle operazioni di maggior rilievo effettuate dalla società e dalle sue controllate; dall'art. 2403 bis, II co., c.c., che riconosce al collegio sindacale il potere di chiedere agli amministratori notizie anche con riferimento a società controllate; nonché dall'art. 2497 sexies c.c., che presume, salvo prova contraria, che l'attività di direzione e coordinamento sia esercitata dalla società che vanti un controllo ai sensi dell'art. 2359 c.c.

La gestione delle partecipazioni detenute in altre imprese, d'altra parte, si ritiene oggi possa costituire anche l'oggetto esclusivo della partecipante (cd. holding pura): la holding, in sostanza, per essere considerata impresa non deve esercitare, sia pure in minima parte, direttamente un'attività economica, potendo l'esercizio dell'attività d'impresa essere dalla stessa svolto interamente in forma mediata. Del pari ogni società del gruppo è imprenditore per il fatto di svolgere direttamente un'attività imprenditoriale. Quest'ultima, in altri termini, risulta divisa in più fasi, talune delle quali (quelle consistenti in atti di direzione e coordinamento) svolte dalla controllante, le altre (quelle consistenti in attività dirette di produzione o scambio di beni e servizi) svolte dalle controllate del medesimo gruppo.



Il fatto che l'art. 2082 non indichi espressamente la possibilità di esercitare l'impresa in modo mediato ed indiretto non è sufficiente a smentire quanto appena detto, dal momento che tale norma è inserita in un preciso sistema legislativo nel quale coabitano anche gli articoli innanzi richiamati, alla luce dei quali l'esegesi dell'art. 2082 deve subire un qualche adattamento sistemico; stessa cosa potrebbe dirsi con riferimento all'art. 2247 c.c. nel quale dovrebbe leggersi, tra le righe, "esercizio in comune, anche mediato ed indiretto, di una attività economica".

Al dato letterale- come chiarito- di per sé non decisivo<sup>86</sup>, si aggiunge da taluno, poi- e più incisivamente- un rilievo di carattere più generale: le azioni correlate così configurate, infatti, sembrerebbero prive di quell'elemento essenziale della partecipazione sociale che si è individuato nella comunanza del rischio d'impresa.

Essendo i diritti patrimoniali correlati ai risultati conseguiti, piuttosto che dalla *parent company*- di cui le azioni correlate rappresenterebbero una frazione- da una sua controllata, i possessori delle *subsidiary tracking shares* non parteciperebbero con gli altri azionisti della controllante al rischio d'impresa proprio di quest'ultima, essendo esposte al rischio d'impresa della partecipata. Anche questo argomento, tuttavia, non appare convincente: la consequenzialità tra il principio della partecipazione delle azioni al rischio d'impresa ed il principio della remunerazione del capitale necessariamente legata ai risultati della società emittente, e non alle sue controllate, è tutto da dimostrare.

---

<sup>86</sup> Finisce col superare il dato letterale, intravedendo spazi per una interpretazione "analogica": 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, 81; e Id., *Il nuovo diritto societario. I principi della legge delega e le linee guida della riforma*, in *Dir. e giust.*, 2003, suppl. al fasc. 9, 31.

Esse parteciperanno, piuttosto, al rischio della società intesa nel suo complesso.

Riprendendo l'esempio della *holding* pura, nessuno può negare che se la società Alfa- che controlla al 100% le società Beta e Gamma (rispettivamente operanti nel settore dell'edilizia e del trasporto) in ciò esaurendo la propria attività- emette una certa quantità di azioni correlate ai risultati di Beta, queste parteciperanno al rischio d'impresa riferibile alla stessa Alfa, cui l'attività edilizia di Beta è riferibile (e lo stesso potrà dirsi per le azioni residue, correlate di riflesso ai risultati di Gamma).

Il criterio del netto, inoltre, garantisce che ciascuna categoria di azioni non percepisca utili se non nei limiti degli utili risultanti dal bilancio della Alfa<sup>87</sup>.

Esemplificando: la società Alfa controlla al 100% le società Beta e Gamma. Il capitale di Alfa è rappresentato da 1000 azioni di cui 500 "azioni B" correlate ai risultati di Beta e 500 "azioni G" correlate ai risultati di Gamma. Se nell'esercizio X la società Beta accerta un risultato positivo per un ammontare di 200 e la società Gamma accerta un risultato negativo per un pari ammontare, gli azionisti titolari delle azioni B non percepiranno alcun dividendo, così partecipando al comune rischio d'impresa.

Una volta riconosciuto che l'attività esercitata da una controllata altro non sia che uno strumento, per la controllante, di realizzazione del proprio oggetto sociale- che viene così a compimento in modo mediato tramite il reticolo del gruppo di società- non ci si può non interrogare sul tipo di controllo che si rende necessario perché l'attività della

---

<sup>87</sup> Il terzo comma dell'art. 2350 c.c., che circoscrive i dividendi distribuibili entro il limite (quantitativo) degli "utili risultanti dal bilancio della società", va riferito, naturalmente, al bilancio della società emittente e non a quella, eventualmente diversa, sui cui risultati i diritti patrimoniali siano calcolati.

controllata possa considerarsi quale settore dell'attività della controllante.

Tornando all' esempio da ultimo proposto, perché ai portatori delle azioni B e G sia assicurata la correlazione del rendimento ai risultati rispettivamente di Beta e Gamma, potrebbe - ad una prima analisi - sembrare necessario, che i risultati delle *subsidiary companies* si riflettano, in virtù di un meccanismo certo e stabile, sul bilancio della società madre.

Se, dunque, Beta consegue utili per 200 e Gamma per 100, perché agli azionisti B e G siano assicurata la loro percezione, potrebbe apparire essenziale che queste somme passino dal bilancio delle figlie a quello della madre, affinché questa ne possa deliberare la distribuzione.

La rilevata apparente esigenza ha indotto parte della dottrina a riconoscere la rilevanza, ai fini di cui in discussione, del controllo interno (con esclusione di quello cd. esterno o contrattuale e di quello cd. indiretto)<sup>88</sup>.

Difatti, solo un controllo interno- di diritto o di fatto, ex art. 2359, I co. n. 1 e 2- consentirebbe alla società madre un controllo *ex ante* della delibera di distribuzione degli utili nella società partecipata; e l'assemblea della *parent company*, in mancanza di somme disponibili in bilancio, potrebbe deliberare la distribuzione di dividendi agli azionisti solo se- e nella misura in cui- l'assemblea della società controllata ne avesse a sua volta deliberata la distribuzione.

Ciò, tra l'altro, a prescindere dal metodo di valutazione delle partecipazioni nella controllata, utilizzato nel bilancio della controllante. La scelta dell'uno o dell'altro dei

<sup>88</sup> L'esclusione delle altre forme di controllo è netta in: U. Patroni Griffi, cit., 47; Dubbi sono invece sollevati da: P. Sfameni, *Commento all'art.2350*, cit., 313, il quale, tuttavia non addiuvine ad una conclusione certa.

due metodi- quello del costo storico, ex art. 2426 n.1, e quello del patrimonio netto, ex art. 2426 n.3- infatti, non muterebbe il dato per cui, ove l'assemblea della società partecipata optasse per una politica di autofinanziamento (rinviando a nuovo gli utili o accantonandoli in riserva), i risultati positivi da essa conseguiti non si tramuterebbero in somme distribuibili nella controllata.

Anche in ipotesi di adozione del metodo del patrimonio netto, la plusvalenza che risulterebbe all'attivo della società partecipante non darebbe luogo a somme distribuibili in quest'ultima, dovendo essere bilanciata al passivo da una corrispondente riserva indisponibile<sup>89</sup>.

Pur dovendosi riconoscere a tale dottrina il merito d'aver posto l'accento sul concreto meccanismo operativo di questo particolare modello di azioni settoriali, non sembra potersi escludere in assoluto che la correlazione possa avvenire con modalità diverse, tali comunque da garantire alle azioni tracciate il diritto ad una quota del risultato dell'attività della controllata.

Si consideri il seguente esempio. La società Alfa ha una partecipazione di minoranza nella società Beta, ed è legata ad essa da un rapporto di controllo indiretto. Ad Alfa, tuttavia, è riconosciuto statutariamente un peculiare privilegio nella distribuzione degli utili, consistente nel diritto alla percezione di una determinata quota degli utili prodotti<sup>90</sup>, e non deliberati.

---

<sup>89</sup> Per chiarimenti sul punto, si veda: G. E. Colombo, *Il bilancio d'esercizio*, in Trattato delle società per azioni diretto da G. E. Colombo e G. Portale, 7, Torino, 1994, 285 ss.

<sup>90</sup> Il dibattito dottrinale circa l'ammissibilità o non delle clausole statutarie che riconoscono un diritto automatico al dividendo si articola tra quanti la escludono (per tutti: C. Angelici, *Le azioni della società per azioni*, in Il codice civile: Commentario diretto da P. Schlesinger, Milano, 1992, 111, il quale, argomentando dal supposto carattere inderogabile della fattispecie procedimentale, interpreta simili

In questo caso i risultati di Beta si rifletteranno sul bilancio di Alfa, pur non disponendo quest'ultima della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria (cui spetta la decisione in ordine alla distribuzione degli utili). E la posizione degli azionisti correlati risulterà, invero, rafforzata: i risultati conseguiti dalla società figlia, infatti, si rifletterà automaticamente sul bilancio della madre, non essendo a tal fine necessaria l'adozione, in seno alla figlia, di una delibera assembleare di distribuzione.

Confrontando il caso qui ipotizzato con la più forte forma di controllo, interno di diritto, si nota facilmente che quest'ultima non assicura né che la società madre opti, sempre e comunque, nell'ambito dell'assemblea della figlia, per la distribuzione degli utili, né che, pur decisa la distribuzione in seno alla società figlia, uguale decisione sia adottata dall'assemblea della madre.

D'altra parte, pare opportuno evidenziare, il controllo indiretto (la cui rilevanza ai fini in oggetto è esclusa da parte della dottrina) non costituisce una forma autonoma di controllo. Esso rappresenta, piuttosto, un modo di atteggiarsi del controllo interno, che trova il suo fondamento nel cd. teorema della transattività del controllo<sup>91</sup>.

Ma l'efficacia (ai fini in discorso) dell'esempio qui proposto, non viene meno nemmeno ipotizzando un controllo esterno (contrattuale), cui sia abbinata la titolarità di una partecipazione di minoranza, privilegiata nel medesimo senso della spettanza

---

clausole come idonee solo ad imporre all'assemblea l'obbligo di motivare le eventuali decisioni di accantonamento degli utili accertati) e quanti, in netta prevalenza, le ammettono (per tutti: P. Sfamini, cit., 229 ss, al quale si rinvia anche per ulteriori riferimenti).

<sup>91</sup> In tal senso: M. Notari-J. Bertone, *Commento all'art. 2359*, in Commentario alla riforma delle società diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Grezzi, M. Notari, 691, nt.72, nonché: G. Sbisà, *Commento all'art. 2359*, in Commentario Scialoja-Branca, 1997, 482.

automatica di un dividendo minimo.

La tecnica della correlazione dei diritti patrimoniali di alcuni soci ai “risultati” prodotti dalla controllata costituisce, a ben vedere, materia disponibile.

Lo conferma il termine, volutamente generico, di “risultati” utilizzato dal legislatore. Esso non identifica un elemento contabile preciso e non costituisce, certamente, sinonimo di “dividendi”.

I risultati della società controllata potrebbero assumere la natura:

- a) di mero *parametro di riferimento* per la determinazione del diritto (o dei diritti) patrimoniale correlato;
- b) ovvero, in alternativa, di *oggetto* del medesimo diritto (o diritti).

Nel primo caso i titolari delle *subsidiary tracking shares* non hanno accesso diretto ai risultati della *subsidiary company*, ed il diritto patrimoniale correlato conserva la sua natura di diritto- *tipico o diverso*- verso la società emittente.

Lo statuto (della controllante emittente) potrebbe, ad esempio, riconoscere ai titolari delle *subsidiary tracking shares* un diritto al dividendo parametrato agli utili di esercizio prodotti dalla società controllata, subordinato alla duplice condizione dell’adozione della delibera di distribuzione tanto dall’assemblea della controllata quanto dall’assemblea della controllante; ovvero un diritto al dividendo subordinato alla sola condizione dell’adozione della delibera di distribuzione dell’assemblea della controllata; ovvero un diritto al dividendo che prescindere da entrambi le condizioni (sempre, ovviamente, che nel bilancio della controllante vi siano somme a tal fine

disponibili<sup>92</sup>).

Nel secondo caso ai titolari delle *subsidiary shares* è riconosciuto un accesso diretto ai risultati della *subsidiary company*, ed il diritto patrimoniale correlato ai risultati della controllata (ossia avente ad oggetto una parte dei risultati di quest'ultima), pur configurandosi sempre come diritto verso la società emittente, non può che avere la natura di diritto *diverso da quelli tipici* (ossia il diritto ad una parte degli utili netti- della società emittente- e quello ad una parte del patrimonio netto- sempre della società emittente- risultante dalla liquidazione).

Una simile correlazione può essere realizzata attraverso la previsione statutaria (della controllata) di una parziale eterodestinazione dei propri utili<sup>93</sup>, costituente (in tutto o in parte) il corrispettivo di un rapporto contrattuale fondante un controllo cd. esterno.

Agli azionisti correlati sarebbe in tal caso riconosciuto, oltre al diritto *tipico* a partecipare agli utili della società controllante<sup>94</sup> - di cui le *subsidiary shares*

---

<sup>92</sup> Somme disponibili, pare opportuno precisare, che non derivino da una qualunque diversa fonte (come sembra dire P.F. Mondini, cit., 96) dovendo essere distribuite pur sempre a titolo di dividendi (salvo che il diritto correlato sia un diritto diverso da quello agli utili).

<sup>93</sup> L'accesso diretto, delle azioni settoriali, agli utili della controllata potrebbe essere realizzato anche attraverso il meccanismo delle *stapled shares*. L'opinione è di: P. Sfamini, *Commento all'art. 2350*, cit., 326, sulla cui legittimità nel nostro ordinamento, tuttavia, restano seri dubbi. Pur una completa analisi dell'istituto, con riferimento agli ordinamenti francese, inglese, olandese, canadese ed australiano, si rinvia al lavoro risultante dal quarantanovesimo congresso dell'IFA (International Fiscal Association) tenutosi a Cannes nel 1995: *Dividend access shares (stapled stock)*, The Hague : Kluwer Law International, 1996.

<sup>94</sup> Il diritto di partecipare agli utili della società di appartenenza- ossia la controllante- dei possessori delle *subsidiary tracking shares* non può essere eliminato e sostituito con l'accesso diretto agli utili della società controllata, a ciò ostando l'autonomia delle società costituenti un gruppo, nonché il divieto del patto leonino, che risulterebbe altrimenti violato nella controllante.

La qualificazione- nel testo sostenuta- delle controllate come strumento, per la controllante, di realizzazione del proprio oggetto sociale, e , dunque, per questa via, come settori di una più ampia impresa sociale identificata nel gruppo stesso, infatti, non mette in discussione la natura e l'essenza delle società del gruppo, ciascuna dotata di propria autonomia giuridica, in quanto ciascuna

rappresentano una frazione del capitale- un diritto patrimoniale ulteriore<sup>95</sup>, che troverà il suo fondamento- nei rapporti tra azionisti correlati e società controllante- nello stesso rapporto sociale come regolato nello statuto di quest'ultima<sup>96</sup>, e- nei rapporti tra società controllante e controllata- nell'accordo di eterodestinazione<sup>97</sup> degli utili, quale corrispettivo del rapporto contrattuale tra le stesse esistente.

Concludendo, sembra preferibile un'interpretazione ampia e funzionale della nozione di settore, idonea a comprendere qualunque articolazione dell'impresa per la quale sia possibile un'autonoma rendicontazione.

Articolazione interna, o anche esterna, con ampia libertà dell'autonomia statutaria nella scelta della tecnica di parametrizzazione dei diritti patrimoniali degli azionisti settoriali ai risultati della medesima.

Nulla sembra ostare, poi, che nell'ambito di un medesimo settore tracciato siano

---

costituente un autonomo centro di imputazione di situazioni giuridiche attive e passive. Lo stesso bilancio consolidato, che rappresenta unitariamente la situazione economica, patrimoniale e finanziaria di un gruppo di imprese, come se si trattasse di un'unica entità sociale, non vale a mettere in discussione l'autonomia delle società del gruppo: si consideri che sebbene questo strumento riesca a stabilire i risultati economici del gruppo, non è ancora possibile distribuire dividendi ai soci delle società del gruppo che risultino in perdita.

<sup>95</sup> Sul punto, pare opportuno precisare che nella nozione di diritti diversi di cui all'art. 2348, Il co., c.c., possono farsi rientrare anche diritti patrimoniali a contenuto differente dal diritto agli utili netti e dal diritto al patrimonio netto risultante dalla liquidazione. Una conferma può scorgersi anche nell'art. 2350, Il co., c.c., che riferisce la correlazione ai "diritti patrimoniali" incorporati nell'azione, con un termine volutamente generico, tale da lasciare all'autonomia statutaria la scelta di quello (o di quelli), tra i diritti patrimoniali, da collegare ai risultati del settore.

<sup>96</sup> Perché un ulteriore diritto patrimoniale sia riconducibile ai diritti patrimoniali diversi (dal diritto alla partecipazione agli utili e alla quota finale di liquidazione) di cui agli artt. 2348, Il co. e 2350, Il co., c.c. è necessario che lo stessi derivi dallo stesso rapporto sociale e non da una convenzione autonoma, ancorché collegata alla partecipazione sociale, nonché che connoti oggettivamente l'azione in modo da risultare potenzialmente monetizzabile attraverso l'azione stessa.

<sup>97</sup> L'accordo di eterodestinazione degli utili sembra riconducibile, in termini più propriamente civilistici, allo schema della delegazione di pagamento. Dal contratto sociale regolante i rapporti tra azionista correlato (delegatario) e società emittente (delegante) deriva il rapporto di valuta, mentre dalla convenzione contrattuale tra controllante e controllata (delegata) deriva il rapporto di provvista. Per la qualifica in termini di delegazione di pagamento, nell'ambito della dottrina francese: Y. Guyon, cit., 192.



riunite più articolazioni dell'impresa, interne e/o esterne<sup>98</sup>, purché suscettibili di un'autonoma ed unitaria rendicontazione.

## 6. Le azioni correlate come speciale categoria di azioni privilegiate

Le azioni correlate costituiscono, senza alcun dubbio, una categoria speciale di azioni.

La specialità consiste in una deviazione dal principio di proporzionalità dei diritti patrimoniali, espresso al primo comma dell'art. 2350 c.c., e riferito specificamente al diritto agli utili netti ed al diritto al patrimonio netto risultante dalla liquidazione.

La disposizione, che fa salvi i diritti eventualmente stabiliti *ex statuto* in favore di speciali categorie di azioni, riproduce letteralmente il testo della disciplina ante riforma.

I commi secondo e terzo, introdotti con la novella del 2003, e riferiti alle azioni correlate, di fatto altro non fanno che confermare la derogabilità del principio proporzionale, riferendosi ed in parte disciplinando una delle possibili categorie speciali ideabili statutariamente.

L'introduzione di tale disciplina assume un duplice profilo di opportunità, da un lato dileguando ogni dubbio circa l'ammissibilità di tale tecnica di deviazione dal principio

---

<sup>98</sup> Così anche P. Sfameni, cit., 315, e U. Patroni Griffi, cit., 47. Quest'ultimo, tuttavia, dal riferimento normativo ad "un determinato settore", desume l'illiceità di una correlazione a più settori, suggerita, per l'A. anche dall'esigenza di assicurare il rispetto dei parametri di chiarezza e precisione nell'attribuzione dei costi e ricavi imputabili al settore ai fini della liquidazione dei diritti patrimoniali attribuiti ai possessori di azioni correlate. Esigenza che l'A. ritiene sarebbe presumibilmente messa in pericolo ove gli amministratori ai fini della determinazione dei citati diritti patrimoniali dovessero mediare i risultati ottenuti dalla società in più di un settore di attività.

proporzionale - che si distingue per la sua natura non meramente quantitativa, ma, più incisivamente, qualitativa<sup>99</sup> - dall'altro introducendo degli obblighi di informazione statutaria a tutela degli (tutti, come innanzi precisato) azionisti.

La categoria azionaria, così legittimata e disciplinata, non poteva sfuggire al naturale fascino dottrinario per la catalogazione.

Così, una delle questioni che più ha occupato la dottrina ha riguardato il carattere, (essenzialmente) privilegiato o non, del nuovo tipo azionario<sup>100</sup>.

La questione, apparentemente solo nominalistica, assume in verità un non trascurabile rilievo nella ricostruzione degli elementi essenziali della fattispecie azionaria.

La sua soluzione, infatti, dipende- nella massima parte, come si preciserà in prosieguo- dai risultati dell'indagine sulla essenzialità o non del diritto alla percezione *esclusiva e prioritaria* dei risultati del settore.

In altri termini, un privilegio è configurabile solo ove i diritti patrimoniali debbano essere correlati ai risultati del settore tracciato in via esclusiva, di tal che su di essi nessun diritto possa riconoscersi alle altre azioni, e/o in via prioritaria, di tal che gli utili risultanti dal bilancio della società in sede di distribuzione risultino prioritariamente "depurati" della parte riconducibile ai risultati del settore tracciato, da assegnare agli azionisti correlati.

---

<sup>99</sup> Discorre di una deviazione qualitativa dal principio di proporzionalità: G. Mignone, "Tracking shares" e "actions reflet" come modelli per le nostre "azioni correlate", in Banca, borsa e tit. cred., 2003, 615.

<sup>100</sup> Si precisa, al riguardo, che negli USA le *tracking stocks* sono considerate come una *species* del più ampio *genus* delle *common stock* (si rinvia al riguardo alla definizione offerta dalla SEC, riportata in appendice).

Così impostata la questione<sup>101</sup>, può facilmente escludersi la tipicità del diritto alla percezione esclusiva dei risultati del settore tracciato.

Basta una rapida analisi delle esperienze straniere che hanno preceduto la novella legislativa in Italia, per notare l'ampia varietà dei modelli adottati, caratterizzati da un più o meno forte legame tra i diritti patrimoniali afferenti le azioni ed i risultati del settore tracciato<sup>102</sup>, che va dalla completa esclusività, a forme, variamente regolate, di concorrenza, né alcun limite in tal senso sembra possa desumersi- come già osservato- dalla lettera della norma (così come dagli obiettivi del legislatore).

Maggiore complessità, di converso, pare assumere l'indagine in ordine alla tipicità o non del diritto alla priorità sui risultati del settore.

Essa, sia pure incidentalmente, è negata da una parte della dottrina<sup>103</sup> che sostiene la possibilità che la partecipazione al risultato di settore non sia "né prioritaria né esclusiva delle azioni settoriali, ma proporzionale e concorrente alle azioni ordinarie", con la conseguenza di considerare "fuorviante" la posizione di chi, al contrario, intravede in esse "una particolare forma di privilegio"<sup>104</sup>.

L'osservazione è senz'altro suggestiva. Essa, tuttavia, impone, a parere di chi scrive, un maggiore approfondimento.

Se da un lato la- rilevata- non necessaria esclusività della partecipazione delle azioni correlate ai risultati del settore tracciato rende possibile una partecipazione ai

<sup>101</sup> Uno spunto in tal senso è in P. Sfamini, cit., 306, nt. 334.

<sup>102</sup> La prassi internazionale evidenzia tuttavia una certa tipizzazione delle clausole parametriche, che vengono convenzionalmente suddivise in *close tracking* e *loose tracking*.

<sup>103</sup> P. Sfamini, cit., 306, nt. 334.

<sup>104</sup> Il riferimento è a: C. Angelici, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003, 64. L'autore non affronta apertamente la questione attinente alla tipicità del diritto alla priorità sugli utili di settore, ma in qualche modo la dà per presupposta.

medesimi proporzionale e concorrente con le azioni ordinarie, dall'altro nulla ha a che vedere con il diritto di priorità- della cui essenzialità qui si discute- la possibilità di una partecipazione proporzionale e concorrente con le azioni ordinarie.

Il diritto (o *melius* il privilegio) di priorità, infatti, coincide con il diritto ad essere soddisfatti, fino ad una determinata percentuale da calcolarsi secondo un predeterminato indice di riferimento ovvero fino ad un determinato ammontare, prima delle altre categorie di azioni e può essere accompagnato tanto dall'esclusione quanto dal riconoscimento (alle azioni di priorità medesime) del diritto di partecipazione ai risultati che residuino dalla preventiva depurazione<sup>105</sup>.

Ebbene non sembra possibile immaginare- salva l'eccezione di cui si dirà subito dopo- un meccanismo di correlazione ai risultati del settore tracciato che non imponga alle restanti azioni una corrispondente prioritaria depurazione dei risultati accertati dal bilancio generale della società.

In virtù dell'emissione di azioni correlate, i diritti patrimoniali degli azionisti "ordinari" sono determinati sul risultato economico dell'impresa al netto del risultato economico del settore tracciato (o di una parte di esso, ove manchi l'esclusività di cui si è innanzi discusso), e, pertanto, scontano ineludibilmente una "depurazione", a cui gli azionisti correlati hanno diritto. E ciò tanto nel caso in cui il criterio di correlazione sia

---

<sup>105</sup> Si parla, nel primo caso, di *non-participating preferred shares*, nel secondo caso, di *participating preferred shares*. Nella letteratura italiana, particolarmente in tema di azioni di risparmio: M. Notari, *Commento all'art. 145*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza. Commentario a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi*, Milano 1999, 1570; più in generale, in tema di deviazioni dal principio di proporzionalità: P. Sfameni, *Art. 2350, cit.*, 270.

Pare opportuno precisare che nessun dubbio- circa la configurabilità di un privilegio di priorità- pare sostenibile con riferimento all'ipotesi di *non-participating preferred shares*: l'esclusione della partecipazione all'utile residuo non è incompatibile, infatti, né con il divieto del patto leonino, né con la natura di partecipazione azionaria (non comportando per il socio una privazione del diritto agli utili).

costruito come assoluto, quanto nel caso in cui lo stesso sia costruito come proporzionale; come nell'ipotesi in cui le azioni correlate siano ideate come partecipanti ai risultati della restante gestione, così nell'ipotesi in cui da tale partecipazione le stesse siano escluse.

Sembra innegabile, dunque, a parere di chi scrive, che le azioni correlate siano in un certo senso privilegiate.

Il privilegio che le assiste, tuttavia- e da ciò forse nasce la difficoltà della dottrina ad ammetterne l'esistenza- è assai particolare.

Il peculiare meccanismo di distribuzione dei dividendi, per cui ai possessori di azioni correlate non possono esserne pagati se non nei limiti degli utili risultanti dal bilancio della società (previsto al terzo comma, ed imposto dal criterio del netto e dalla mancanza di una reale segregazione patrimoniale), infatti, determina il rischio estremo che in concreto nessun dividendo possa essere assegnato agli azionisti correlati- pur in presenza di elevati risultati settoriali- in conseguenza dei risultati di segno negativo accertati con riferimento alla residua attività sociale.

A ciò deve aggiungersi l'indeterminabilità *ex ante* e la naturale variabilità nel tempo dei risultati settoriali, da cui trae origine il rischio che in concreto quanto conseguito dagli azionisti correlati risulti inferiore a ciò che gli stessi avrebbero ottenuto secondo l'ordinario criterio proporzionale.

Tali circostanze rendono il privilegio accordato agli azionisti correlati solo eventuale, o si potrebbe dire, qualitativo, e non quantitativo<sup>106</sup>.

---

<sup>106</sup> Si veda, sul punto, G. Mignone, *"Tracking shares" e "actions reflet" come modelli per le nostre*

Né ritengo possano essere condivise le conclusioni cui perviene chi pretende di negare l'esistenza di un privilegio dalla circostanza per cui l'emissione di azioni correlate rende correlate anche le azioni ordinarie, nel senso che i diritti patrimoniali di queste ultime risultano di riflesso correlate ai risultati dei restanti settori dell'attività sociale.

La rilevata circostanza, infatti, altro non dimostra che la specialità delle azioni correlate determina, di riflesso, la specialità delle restanti partecipazioni azionarie, che difatti solo impropriamente sono definite ordinarie.

La direzione che per ciascuna categoria azionaria- specularmente- in concreto assume tale particolare deviazione dal principio proporzionale non è determinabile *a priori*. Essa può risultare di volta in volta favorevole all'una o all'altra categoria a seconda dell'ammontare dei risultati del settore tracciato rispetto al risultato sociale complessivo, nonché del criterio di correlazione (assoluto o proporzionale, con o senza partecipazione ai risultati della restante gestione) e del parametro di riferimento statutariamente fissati.

Esemplificando, e considerando le variabili costituite dai risultati delle gestioni e dal parametro preso a riferimento dalla clausola di correlazione, si immagini una società Alfa s.p.a. con capitale pari a 100 mila euro, rappresentato da due categorie azionarie: per il 70% da azioni ordinarie, e per il 30% da azioni correlate incorporanti il diritto ad una quota degli utili sociali (dividendo) da calcolarsi in misura pari al 40%

---

“azioni correlate”, cit., 615, che parla di un dividendo “particolare” in senso “qualitativo”. Lo stesso A., tuttavia, esclude che le azioni correlate siano azioni privilegiate in senso tecnico in: *sub art. 2350*, in Il nuovo diritto societario. Commentario diretto da G. Cottino-G. Bonfante-O. Cagnasso-P. Montalenti, edizione 2009, 231 ss.

*del risultato positivo che, in termini assoluti, risulti prodotto dal settore tracciato. Ove al termine dell'esercizio X fosse accertato un risultato positivo del settore tracciato pari a 100 ed un utile sociale complessivo di pari ammontare, la quota di utili spettante agli azionisti correlati risulterebbe pari a 40, mentre 60 sarebbe la quota di spettanza delle azioni ordinarie. Ove al termine dello stesso esercizio fosse, invece, accertato un risultato positivo del settore tracciato pari a 100 ma un utile sociale complessivo pari a 60 (per la chiusura in negativo della restante gestione sociale non tracciata), la quota di utili spettante agli azionisti correlati sarebbe pari ugualmente a 40 (ossia il 40% del risultato positivo, pari a 100, prodotto in termini assoluti dal settore tracciato), mentre 20 sarebbe la quota di spettanza delle azioni ordinarie.*

La previsione statutaria di un diverso parametro per la determinazione della quota degli utili sociali spettante alle azioni correlate, potrebbe- a parità di risultati di gestione- modificare la misura del dividendo a ciascuna categoria destinato.

Basterebbe, proseguendo nell'esempio, attribuire alle azioni correlate il diritto ad una quota degli utili sociali (dividendo) da calcolarsi in misura pari al *40% della parte di essi riconducibile al settore*, perché i dividendi spettanti a ciascuna categoria risultino diversi.

Ove al termine dell'esercizio X fosse accertato un risultato positivo del settore tracciato pari a 100 ed un utile sociale complessivo di pari ammontare, nulla varierebbe rispetto all'ipotesi per prima considerata. Ove al termine dello stesso esercizio fosse, invece, accertato un risultato positivo del settore tracciato pari a 100 ma un utile sociale complessivo pari a 60 (per la chiusura in negativo della restante

gestione sociale non tracciata), la quota di utili spettante agli azionisti correlati sarebbe pari a 24 (ossia il 40% dell'utile sociale di 60, in quanto interamente riconducibile al settore tracciato), mentre 36 sarebbe la quota di spettanza delle azioni ordinarie<sup>107</sup>.

Il rilievo pare utile, tra l'altro, a richiamare la più accurata attenzione del pratico nella formulazione della clausola di parametrizzazione.

Una clausola del primo tipo, difatti, realizza una correlazione più forte, ritardando il più possibile, nella determinazione del dividendo spettante alle azioni correlate, l'incidenza del risultato negativo eventualmente prodotto dalla restante gestione.

Nel caso appena ipotizzato, ad esempio, solo un risultato negativo della restante gestione superiore a (-) 60 sarebbe idoneo a portare il dividendo spettante alle azioni correlate sotto il valore di 40.

Una clausola del secondo tipo, all'opposto, realizza una correlazione più debole, in quanto qualunque risultato negativo prodotto dalla restante gestione sarebbe destinato ad incidere- riducendolo- sulla determinazione del dividendo spettante alle azioni correlate.

Nel medesimo caso, continuando nell'esemplificazione, anche un risultato negativo pari a (-) 1 porterebbe il dividendo spettante alle azioni correlate sotto il valore di 40,

---

<sup>107</sup> L'esempio è tratto da: P. Sfameni, *Commento all'art. 2350*, cit., 332, nt. 412, il quale, tuttavia fa dipendere la discrasia tra i risultati dalla sussistenza o non di un diritto di priorità in capo alle azioni correlate. La conclusione, che presuppone l'idea della non essenzialità- per la fattispecie azionaria in discorso- del diritto di priorità, non sembra condivisibile: in entrambi i casi le azioni correlate hanno diritto a soddisfarsi prioritariamente sugli utili d'esercizio, ed in entrambi i casi le azioni ordinarie subiscono una postergazione coincidendo il *quantum* loro spettante con quanto residua dalla prioritaria depurazione operata a beneficio delle altre azioni. A condurre a risultati di calcolo diversi- a parità di risultati di gestione- è, piuttosto, il solo parametro determinato nella clausola statutaria disponente la correlazione.



in quanto questo dovrebbe essere determinato in una misura pari al 40% di 99 (e non 100).

Unica eccezione al ragionamento testé esposto- in ordine al privilegio della priorità- è rappresentata dall'ipotesi di *subsidiary tracking shares* che attribuiscono agli azionisti correlati della controllante accesso diretto agli utili della società controllata in virtù della presenza, nello statuto di quest'ultima, di una clausola di eterodestinazione degli utili in favore dei primi.

Nessuna depurazione degli utili distribuibili subirebbero, in tal caso, i titolari delle residue azioni della controllante.

Sarebbero gli azionisti della controllata, infatti, a subire una depurazione degli utili distribuibili.

Le azioni correlate resterebbero, tuttavia, privilegiate. E ciò non per il rilevato effetto depurativo subito dalle azioni della controllata (non essendo configurabile un privilegio rispetto ad azioni rappresentative del capitale di una diversa società), ma, bensì, per la maggiore ampiezza dei diritti patrimoniali che in ultima analisi si finirebbe col riconoscere ai possessori delle azioni correlate. Queste, infatti, incorporerebbero in tal caso, oltre ai tipici diritti patrimoniali, un diritto patrimoniale diverso ed ulteriore.

Anche in tal caso, poi, il privilegio si caratterizzerebbe per una sostanziale aleatorietà, potendo in concreto l'attribuzione dell'ulteriore diritto risultare vanificata dalla mancanza di risultati positivi nella società controllata.

## 7. Le azioni di risparmio correlate

La questione della natura privilegiata o non delle azioni correlate, che ha senz'altro costituito l'occasione per una più attenta ricostruzione dei meccanismi di funzionamento della nuova fattispecie azionaria- come qui risolta- cede, poi, il passo ad un'ulteriore problematica. Una volta riconosciuta la natura privilegiata delle azioni correlate, sia pure nel chiarito senso di "privilegio qualitativo", infatti, non sembra possibile all'interprete sottrarsi dal dare una risposta all'interrogativo circa l'idoneità di un simile privilegio per gli effetti di cui all'art. 145 del D.Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58<sup>108</sup>. Con il D.Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, il legislatore ha scelto di concedere ampio spazio all'autonomia negoziale nella determinazione del contenuto dei privilegi patrimoniali delle azioni di risparmio, sopprimendo l'art. 15 della legge 216/74- che indicava in modo analitico i privilegi patrimoniali minimi ad esse inderogabilmente garantiti- che risulta oggi sostituito dall'art. 145 del T.U.F.

Questo- al primo comma- si limita a sancire il principio generale per cui le società italiane con azioni ordinarie quotate in mercati regolamentati italiani o di altri Paesi dell'Unione Europea possono emettere azioni prive del diritto di voto solo se dotate di *particolari privilegi di natura patrimoniale* ed- al successivo secondo comma- a

---

<sup>108</sup> La questione non assume, oggi, rilevanza per le azioni prive del diritto di voto diverse dalle azioni di risparmio, od a voto limitato. Per effetto dell'entrata in vigore della riforma del diritto societario del 2003, infatti, è stata profondamente modificata la disciplina codicistica del diritto di voto connesso alle partecipazioni azionarie: è riconosciuta all'autonomia statutaria la possibilità di incidere maggiormente su di esso- fino a disporre l'esclusione assoluta con il solo limite quantitativo della metà del capitale sociale- senza l'obbligo di far corrispondere all'esclusione o limitazione un privilegio nella partecipazione degli utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento della società. Si veda il testo dell'art. 2351 c.c. nulla duplice versione, *ante* e *post* riforma.

rimettere all'atto costitutivo la determinazione del contenuto del privilegio, oltre che delle condizioni, limiti, modalità e termini per il suo esercizio.

La disposizione impone di valutare se il particolare privilegio che si è detto connotare le azioni correlate sia di per sé sufficiente a consentire l'emissione di azioni di risparmio correlate, ovvero se sia necessaria l'attribuzione alle medesime di un ulteriore, e più consistente, privilegio patrimoniale.

Data l'ampia formulazione della norma, non resta che soffermare l'attenzione sui limiti- di carattere generale e sistematico- che l'autonomia statutaria incontra nel regolare i privilegi patrimoniali delle azioni di risparmio<sup>109</sup>.

Deve, dunque, innanzitutto tenersi conto del divieto del patto leonino di cui all'art. 2265 c.c. che può rilevare in questa materia sotto diversi profili.

Il diritto di priorità sui risultati prodotti dal settore tracciato- naturalmente connesso alle azioni correlate- non deve, ad esempio, sostanziarsi in concreto nell'esclusione delle altre categorie dalla partecipazione agli utili, il che potrebbe avvenire nel caso in cui il settore sia tracciato in modo da lasciar residuare solo una parte del tutto marginale dell'attività sociale. Il limite, tuttavia, deve essere osservato in ogni emissione di *tracking stocks*, non interessando lo stesso in via esclusiva le azioni di risparmio<sup>110</sup>.

<sup>109</sup> Per l'individuazione dei suddetti limiti: M. Notari, *Commento all'art. 145*, in La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza. D.Lgs. 24 febbraio 1998, n.58. Commentario a cura di P. Marchetti-L.A. Bianchi, Tomo II, 1563 ss. ; nonché, R. Santagata, in *Testo unico della finanza*, Commentario diretto da G. F. Campobasso, Torino, 2001, 1185 ss.

<sup>110</sup> Le cosiddette *azioni di priorità*, aventi diritto ad una precedenza nel prelievo del dividendo- cui le azioni correlate risultano riconducibili, come detto, salva l'ipotesi sopra menzionata nel testo di eterodestinazione degli utili- costituiscono una fattispecie speculare a quella delle azioni postergate: esse assorbono, infatti, tutti gli utili sociali ogni qualvolta il loro ammontare non superi la somma ad esse riservata. Si consenta il seguente esempio. La società multicomparto Alfa s.p.a. ha un capitale

Ciò che rileva, ai fini in discorso, sembra essere, piuttosto, il limite dell'*effettività*<sup>111</sup> del privilegio, da cui discende l'illegittimità della privazione del diritto di voto- che distingue istituzionalmente le azioni di risparmio- a fronte del riconoscimento di un privilegio patrimoniale meramente formale od irrisorio.

Ne discende che, pur non essendo essenziale- tanto per le comuni azioni correlate quanto per quelle di risparmio- l'esclusività del diritto di partecipazione ai risultati prodotti dal settore tracciato, diverse considerazioni debbano svolgersi con riferimento alla misura del diritto di priorità nella loro distribuzione.

---

sociale di 300 mila euro, diviso in 300 mila azioni del valore nominale di 1 euro ciascuna, delle quali 200 mila "ordinarie" e 100 mila correlate in via esclusiva ai risultati di un determinato settore. Esse sono destinate ad assorbire tutti gli utili sociali risultanti dal bilancio generale della società ogni qualvolta l'ammontare di questi non superi l'ammontare degli utili del settore tracciato. Così, se l'utile prodotto nell'esercizio dal settore tracciato è di 50 mila euro ed il generale bilancio d'esercizio della società si chiude con un utile di pari ammontare- per la mancata produzione di utili nella restante gestione sociale- l'utile sociale complessivo sarà interamente conseguito dagli azionisti correlati, restando escluse dalla loro distribuzione le azioni "ordinarie". Similmente a cosa accadrebbe ove, continuando nell'esempio- delle 300 mila azioni- 200 mila fossero ordinarie e 100 mila postergate nelle perdite: queste ultime subirebbero una riduzione per perdite solo in presenza di perdite incidenti sul capitale per un ammontare superiore a 200 mila (ossia il valore nominale delle azioni ordinarie). Il parallelismo consente di estendere alle azioni di priorità- e, dunque, a gran parte delle azioni correlate- la soluzione cui è giunta la dottrina in tema di compatibilità tra divieto del patto leonino ed azioni postergate nelle perdite.

Come con riferimento alle azioni postergate nelle perdite può dirsi che una partecipazione alle perdite limitata ad una misura rigida non è, *per ciò stesso*, un'esclusione da ogni partecipazione alle perdite, ma solo alle perdite che non superano il limite fissato in precedenza, allo stesso modo sembra potersi dire che la partecipazione agli utili che distingue le azioni ordinarie in una società con capitale in parte rappresentato da azioni correlate, non costituisce *di per sé* esclusione da ogni partecipazione agli utili, ma solo agli utili che non superano l'ammontare dei risultati positivi riconducibili al settore tracciato. Con la conseguenza- già indicata nel testo, ma che qui si è cercato di meglio chiarire- che la legittimità delle clausole di correlazione- come delle clausole di priorità negli utili e di quelle di postergazione nelle perdite- necessita di una verifica caso per caso.

Per il rapporto tra divieto del patto leonino ed azioni postergate nelle perdite, si veda per tutti: N. Abriani, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, in Quaderni di giurisprudenza commerciale, Milano, 1994, 118 ss.

<sup>111</sup> Pone l'accento soprattutto sul concetto di effettività del privilegio: M. Notari, *Commento all'art. 145*, cit., 1564.

Considera invece superflua l'individuazione nell'effettività del privilegio dell'azione di risparmio un limite alla sua configurazione statutaria, "in quanto sarà il mercato- e non già il giudice- a compiere il più rigido sindacato circa l'equa proporzione fra privazione del diritto di voto e vantaggio patrimoniale": R. Santagata, in *Testo unico della finanza*, cit., 1183.

Misura, che se- da un lato- può risultare anche trascurabile per le comuni azioni correlate dall'altro- assume particolare rilievo nell'emissione di azioni di risparmio correlate: il riconoscimento di una priorità minima sugli utili del settore, infatti, non sarebbe di per sé in grado di giustificare e fondare la privazione, per le stesse, del diritto di voto<sup>112</sup> (ove, poi abbinata all'esclusione di ogni partecipazione ai risultati della restante gestione sociale, darebbe luogo- per gli stessi azionisti correlati stavolta- ad una violazione del divieto del patto leonino).

Alla necessaria effettività- per le azioni di risparmio- del privilegio patrimoniale, non sembra, poi, essere d'ostacolo la particolare natura- aleatoria e , dunque, sostanzialmente qualitativa- del privilegio proprio delle azioni correlate.

Nulla, infatti, sembra imporre un'interpretazione estensiva del limite dell'effettività, tale da ritenere necessario il riconoscimento di un privilegio effettivo in concreto ed in ogni circostanza.

Concludendo, il particolare privilegio patrimoniale *naturalmente* connesso alle azioni correlate- e consistente come detto in un diritto di priorità sui risultati del settore tracciato- sembra possa considerarsi- nonostante la rilevata natura aleatoria e qualitativa- idoneo per gli effetti di cui all'art. 145 T.U.F.<sup>113</sup>, purché non determinato in misura esorbitante (tale cioè da determinare l'esclusione dalla partecipazione agli

---

<sup>112</sup> Escludere l'idoneità, ai fini in discorso, di un privilegio fissato in misura irrisoria non equivale- pare opportuno precisare- ad esigere una verifica in concreto di un'equa proporzione tra privilegio patrimoniale e privazione del diritto di voto. In questo senso anche: M. Notari, *Commento all'art. 145*, cit., 1565.

<sup>113</sup> Ad opposta conclusione perviene: U. Patroni Griffi, cit., 36 ss. L'A., escludendo la natura privilegiata delle azioni correlate, individua una delle "non trascurabili differenze tra le azioni di risparmio correlate e la categoria tipizzata dall'art. 2350 c.c." proprio nella- sostenuta- circostanza per cui "a differenza delle azioni correlate comuni, le azioni di risparmio correlate dovranno essere obbligatoriamente dotate di un privilegio nella distribuzione degli utili ovvero nel rimborso dell'investimento".

utili delle altre categorie di azioni), né irrisoria (tale cioè escludere l'effettività del privilegio).

La stessa idoneità, poi, può dirsi sussistere- sia pure per ragioni diverse- anche nell'ipotesi di cd. *subsidiary tracking shares* di risparmio aventi accesso diretto ai risultati di una *subsidiary company* per effetto di un meccanismo di eterodestinazione degli utili della controllata ai soci della controllante emittente.

Anche in tal caso il privilegio che- come innanzi chiarito- consiste nell'attribuzione di un diritto patrimoniale ulteriore e diverso da quelli tipici<sup>114</sup>, può infatti considerarsi effettivo, purché non meramente formale od irrisorio. Né- per quanto già detto in ordine al diritto di priorità- la sua effettività può essere esclusa a priori per la sua natura aleatoria<sup>115</sup>.

Il *discrimen* tra le due fattispecie azionarie, dunque, si riduce prevalentemente alla necessaria privazione del diritto di voto, all'organizzazione e tutela di categoria, nonché alla legge di circolazione<sup>116</sup>.

Tanto rilevato, tuttavia, è inevitabile considerare che se, da un lato, privilegi dal

---

<sup>114</sup> Pare opportuno evidenziare la diversa formulazione della norma rispetto a quella dell'art. 2351 c.c. *ante* riforma. L'art. 145 T.U.F. conteneva e contiene un generico riferimento ai "particolari privilegi di natura patrimoniale", mentre l'art. 2351 c.c. *ante* riforma imponeva l'attribuzione di un privilegio con specifico riferimento ai *tipici* diritti patrimoniali consistenti nella partecipazione agli utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento della società. La diversa formulazione delle norme induceva la dottrina, già prima della riforma del 2003, ad escludere- con riferimento alle azioni di risparmio- l'insussistenza di un vincolo nella scelta delle tipologie di privilegi patrimoniali. Si veda sul punto: : M. Notari, *Commento all'art. 145*, in La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza. D.Lgs. 24 febbraio 1998, n.58. Commentario a cura di P. Marchetti - L. A. Bianchi, Tomo II, 1566 ss.

<sup>115</sup> Nella predisposizione della clausola di eterodestinazione degli utili della controllata, poi, dovrà prestarsi attenzione a che la misura degli utili destinati ai soci della controllante non sia tale da determinare, per i soci della stessa controllata, una sostanziale esclusione dalla partecipazione agli utili in violazione del divieto del patto leonino.

<sup>116</sup> Si ricorda, al riguardo, che le azioni di risparmio, se non quotate- e, dunque, non soggette al regime della dematerializzazione obbligatoria- possono essere al portatore (salvo, ex art. 145 n. 3 T.U.F., quelle appartenenti ad amministratori, sindaci e direttori generali, che devono essere nominative).

carattere tanto aleatorio possono considerarsi idonei- entro i suddetti limiti - per gli effetti di cui all'art. 145 T.U.F., dall'altro- come sempre accade nell'emissione di azioni di risparmio- l'ultima e decisiva parola sul punto spetta al mercato, che potrebbe percepire gli stessi- come di volta in volta ideati- non sufficienti a giustificare la privazione del diritto di voto.

## Capitolo II: Gli istituti alternativi

1. *Tracking stocks, spin-off e carve-out a confronto.* - 2. *Le azioni correlate e i patrimoni destinati.* – 3. *La legittimità dell'emissione di azioni correlate ai risultati di uno specifico affare al cui esercizio sia destinata una parte del patrimonio sociale ai sensi dell'art. 2447 bis c.c.* - 4. *Le non-share tracking shares.*

### 1. Tracking stocks, spin-off e carve-out a confronto

Individuate le ragioni economiche sottostanti l'emissione di *tracking stocks*, nonché le caratteristiche essenziali dell'istituto, non può farsi a meno di rilevarne l'affinità con altre forme di ristrutturazione finalizzate alla concentrazione imprenditoriale nelle singole aree d'affari. Il riferimento è alle operazioni di *spin-off*<sup>117</sup> e *carve-out*<sup>118</sup>.

---

<sup>117</sup> Per un'indagine sulle ragioni determinanti della scelta tra *spin off* e *tracking stocks*, si veda: A. Danielova, *Tracking stocks or spin off? Determinants of choice*, in 37 Fin. Manag., 2008, 125 ss. L'A., rilevate le affinità tra le due operazioni ("*Both spin-offs and tracking stock allow the market to value business units according to their relevant individual operating fundamentals and to provide investors with pure-play investment opportunities. Both forms of equity restructuring allow dividends to be linked to the performance of a specific division, and both facilitate designing stock-based management incentive programs separately for each division(...)*"), da un'attenta analisi dei dati economici, giunge alla conclusione per cui "*a company is more likely to choose tracking-stock restructuring if active internal capital markets are crucial and valuable for its operating decisions, and if, at the same time, the company wants to obtain some of the benefits offered by spin-offs*". L'indagine dell'A. offre altresì l'evidenza per cui il "*management chooses tracking stock to avoid losing corporate control of its divisions*", mentre "*the preservation of tax consolidation does not seem to be an essential factor in the decision to issue tracking stock*".

Evidenziano il ruolo del *value of internal capital markets* anche: Billett-Mauer, *Diversification and value of internal capital markets: the case of tracking stock*, Journal of banking and finance, 2000, 1457 ss.

Le affinità tra *spin-off* e *tracking stock* sono menzionate anche da: J. Elder-P. Westra, *The reaction of security price to tracking stock announcements*, Journal of economics and finance, 2000, 36 ss.

Suggeriscono che "*the firms issuing targeted stock presumably considered and rejected the option of spinning off the targeted stock segment*": J. D'Souza-J. Jacob, *Why firms issue targeted stock*, Journal of financial economics, 2000, 459 ss. Si riferisce, poi, all'emissione di tracking stocks come ad un "*internal spin-off*": J. Haas, *How quantum, DLJ, and Ziff-Davis are Keeping on track with tracking stock: Part I*, 1999, New York Law school Working Paper.



La prima si sostanzia in una scissione, totale o parziale, in favore di una o più società preesistenti o di nuova costituzione.

Più precisamente, il patrimonio di una società multidivisionale potrebbe essere scomposto per intero- in modo che la parte riconducibile a ciascuna singola *business unit* sia assegnata ad un'altra società di nuova costituzione (scissione totale, che comporta l'estinzione della società scissa)- ovvero, in parte- di modo che la parte riconducibile ad una (o più) *business unit* sia assegnata ad una (o più) società di nuova costituzione, ferma restando la residua parte del patrimonio originario in capo alla scissa (scissione parziale), in entrambi i casi con contestuale assegnazione ai soci della scissa di partecipazioni sociali nella (o nelle) beneficiaria.

La seconda, invece, si realizza mediante lo scorporo di un ramo aziendale in favore di una società preesistente o di nuova costituzione, le cui partecipazioni sono attribuite alla stessa società scorporata- piuttosto che ai suoi soci- con eventuale quotazione sul mercato di una quota di minoranza (cd. *minority carve-out*).

In particolare, dunque, una società operante in più settori d'attività potrebbe scorporare la parte del proprio patrimonio corrispondente ad uno specifico settore, per assegnare lo stesso ad una nuova società- costituita per gemmazione dalla prima - le cui partecipazioni sarebbero attribuite alla stessa società scorporata, che

---

<sup>118</sup> Esaminano attentamente la scelta tra *tracking stocks* e *minority carve-outs*: Wei He-Tarun K. Mukherjee-Peihwang Wei, *Examining the choice between tracking stocks and minority carve-outs and their relative performances*, Working Paper, 2006. La ricerca condotta dagli AA. si estende ad un campo largamente ignorato dalla letteratura esistente: *the managerial entrenchment*. L'idea da cui partono gli autori è che "*because tracking stocks are subject to a greater degree of managerial discretion and control, they are more vulnerable to managerial self-serving behavior, compared to carve-outs. The implications are that, relative to carve-outs, 1) tracking stocks are more likely to be chosen by entrenched managers; 2) tracking stocks' long-term performances are likely to be inferior; 3) a tracking stock's long term performance is worse for firms occupied by entrenched managers*".

avrebbe così il controllo totalitario della società figlia.

Dette operazioni, realizzando una reale separazione patrimoniale, nonché una moltiplicazione dei soggetti giuridici, per quanto affini alla ristrutturazione attuabile per mezzo dell'emissione di azioni tracciate, generano evidentemente attese diverse. Concentrando l'indagine sulle principali ragioni - dichiarate<sup>119</sup>- fondanti l'emissione di *tracking stocks*, ossia la riduzione dell'asimmetria informativa e l'incentivazione del *management* attraverso piani di *stock options* (entrambi quali mezzi per il raggiungimento dell'obiettivo finale dell'incremento dello *shareholders value*), possono sollevarsi le seguenti osservazioni:

- a) La riduzione dell'asimmetria informativa (cd. *informational asymmetry*). L'obiettivo è menzionato in quasi tutti i prospetti informativi che hanno accompagnato l'emissione di *tracking stocks*. Eppure, è facile attendersi che sia lo *spin off* – determinando una più chiara e netta separazione dei settori, imputati a due distinte ed autonome società l'operazione cui possa conseguire un più elevato grado di riduzione dell'asimmetria informativa, ed il più elevato incremento del numero di analisti interessati<sup>120</sup>;
- b) Gli incentivi al *management* attraverso piani di *stock options*. L'introduzione di piani di compensi a favore dei *managers*, basati sull'attribuzione di partecipazioni azionarie correlate- quanto ai diritti patrimoniali- ai risultati di

---

<sup>119</sup> La precisazione non è senza rilievo, a scelta dell'emissione di azioni correlate potendo rispondere ad esigenze non dichiarate, e non dichiarabili, quali quella del *board* di mantenere il controllo delle divisioni aziendali.

<sup>120</sup> Per la tesi- recentemente sostenuta da taluni studiosi- che esclude l'idoneità delle *tracking stocks* a ridurre le asimmetrie informative si rinvia alla precedente nt. 22.

singoli settori d'affare, può tanto avere un impatto positivo sulla qualità del loro lavoro e, dunque, ancora una volta, sulla qualità delle *performances* societarie, quanto implementare i problemi di *agency*, con un'immediata ricaduta sui *monitoring costs* (o *agency costs*)<sup>121</sup>.

L'emissione di *tracking shares*, non determinando una moltiplicazione degli enti giuridici e dei rispettivi *boards of directors*, infatti, pur consentendo l'attuazione di piani di incentivi al *management* divisi per *business units*, determina contestualmente il rischio che decisioni- di primaria importanza- del *board*, quali quelle riguardanti l'allocazione tra i vari settori di risorse scarse (ad es. l'assegnazione di finanziamenti e/o di personale), le relazioni tra comparti (ad es. gli scambi intersettoriali di beni e/o servizi), e le imputazioni contabili (ad es. dei costi comuni e/o dei ricavi non direttamente riconducibili all'attività imprenditoriale), siano orientate dagli interessi personali dei *managers* in questo o quel settore, piuttosto che dall'interesse sociale.

<sup>121</sup> Si tratta dei costi che azionisti e creditori sociali devono sostenere per controllare l'effettivo rispetto, da parte degli amministratori, dei doveri (fiduciari) di correttezza- cd. *fiduciary duties*- che agli stessi fanno capo, in virtù del rapporto di agenzia, nei confronti della società, dei soci (*shareholders*) e di tutti quanti hanno un interesse economico nell'impresa (*stakeholders*). L'esigenza di un controllo- che nasce normalmente dall'insanabile cesura tra proprietà e controllo che caratterizza le società di capitali (soprattutto quelle di maggiori dimensioni, per il disinteresse alla gestione sociale degli azionisti-risparmiatori)- è accentuata dall'emissione di azioni correlate per la discrezionalità di cui dispone l'organo amministrativo nelle decisioni gestionali incidenti sui rapporti tra comparti. Il fenomeno- la cui origine si rintraccia nell'introduzione del principio maggioritario che consente a chi abbia la maggioranza dei voti di eleggere i soggetti deputati all'amministrazione, controllandone le politiche aziendali- impone al diritto (cd. *corporate law*)- ed all'autonomia statutaria- escogitare gli strumenti idonei ad assicurare l'effettiva corrispondenza dell'operato gestorio all'interesse sociale, abbattendo i costi del controllo. La riduzione dei *monitoring costs*, infatti, ha un effetto positivo sul mercato dei capitali, determinando un aumento del prezzo che gli investitori sono disposti a pagare per una partecipazione di minoranza al capitale di rischio, nonché una riduzione per la società del costo per la provvista di capitale di credito. Pone l'accento sulla necessità che la *corporate fiduciary law* evolva adeguandosi alle esigenze di tutela connesse alla struttura finanziaria realizzata con l'emissione di *tracking stocks*: Hass, *Directorial fiduciary duties in a tracking stock equity structure: the need for a duty of fairness*, in 94 Mich. L. Rev. 1996, 2090.

Ciò in tutti i casi in cui gli amministratori risultino portatori di un *disproportionate equity interest* per avere la loro partecipazione (o il loro diritto a partecipare) al capitale sociale ad oggetto solo una categoria di azioni, ovvero azioni di ciascuna categoria ma in misura non proporzionale alla composizione del capitale sociale<sup>122</sup>.

Anche con riferimento a questo obiettivo, dunque, è facile attendersi che i migliori risultati conseguano ad uno *spin off*, e, sia pure in misura minore, ad un *carve-out*. Quanto appena rilevato, poi, induce ad un'ulteriore riflessione.

Il rafforzamento della motivazione per i *managers* a fare meglio (con l'immediata ripercussione positiva sulle *performances* della stessa società, che ne consegue) può essere realizzata anche attraverso l'incremento della probabilità di scalate (cd. *takeovers*). Ma l'incremento della contendibilità delle azioni è chiaramente favorita da più ridotte dimensioni sociali, risultando più semplice, in generale, scalare- nonché amministrare, una volta acquisitone il controllo- una società piccola piuttosto che una grande *combined firm*.

Tra le operazioni di ristrutturazione in discorso, considerata la più netta separazione tra scissa e beneficiaria realizzabile con uno *spin off*, è facile attendersi che sia questo, dunque- anche sotto tale profilo- a registrare i migliori risultati.

Nei casi di *equity carve-out* e *tracking stocks*, l'incremento della probabilità di scalate sarà molto probabilmente più basso.

Attuando un *equity carve-out*, infatti, la società madre conserva il controllo interno della società risultante dallo scorporo- di cui detiene la totalità o la maggioranza

<sup>122</sup> In tali circostanze la tutela dei soci risulterà affidata all'art. 2391 c.c. che- nella sua formulazione *post riforma*- impone agli amministratori un incondizionato obbligo di *disclosure* di ogni interesse di cui siano titolari (per conto proprio o di terzi) in una determinata operazione sociale.

delle partecipazioni- precludendo, perciò, che possa essere realizzata una scalata alla società figlia senza che sia scalata la stessa società madre.

All'emissione delle cd. *divisional shares*, poi, nessun incremento sembra possa collegarsi della probabilità di scalate: la società, infatti, conserva la struttura di unica grande *combined firm*, per sua natura difficilmente scalabile.

L'emissione di azioni correlate sembra, in effetti, più rispondente alla volontà di difendere la società contro *takeovers* ostili, in quanto il potenziale *bidder* dovrebbe lanciare la propria offerta sull'intero capitale dell'unica grande società, per poter acquistare il controllo del singolo comparto cui sia interessato.

La mancanza di una reale separazione patrimoniale e di una moltiplicazione dei soggetti giuridici, caratteristica della ristrutturazione attuata per mezzo dell'emissione di azioni tracciate, tuttavia, è facile prevedere consenta alla società *multibusiness* il conseguimento dei migliori risultati in termini di preservazione delle sinergie interne esistenti tra le divisioni aziendali<sup>123</sup>.

---

<sup>123</sup> Nell'analisi delle ragioni della scelta tra tracking stocks, spin-off e carve-out, pongono l'accento sulla *preservation of existing synergies*: T. J. Chemmaur-I. Paeglis, *Why issue tracking stock? Insights from a comparison with spin-offs and carve-outs*, in *Journal of applied corporate finance*, 2001, 108 ss. Se ne riporta un passaggio significativo: "(...) *the decision to issue tracking stock, rather than to do a spin-off or a carve-out, is driven by the firm's desire to enjoy the valuation benefits arising from a reduction in the extent of asymmetric information in the equity market, while continuing to keep the two units of the firm together under the same corporate umbrella. This desire to keep parent and subsidiary together seems to arise from the need to preserve existing synergies- synergies that would be lost if they were completely separated, as in the case of a spin-off.*"

Lo sfruttamento delle sinergie tra le diverse aree di attività ha indotto il *board of directors* della Liberty Media Corporation- interessato all'incremento dello *stockholder value*- a preferire, nel 2006, l'emissione di due serie di *tracking stocks* ad un'operazione di *spin off* o simili. Il dato emerge a chiare lettere nel relativo Proxy Statement, reperibile sul sito [www.libertymedia.com](http://www.libertymedia.com): "*The board of directors believes that stockholder value may be enhanced by creating separate series of stock intended to track and reflect the economic performance of businesses, assets and liabilities attributed to each of the Interactive Group and the Capital Group. The Interactive Group and the Capital Group, however, each currently benefit from the synergies of being part of the same company, such as an enhanced "consolidated" credit rating, possible tax benefits and shared treasury, finance and other functions. In*

Lo stesso può dirsi per la conservazione della capacità di indebitamento, che è naturalmente maggiore per una grande società.

Al maggiore grado di preservazione delle sinergie esistenti e della capacità di indebitamento, d'altra parte, è possibile attendersi corrisponda un più basso grado di eliminazione delle inefficienze.

Queste cose si può attendere siano più facilmente eliminate nei casi di *spin-off* e *carve-out*.

Concludendo, considerate le diverse caratteristiche delle tre operazioni di ristrutturazione aziendale, è facile attendersi che con lo *spin-off* si conseguano i migliori risultati in termini di riduzione dell'asimmetria informativa, incentivazione del management, contendibilità delle azioni ed eliminazione delle inefficienze.

Dall'emissione di *tracking stocks*, dall'altro lato, è possibile attendersi il conseguimento dei migliori risultati in termini di preservazione delle sinergie interne, mantenimento della capacità di indebitamento, e disincentivazione delle scalate ostili.

I benefici, tuttavia, rischiano d'essere controbilanciati- se non superati- dai costi connessi ai conflitti inevitabilmente insorgenti tra i vari settori<sup>124</sup>.

La scelta tra l'una e le altre operazioni, dunque, è necessario sia preceduta da un'attenta analisi della situazione sociale, nonché della previsione- e confronto- dei

---

*the event the businesses of the Interactive Group and the Capital Group were divided into separated companies, through a spin off or similar transaction, these synergies and benefits would no longer be available*".

<sup>124</sup> Tanto conflitti orizzontali, tra le varie categorie di azionisti, quanto conflitti verticali, tra soci ed organo gestorio.

costi e benefici da ciascuna di esse attendibili<sup>125</sup>.

Né è da escludere che nella scelta possa assumere ruolo centrale la considerazione di una caratteristica propria esclusivamente delle azioni correlate. Il riferimento è alla elevata elasticità dello strumento.

Come rilevato da taluno<sup>126</sup>, “la creazione di *tracking stocks* non è di regola un viaggio senza

ritorno”. La- possibile- registrazione di risultati negativi non troverebbe la società ormai definitivamente smembrata in più realtà sociali autonome, risultando sufficiente la conversione delle azioni tracciate in azioni ordinarie perché gli effetti dell’operazione sulla struttura finanziaria della società scompaiano<sup>127</sup>.

L’articolazione del capitale in azioni correlate, inoltre, può costituire una soluzione temporanea, di transizione e preparazione verso una diversa operazione<sup>128</sup> di scissione, fusione, o cessione a terzi del comparto.

La decisione di far precedere un’operazione di scissione o cessione dall’emissione di azioni correlate può, ad esempio, rispondere all’opportunità di ottenere dal mercato una valutazione specifica del comparto da cedere.

La scelta di emettere azioni correlate contestualmente ad un’operazione di fusione, invece, consentirebbe di unire due (o più) società al fine di sfruttare le sinergie tra

---

<sup>125</sup> Pare opportuno precisare che come i benefici connessi all’emissione di azioni correlate, così anche quelli riconducibili alle operazioni di *spin-off* ed *equity carve-out* non costituiscono dei benefici netti. Alla moltiplicazione delle realtà societarie, infatti, corrisponde inevitabilmente una moltiplicazione dei costi strutturali, organizzativi e gestori.

<sup>126</sup> Fuchs, *Tracking stock – Spartenaktein als Finanzierungsinstrument für deutsche altengesellschaften*, in ZGR, 2003, 209.

<sup>127</sup> Del ruolo centrale svolto dalla disciplina statutaria del diritto di conversione si dirà in prosieguo.

<sup>128</sup> La considerazione è svolta anche in P. F. Mondini, cit., 42.

loro esistenti, mantenendo tuttavia distinti i diversi settori d'affari ai fini della determinazione dei diritti patrimoniali spettanti ai soci delle società fuse. L'elevata versatilità del modello, d'altra parte, è confermata dalla storia delle sue origini.

L'istituto- come già evidenziato- nasce come mezzo di pagamento per l'acquisto di una società (*acquisition currency*): soluzione escogitata al fine di superare le remore dei soci della *target company* a cedere le proprie partecipazioni.

Oltre che per l'acquisizione diretta di società bersaglio, l'emissione di azioni correlate, nella particolare versione delle cd. *subsidiary tracking shares*, può essere impiegata anche per il finanziamento di un'acquisizione- indiretta- da parte di una propria controllata.

Le risorse finanziarie raccolte dalla controllante mediante il collocamento delle azioni di nuova emissione, sono in tal caso utilizzate dall'emittente per il finanziamento di un'acquisizione societaria posta in essere dalla controllata.

L'operazione consentirebbe alla controllante di vedere realizzata l'acquisizione senza subire un annacquamento della propria quota di controllo<sup>129</sup>.

---

<sup>129</sup> L'operazione per ultima descritta, ricorda vagamente quella realizzata mediante l'emissione di un prestito obbligazionario convertibile in azioni di società controllata (cd. procedimento indiretto), ma le differenze sono evidenti. In un caso la controllante raccoglie risorse finanziarie a titolo di debito, convertibile in azioni della controllata, cui spetta di deliberare l'aumento a servizio della conversione, e di cui diventano soci gli obbligazionisti che si avvalgono dell'opzione di conversione. Nel caso del testo, invece, la controllante raccoglie risorse finanziarie a titolo di capitale, aumentando il proprio capitale ed emettendo azioni correlate ai risultati della controllata, la quale ultima si avvantaggia del finanziamento per l'acquisizione di una società *target*- di cui sono soci i destinatari dell'aumento deliberato dalla controllante- senza vedere mutata la propria compagine sociale.



## 2. Azioni correlate e patrimoni destinati

Un altro strumento offerto, dal legislatore della riforma, alle società multicomparto per consentire loro di separare distinte divisioni aziendali senza sopportare i costi (per la creazione, il mantenimento ed infine l'estinzione di nuove realtà sociali<sup>130</sup>) inevitabilmente conseguenti alle operazioni di scissione e scorporo, è costituito dai patrimoni destinati di cui all'art. 2447 bis, I co., lett. a) c.c..

Con esso una parte del patrimonio sociale è separato dal patrimonio complessivo, e destinato in via esclusiva ad uno specifico affare.

Possono costituirsi anche più patrimoni destinati, purché il loro valore, complessivamente considerato, non sia superiore al 10% del patrimonio netto della società. Limite, quest'ultimo, che inevitabilmente costringe l'istituto ad un impiego marginale.

Essendo necessario, per la costituzione di un patrimonio destinato, un piano economico-finanziario che assicuri la congruità del patrimonio rispetto alla realizzazione dell'affare (art 2447 ter, I co., lett. c) c.c.) è facile immaginare, infatti, che la scelta continui a ricadere sulle classiche operazioni di scissione o scorporo ogniqualvolta il patrimonio necessario per la realizzazione dell'affare risulti superiore al suddetto limite legale<sup>131</sup>.

---

<sup>130</sup> Al "vantaggio dell'eliminazione dei costi di costituzione, mantenimento ed estinzione" di una nuova società fa riferimento- in ordine ai patrimoni destinati- anche la relazione al D.Lgs. 17 gennaio 2003 n.6, recante la "Riforma organica alla disciplina delle società di capitali e società cooperative".

<sup>131</sup> Nessun limite di ordine quantitativo, pare opportuno evidenziare, la legge pone con riferimento all'emissione di azioni correlate, potendo esse rappresentare anche la maggioranza delle

Nonostante il rilevato parallelismo, la separazione realizzabile con la creazione di un patrimonio destinato presenta caratteristiche del tutto differenti da quelle che connotano la separazione conseguente l'emissione di azioni correlate.

Non si tratta, infatti, di una mera separazione contabile avente rilievo solo interno, ma di una separazione patrimoniale reale che incide, in deroga al principio di cui all'art. 2740 c.c, sui diritti dei creditori, ai quali è perciò riconosciuta la facoltà di fare opposizione (art. 2447 quater c.c.).

Il mutamento del regime di responsabilità per le obbligazioni sociali- che la costituzione di un patrimonio separato produce- giustifica l'attenzione legislativa per una più dettagliata disciplina. La modalità di rendicontazione, in particolare, non è lasciata alla libera autonomia statutaria- come accade, invece, per l'ipotesi di cui all'art. 2350, Il co., c.c.- ma normativamente fissata (art. 2447 sexies, septies e novies c.c.).

L'attivo della parte di patrimonio sociale separata e destinata ad uno specifico affare può essere incrementato da eventuali apporti di terzi<sup>132</sup>, a fronte dei quali la società può emettere "strumenti di partecipazione all'affare" (art. 2447 ter, lett. d) ed e) c.c.).

Questi- a differenza delle azioni correlate- non rappresentano una frazione del capitale sociale ma- piuttosto- dei titoli di debito, e non attribuiscono a chi ne è titolare la qualità di socio, ma, bensì, quella di terzo creditore in grado di soddisfarsi

---

partecipazioni azionarie, e potendo altresì il settore tracciato costituire (o diventare) la principale attività sociale.

<sup>132</sup> Affronta il problema dell'iscrizione dell'oggetto dell'apporto nell'attivo del bilancio (particolare e, di conseguenza, generale): G. E. Colombo, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati: prime considerazioni*, in Banca, borsa, tit. cred., 2004, I, 51, il quale distingue a seconda che si tratti di denaro, beni in proprietà, beni in godimento obbligatorio, ovvero di apporti di opera o servizi.

nei confronti della società nei soli limiti del patrimonio destinato all'affare.

Gli apporti a fronte dei quali sono emessi non sono compiuti a titolo di conferimento, e consentono di realizzare un finanziamento partecipativo solo nel limitato senso che il relativo rendimento o il rimborso del capitale (ove previsto) è condizionato dai risultati dello specifico affare, ossia dagli utili ed eventualmente anche dalle perdite da esso generate.

Del valore di tali apporti può essere riconosciuta o esclusa la restituzione.

Nel caso in cui sia riconosciuto all'apportante il diritto alla restituzione del valore dell'apporto eseguito, nel passivo del bilancio del patrimonio separato sarà iscritta, tra i debiti, una contropartita di ammontare (almeno inizialmente<sup>133</sup>) uguale al valore iscritto nell'attivo. Nessun incremento del valore netto del patrimonio separato sarà, pertanto, prodotto.

Nell'ipotesi opposta di esclusione del diritto alla restituzione del valore dell'apporto eseguito, nel netto del bilancio del patrimonio separato sarà iscritta una voce equivalente ad una riserva. All'apporto, dunque, corrisponderà un incremento del valore netto del patrimonio separato.

In ogni caso, tuttavia, l'apportante costituirà un creditore della società: nel primo caso per la restituzione del valore dell'apporto (al netto delle perdite su di lui eventualmente gravanti) oltre che per una somma commisurata agli utili, nel secondo caso solo per una somma commisurata agli utili<sup>134</sup>.

---

<sup>133</sup> Per un chiarimento dell'inciso si veda quanto in seguito precisato (nt. 135).

<sup>134</sup> Se nell'esercizio si produce un utile, un debito pari agli utili spettanti all'apportante deve essere iscritto nel passivo dello stato patrimoniale (del patrimonio destinato, ed anche, perciò, in quello della società). Si tratterà normalmente di una voce di debito separata da quella- eventuale- rappresentante

La partecipazione all'affare degli strumenti finanziari in discorso, inoltre, può essere convenuta tanto con riferimento ai soli utili, quanto con riferimento così agli utili come alle perdite<sup>135</sup>.

Il contratto relativo all'apporto darà luogo nel primo caso ad un rapporto di cointeressenza cd. impropria (art. 2554, I co., c.c.), nel secondo ad un rapporto di associazione in partecipazione<sup>136</sup>.

La natura partecipativa- nel senso appena precisato- di tali strumenti finanziari, se da un lato comporta l'inapplicabilità ad essi della rigida disciplina normativa a tutela del capitale sociale, dall'altro ha indotto il legislatore a rafforzarne la tutela di categoria (art. 2447 octies c.c.).

Quanto al primo aspetto, in particolare, nessun limite trova applicazione in ordine

---

il debito di restituzione dell'apporto. Essa, infatti, andrà ad incrementare l'eventuale voce rappresentante il debito di restituzione dell'apporto solo nel caso in cui sia pattuito l'accantonamento della quota di utili spettante all'apportante, ed il loro versamento in unica soluzione alla fine del rapporto (unitamente, dunque, alla restituzione del valore dell'apporto).

Il debito della società- verso l'apportante- commisurato agli utili, costituisce per la società stessa un costo, e come tale va iscritto nel conto economico.

Per un'accurata analisi della rendicontazione dei patrimoni destinati: G. E. Colombo, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati: prime considerazioni*, in Banca, borsa, tit. cred., 2004, I, 30 ss.

<sup>135</sup> Se nell'esercizio si produce- con riferimento all'affare- una perdita, questa grava sul diritto del terzo apportante alla restituzione dell'apporto. Il debito (sociale) di restituzione verso l'apportante, infatti, deve essere iscritto- nel bilancio del patrimonio separato e di conseguenza in quello generale della società- in misura ridotta rispetto al suo ammontare originario, di tanto quanto è la parte di perdita di sua pertinenza. Ne consegue che, in caso di partecipazione alle perdite, la voce del bilancio corrispondente al debito di restituzione verso l'apportante solo inizialmente di ammontare pari al valore dell'apporto, potendo variare- anche da un esercizio all'altro- in conseguenza delle perdite accertate nella gestione dell'affare. Sull'ammontare di tale voce di debito incide, poi, anche l'eventuale accertamento di utili- riferibili sempre all'affare- in un esercizio successivo a quello chiuso in perdita: la quota di utili di pertinenza dell'apportante, infatti, deve essere impiegata prioritariamente per la ricostituzione del valore originario dell'apporto da restituire. Essa, cioè, deve essere trattenuta dalla società ed imputata alla voce di debito da restituzione fino al ripristino del suo originario ammontare, con la conseguenza che solo la- eventuale- residua parte di utili di pertinenza dell'apportante possono essere a lui versati. Si veda sul punto: G. E. Colombo, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati: prime considerazioni*, in Banca, borsa, tit. cred., 2004, I, 54.

<sup>136</sup> Per il riferimento all'associazione in partecipazione si vedano, tra i tanti: G.B. Portale, *Dal capitale "assicurato" alle "tracking stocks"*, cit., 167. Distingue tra associazione in partecipazione e cointeressenza impropria a seconda della partecipazione alle perdite: G. E. Colombo, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati: prime considerazioni*, cit., 53.

all'oggetto degli apporti (che possono consistere anche, ad esempio, in opere o servizi), ovvero alla loro valutazione (che non deve essere garantita nelle forme e nei modi di cui agli artt. 2343 e ss. c.c.), così come nessun ostacolo alla loro emissione può derivare dall'eventuale circostanza per cui azioni precedentemente emesse non risultino interamente liberate (ex art. 2438 c.c.)<sup>137</sup>.

Quanto al secondo profilo, poi, in mancanza di un'espressa previsione normativa, la tutela di categoria di tali strumenti finanziari sarebbe stata probabilmente assimilata dall'interprete a quella prevista per gli strumenti finanziari di cui all'art. 2411 III co. c.c., che rinvia alla disciplina in tema di titoli obbligazionari (e dunque, in sostanza, all'art. 2415 c.c.).

Al duplice fine di evitare incertezze e di assicurare una più forte tutela ai titoli in discorso- evidentemente considerati connotati da un più elevato grado di rischiosità- il legislatore ha preferito assegnare al rappresentante comune della categoria una funzione di controllo sul regolare andamento dello specifico affare, nonché precisare espressamente le materie di competenza dell'assemblea speciale.

Queste, in particolare, risultano ampliate rispetto a quella dell'assemblea degli obbligazionisti, rientrandovi anche la competenza a deliberare sull'azione di responsabilità nei confronti del rappresentante comune, nonché sulle controversie con la società e le relative transazioni e rinunce.

Per il resto si applica quanto normativamente previsto per la tutela di categoria degli obbligazionisti, stante il rinvio agli artt. 2415 II, III, e IV co., 2416, 2417, 2418 e 2419

---

<sup>137</sup> La loro emissione, inoltre, ritengo non faccia sorgere in capo ai soci alcun diritto di opzione, trovando quest'ultimo fondamento nell'interesse alla stabilità della compagine sociale (che nessuna modifica può subire in conseguenza della sottoscrizione di strumenti finanziari non azionari).

c.c. operato dall'art. 2447 octies Il co. c.c.

Agli eventuali apporti di terzi confluenti nel patrimonio destinato può corrispondere l'emissione di strumenti finanziari di partecipazione all'affare dal contenuto più variegando l'autonomia statutaria della più ampia libertà nella determinazione dei diritti in essi incorporati, a dispetto dei sia pur pochi limiti legali tuttora imposti nella creazione di categorie speciali di azioni<sup>138</sup>- così come l'emissione di più categorie di strumenti finanziari partecipativi, ciascuna connotata da uguali diritti e dotata di una propria assemblea speciale e di un proprio rappresentante comune.

Concludendo, i due istituti- delle azioni correlate e dei patrimoni destinati- costituiscono entrambi un'alternativa alle classiche operazioni di scissione o scorporo, ma allo stesso tempo presentano profonde differenze in termini di natura ed efficacia della separazione che sono idonee a produrre. Allo stesso modo, profonde differenze delineano i confini tra azioni correlate e strumenti finanziari di partecipazione all'affare di cui all'art. 2447 ter c.c.

---

<sup>138</sup> Quella degli strumenti finanziari diversi dalle azioni e dalle obbligazioni, costituisce la fattispecie più ampiamente rimessa all'autonomia negoziale. Il legislatore, infatti, per essi si limita a dettare una disciplina di cornice (artt. 2346 ult. co., 2349 Il co. e 2351 ult. co.) rimettendo allo statuto il compito di disciplinarne "condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione".

Gli strumenti finanziari rappresentativi di apporti a patrimonio destinato costituiscono, in questo panorama, quelli più normativamente disciplinati. La specifica disciplina legislativa per essi dettata, tuttavia, riguarda solo la – menzionata – tutela di categoria (di riflesso, poi, i loro titolari godono del maggior grado di certezza che deriva dalla specifica disciplina in tema di rendicontazione del patrimonio destinato), restando i diritti patrimoniali ed eventualmente anche amministrativi in essi incorporati lasciati alla libera contrattazione tra società e sottoscrittori dei titoli.

Gli unici limiti imposti- dal legislatore della riforma- all'autonomia negoziale nella definizione del contenuto di questi strumenti finanziari sono due: i) da un lato possono essere emessi solo a fronte di un apporto (di qualunque tipo- tuttavia- non essendo imputato a capitale); ii) dall'altro, pur potendo essere loro riconosciuto il diritto di voto, è escluso il voto nell'assemblea generale dei soci.

### **3. Il problema della legittimità dell'emissione di azioni correlate ai risultati di uno specifico affare al cui esercizio sia destinata una parte del patrimonio sociale ai sensi dell'art. 2447 bis c.c.**

Chiarite le differenze esistenti tra i due nuovi istituti delle azioni correlate e dei patrimoni destinati, è naturale chiedersi se gli stessi possano- ed in che modo- intrecciarsi, mediante l'emissione di azioni correlate ai risultati dell'affare oggetto di un patrimonio destinato.

La problematica, ampiamente indagata in dottrina, è stata dai primi commentatori risolta in senso negativo, argomentando dal fatto che il conferimento degli azionisti correlati subirebbe un vincolo di destinazione all'affare, con la conseguente formazione di un subcapitale inammissibile nel nostro ordinamento giuridico in quanto contrario alla II Direttiva comunitaria<sup>139</sup>.

L'ostacolo della paventata creazione di un subcapitale è stato da altri superato ammettendo l'emissione di azioni correlate riferite a patrimoni destinati solo nel caso

---

<sup>139</sup> Nel senso della conseguente formazione di un- vietato- subcapitale: G. Mignone, sub art. 2350 II e III co., nell'edizione 2004 di *Il nuovo diritto societario*, Commentario diretto da G. Cottino, G Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, 304. L'A., ad una più attenta analisi della problematica, considerando giuste le obiezioni successivamente sollevate da altri, ha abbandonato l'opinione originariamente manifestata, abbracciando quella- di seguito nel testo esposta- per cui "si possono emettere azioni dotate di una simile correlazione solo in quanto esse non siano (né potrebbero mai esserlo) rappresentative del patrimonio destinato, ma semplicemente azioni comuni, parametrare (per così dire) sui risultati dell'affare oggetto del patrimonio", in: *Il nuovo diritto societario*, Commentario diretto da G. Cottino, G Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, edizione 2009, 236.

Tra quanti sostengono tuttora la tesi negativa argomentando dalla supposta conseguente creazione di un subcapitale: F. Fimmanò, *Le destinazioni "industriali" dei patrimoni sociali*, in Riv. dir. priv., 2004, fasc. 4, 856, per il quale "La ragione di fondo per cui alla fine ci troviamo con le figure alternative della segregazione patrimoniale e della mera separazione contabile è che nel nostro ordinamento, come in tutta l'unione europea, in conformità anche alla seconda direttiva di armonizzazione, l'istituto del capitale sociale è ben saldo a differenza di quanto accaduto negli USA, ove è stato sostanzialmente soppiantato nella maggior parte degli ordinamenti federati, in una logica concorrenziale cominciata con il cd. caso Delaware".

in cui “dando una lettura evolutiva dell’art. 2447 quinquies I co. c.c., e ritenendo che la separatezza ivi prevista possa essere derogata per via di autonomia in sede di delibera di costituzione del patrimonio dedicato” in concreto “il capitale rappresentato da dette azioni non sia isolato, ma soltanto postergato nella partecipazione alle perdite della società”<sup>140</sup>.

L'impostazione tanto dell'una quanto dell'altra teoria- benché esse consentano di pervenire a soluzioni opposte - appare viziata all'origine.

È necessario, infatti, affrontare la problematica generale relativa al possibile intreccio tra i due istituti mantenendo distinta la questione relativa all'ammissibilità di un subcapitale destinato (e quindi di azioni rappresentative di una quota separata del capitale destinata dalla società all'esercizio di uno specifico affare), da quella relativa all'ammissibilità di azioni rappresentative di un patrimonio separato (ossia di una quota del patrimonio sociale diversa dal capitale), da quella- ancora diversa- concernente la legittimità dell'emissione di azioni incorporanti diritti patrimoniali parametrati ai risultati di un patrimonio destinato<sup>141</sup>.

---

<sup>140</sup> Le parole sono di: 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 tit. cred., 2003, I, 526. L'A., pare opportuno evidenziare, utilizza un tono ipotetico (“sembra”... “ma il punto è meritevole di ulteriore approfondimento”).

Alla tesi aderiscono: U. Patroni Griffi, cit., 49, e M. Colonnelli De Gasperis, cit., 43.

La legittimità della lettura correttiva proposta da M. Lamandini è posta nel dubbio da: A. Giannelli, *Commento all'art. 2447 bis*, in Società di capitali. Commentario a cura di G. Niccolini- A. Stagno D'Alcontres, II, Napoli, 2004, 1229, il quale rileva che “l’art. 2447 quinquies consente, al co. 3, di graduare la responsabilità della società per i debiti del patrimonio destinato, non, invece, la responsabilità del patrimonio destinato per i debiti della società”; nonché da: P.F. Mondini, cit., 103, nt. 121, il quale fa notare che “il rispetto delle disposizioni della seconda direttiva richiederebbe come minimo anche: a) l'obbligo della stima per gli apporti in natura (art.10); b) il divieto di distribuzione di dividendi in mancanza di un supero netto delle poste attive rispetto all'importo del capitale sottoscritto aumentato delle riserve legali e statutarie (art. 15 lett.a): ma è chiaro che questa regola priverebbe di significato la separazione patrimoniale”.

<sup>141</sup> Distinguono correttamente le due questioni: P. Sfamini, *Commento all'art. 2350*, cit., 315 ss., e



La soluzione delle prime due questioni impone di considerare i vincoli derivanti, nel nostro ordinamento giuridico, dalle direttive comunitarie- ed in particolare dalla II direttiva comunitaria concernente la costituzione delle società per azioni- nonché dai principi inderogabili di diritto interno.

Questi impongono che le partecipazioni azionarie rappresentino una frazione del capitale sociale, unico ed unitariamente considerato<sup>142</sup>.

Ne consegue che, da un lato, è impedita la creazione di un patrimonio separato rappresentato da azioni (o, che è lo stesso, l'emissione di azioni rappresentative non di una frazione del capitale ma di un patrimonio separato) e, dall'altro, oggetto di separazione e destinazione ex art 2447 bis c.c., può essere solo una parte del patrimonio netto diversa dal capitale (non potendovi essere azioni rappresentative di una quota di capitale separata e destinata ad uno specifico affare)<sup>143</sup>.

---

P. F. Mondini, *Le azioni correlate*, cit., 98 ss, ma la distinzione tra le due problematiche era chiara a parte della dottrina già prima dell'entrata in vigore della riforma. Il riferimento è a : G. B. Portale, *Dal capitale "assicurato" alle "tracking stocks"*, cit., 164.

<sup>142</sup> La regola, in verità, non risulta imposta espressamente ed a chiare lettere. Essa, tuttavia, può essere desunta da una serie di articoli della II direttiva comunitaria: in particolare dalle disposizioni in tema di capitale minimo (art. 6), distribuzione dei dividendi (art. 15), riduzione del capitale (artt. 30-38) e parità di trattamento (art. 42).

Trova un' ulteriore chiara conferma dell'inammissibilità di un subcapitale nella IV direttiva comunitaria, che prescrive la struttura inderogabile del patrimonio netto senza consentire una partizione interna della voce "capitale sociale": P. F. Mondini, *Le azioni correlate*, cit., 101, nt. 116.

Tra i principi inderogabili di diritto interno, invece, può richiamarsi l'art. 2433 c.c.- che esclude possano essere pagati dividendi sulle azioni se non per *utili realmente conseguiti e risultanti dal bilancio generale della società* regolarmente approvato- riprodotto sostanzialmente all'art. 2350 III co. c.c.

<sup>143</sup> Il legislatore italiano, certo, ha riconosciuto la possibilità di costituire patrimoni destinati senza espressamente distinguere tra le componenti del patrimonio netto, tra cui c'è anche il capitale. L'interprete, tuttavia, non può non tener conto dei vincoli comunitari che il legislatore italiano è tenuto ad osservare.

Con ciò non si vuol dire che il legislatore italiano abbia violato i vincoli imposti a livello europeo, e che spetti all'interprete rimediare all'errore. Questi, piuttosto, dovrà elaborare un'esegesi della norma di tipo sistematico, che tenga conto dei vincoli di sistema, anche comunitari. D'altronde, che il legislatore delegato per la riforma del diritto societario avesse in mente una parte del patrimonio diversa dal capitale può desumersi da elementi letterali sparsi nella normativa di riferimento ("strumenti finanziari di partecipazione all'affare", "apporti", ecc.).

L'altra questione, relativa all'ammissibilità o non di azioni incorporanti diritti patrimoniali parametrati ai risultati dello specifico affare oggetto di un patrimonio destinato, si palesa- a questo punto- in tutta la sua diversità.

La parametrizzazione dei diritti patrimoniali di una categoria azionaria ai risultati dell'affare oggetto di un patrimonio destinato, infatti, non comporta né presuppone necessariamente la destinazione all'affare di una quota del capitale. Essa, piuttosto, realizza una separazione solo contabile- tra lo specifico affare e la restante attività sociale- priva di ogni rilevanza esterna, che va ad intrecciarsi con una legittima separazione patrimoniale reale- quella realizzata con la costituzione del patrimonio destinato- operata senza coinvolgere il capitale.

Quest'ultimo, infatti, resta unico ed unitariamente rappresentato dalle varie categorie azionarie.

Escluso che l'ipotetica parametrizzazione dei diritti patrimoniali di una categoria azionaria ai risultati dell'affare oggetto di un patrimonio destinato comporti l'illegittima formazione di un subcapitale, si affaccia all'interprete un interrogativo ulteriore.

Una categoria azionaria in ipotesi così strutturata sarebbe riconducibile alla fattispecie prevista all'art. 2350 Il co. c.c.,e , dunque, qualificabile come azione correlata? Ovvero si tratterebbe di una fattispecie innominata, ma tuttavia ammissibile considerata la legittimazione all'atipico operata dalla riforma?

La risposta agli interrogativi formulati dipende dalla soluzione che si pretenda dare ad una problematica a monte, concernente il rapporto esistente tra la nozione di *settore dell'attività sociale* (di cui all'art. 2350, Il co., c.c.) e quella di *specifico*

*affare*<sup>144</sup> (di cui all'art. 2447 bis c.c.).

Nella- supposta - differenza tra le due nozioni si anniderebbe per molti l'inconciliabilità dei due istituti, dei quali uno (quello delle azioni correlate) costituirebbe "il *pendant*, nell'ambito dei titoli destinati a rappresentare le partecipazioni (azionarie), degli strumenti finanziari di cui parla l'art. 2447 ter I co. lett. e)"<sup>145</sup>.

Lo *specifico affare* al cui esercizio può essere destinata una parte del patrimonio sociale ai sensi dell'art 2447 bis c.c., si dice, sarebbe caratterizzato da una essenziale temporaneità<sup>146</sup> - contrapposta alla potenziale illimitata continuità che distingue il *settore dell'attività sociale* di cui all'art. 2350 II co. c.c. – dovendo realizzarsi entro un tempo limitato e "previamente indicato"<sup>147</sup>.

La conferma<sup>148</sup> troverebbe conforto nella lettera della legge ed in particolare nell'art. 2447 ter lett. c.c. (in mancanza di una preventiva indicazione del termine per il compimento dell'affare non sarebbe possibile la predisposizione del piano economico finanziario da cui risulti la congruità del patrimonio rispetto alla realizzazione dell'affare, le modalità e le regole relative al suo impiego, il risultato che

---

<sup>144</sup> Per un'accurata indagine del significato del termine *affare*, sia pure con riferimento all'associazione in partecipazione: M. De Acutis, *L'associazione in partecipazione*, Padova, 1999.

<sup>145</sup> Le parole sono di: A. Pisani Massamormile, in *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, Riv. soc., 2003, 1304.

<sup>146</sup> Sostiene la tesi della temporaneità dell'affare, tra gli altri: A. Pisani Massamormile, cit., 1305 ("l'attività di un determinato settore è, almeno tendenzialmente, illimitata nel tempo o parametrata alla durata della società, lo specifico affare pare destinato ad esaurirsi inesorabilmente in un periodo di tempo circoscritto").

<sup>147</sup> La necessità di una preventiva indicazione del tempo entro il quale deve esaurirsi l'affare è sostenuta da: G. E. Colombo, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati: prime considerazioni*, cit., 31.

<sup>148</sup> Afferma la "non coincidenza tra settori di attività e affari dei patrimoni destinati", senza offrire alcuna argomentazione a sostegno: 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, 80.

si intende perseguire<sup>149</sup>), nell'art. 2447 novies c.c. (che individuerrebbe la naturale e fisiologica causa di cessazione della destinazione del patrimonio nella realizzazione dell'affare<sup>150</sup>), nonché nell'art. 2447 decies c.c. (dove il termine operazione è utilizzata come sinonimo di affare<sup>151</sup>).

Le argomentazioni non sembrano decisive.

Il dato letterale della disciplina dei patrimoni destinati consente, certo, di considerare quale elemento naturale dell'affare la sua *realizzabilità entro tempi determinati*. Non consente, tuttavia, con certezza, di affermarne la natura di elemento essenziale della fattispecie.

Anche a volerlo considerare tale, poi, non può non rilevarsi la compatibilità che il carattere della temporaneità presenta con la nozione di *attività d'impresa*<sup>152</sup> e con

---

<sup>149</sup> L'argomento è svolto in: G. E. Colombo, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati: prime considerazioni*, cit., 32.

Lo stesso, per quanto autorevolmente formulato, non sembra convincente: ad una valutazione sulla congruità dell'affare non sembra essere di ostacolo la mancanza di un termine predeterminato.

<sup>150</sup> L'argomento è svolto da: U. Patroni Griffi, *Le azioni correlate*, cit., 51.

<sup>151</sup> L'argomento è svolto da: U. Patroni Griffi, *Le azioni correlate*, cit., 51, nt. 35, il quale evidentemente interpreta il termine *operazione* come naturalmente connotata dal carattere dell'episodicità. Finisce, così, con l'utilizzare un'interpretazione- la cui validità è tutta da dimostrare- per confermare la correttezza di un'altra ricostruzione esegetica.

Il frequente utilizzo, nell'art. 2447 decies c.c., del termine *operazione* in alternativa a quello di affare, è evidenziato anche in: Manzo-Scionti, *Patrimoni dedicati e azioni correlate: "cellule" fuori controllo?*, in *Le società 2003*, fasc. 10, 1330, i quali, tuttavia, giungono alla conclusione per cui "il termine affare in questo caso non può che assumere il più ampio significato di operazione economica (...) al termine affare non può essere attribuito il mero significato di atto giuridico (...) sembra l'affare possa addirittura assumere le sembianze di un vero e proprio ramo d'azienda".

<sup>152</sup> L'assenza di qualunque incompatibilità tra termine dell'iniziativa imprenditoriale e la fattispecie d'impresa è evidenziata in: P. Sfameni, *sub art. 2350*, cit., 320, nt. 377. L'A., richiamando l'esempio delle azioni riscattabili di cui all'art. 2437 sexies c.c., esclude qualunque incompatibilità anche con la nozione di partecipazione azionaria. La temporaneità dell'affare, evidenzia l'A., rende piuttosto opportuna la predisposizione di una specifica disciplina statutaria della sorte della categoria azionaria in discorso per il caso di realizzazione dell'affare.

L'esigenza, pare opportuno anticipare, si pone per questo modello di azioni correlate come per quello classico, potendosi verificare anche la cessazione (ad es. per trasferimento) del settore dell'attività sociale di cui all'art. 2350 Il co. c.c. . A tale esigenza, come sarà meglio chiarito in prosieguo, l'autonomia statutaria può far fronte prevedendone la convertibilità, ovvero la riscattabilità.

quella di *attività sociale*.

Requisito essenziale dell'attività d'impresa, ai sensi dell'art. 2082 c.c., difatti, è la *professionalità*, e non l'indeterminatezza temporale.

L'art. 2247 c.c., poi, richiede che l'attività sociale abbia *carattere produttivo*, ma non fa alcun cenno alla professionalità, consentendo di ritenere legittimo finanche l'esercizio in forma societaria di un'attività economica non professionale, e dunque occasionale.

Anche un solo specifico affare, dunque, sia pure programmato come realizzabile entro un termine determinato - o addirittura episodico<sup>153</sup>- può costituire l'oggetto esclusivo - od un settore- dell'attività sociale.

La temporaneità – naturale o essenziale che sia – dello *specifico affare* di cui all'art. 2447 bis c.c., non sembra quindi idonea a sostenere la “diversità ontologica”<sup>154</sup> dei due istituti.

Né una “diversità fisiologica” sembra possa desumersi, come fatto da taluno, dalle distinte peculiarità dei due istituti, individuati nella prioritaria rilevanza del bene sull'attività nel patrimonio destinato, e nella primaria rilevanza dell'attività sui beni nelle azioni correlate<sup>155</sup>.

La naturale eterogeneità dei due istituti, infatti, non sembra impedire un loro intreccio, quale quello realizzabile mediante l'emissione di azioni - rappresentative di una

---

<sup>153</sup> Sostiene la “diversità ontologica” tra attività oggetto dei patrimoni destinati ed attività tracciate dalle azioni correlate argomentando dall'essenziale “episodicità” dell'affare: U. Patroni Griffi, *Le azioni correlate*, cit., 50.

<sup>154</sup> L'espressione è di: U. Patroni Griffi, *Le azioni correlate*, cit., 49.

<sup>155</sup> Il riferimento è a: S. Pescatore, *Le azioni riscattabili e le azioni correlate*, in A.A. V.V., *La riforma del diritto societario*, a cura di M. de Tilla-G. Alpa-S. Patti., 2003, 91.

frazione dell'intero ed unico capitale - incorporanti diritti patrimoniali parametrati ai risultati dello specifico affare cui sia destinata una parte del patrimonio sociale (diversa dal capitale).

La fattispecie, d'altra parte- che qui si propone di indicare come “*one separate business*” *tracking shares*- presenta evidenti analogie con il modello delle cd. *subsidiary tracking shares*, caratterizzate- come visto- dalla connessione dei diritti patrimoniali ai risultati di una società controllata<sup>156</sup>. In entrambi i casi, infatti, il fenomeno della mera separazione contabile con efficacia interna si intreccia con quello della separazione patrimoniale con efficacia reale, con la sola differenza che nell'un caso la separazione patrimoniale reale è realizzata con la destinazione ad uno specifico affare di una parte del patrimonio sociale, mentre nell'altro la stessa è realizzata con la costituzione di una nuova società (controllata).

L'emissione di una simile categoria di azioni correlate deve considerarsi legittima anche nel caso in cui il patrimonio destinato (o *melius* il suo attivo) sia stato anteriormente incrementato, ai sensi dell'art. 2447 ter c.c., dall'apporto di terzi titolari di strumenti finanziari di partecipazione all'affare.

Allo stesso modo il patrimonio destinato (in ipotesi formato senza l'apporto di terzi) ai cui risultati siano parametrati i diritti patrimoniali incorporati in azioni correlate, deve ritenersi possa essere successivamente incrementato mediante il ricorso all'apporto di terzi cui siano attribuiti gli strumenti di partecipazione all'affare di cui all'art. 2447 ter c.c.

<sup>156</sup> Evidenziano l'analogia con le cd. *subsidiary shares*: G. B. Portale, *Dal capitale “assicurato” alle “tracking stocks”*, cit., 164, e G. Mignone, sub art. 2350 II e III co., in *Il nuovo diritto societario*, Commentario diretto da G. Cottino, G Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, 2009, 236.

Si realizza - in entrambi i casi - la coesistenza di diverse forme di partecipazione all'affare oggetto del patrimonio destinato, che si intrecciano senza che l'una impedisca l'esistenza ed il funzionamento dell'altra.

Così, a titolo esemplificativo, l'utile che risulti eventualmente prodotto dal bilancio relativo allo specifico affare, al netto della quota di pertinenza dei terzi che abbiano effettuato apporti partecipativi- i quali, per non essere azionisti, sono insensibili alla perdita eventualmente accertata nella restante gestione della società- entra nella disponibilità della società che può deciderne la distribuzione tra gli azionisti. Al fine della determinazione degli utili (da calcolarsi su tale utile netto) distribuibili agli azionisti correlati- per i quali, invece, sussiste il limite stabilito dall'art. 2350 III co. c.c.- esso va sommato alla perdita eventualmente registrata nella restante gestione della società. Con la conseguenza, che se la restante gestione della società è in perdita e l'utile dello specifico affare (al netto di quanto spettante ai terzi portatori di strumenti finanziari di partecipazione all'affare) non è tale da assorbire e superare la misura di tale perdita, nessuna differenza positiva risulta distribuibile dalla società agli azionisti correlati (come a quelli ordinari).

All'opposto, se il bilancio relativo allo specifico affare accerta una perdita, non risultano somme distribuibili né in favore dei terzi portatori di strumenti finanziari di partecipazione all'affare, né dei soci portatori di azioni correlate ai risultati dell'affare. Ma se dalla restante gestione della società risulta prodotto un utile, questo risulta distribuibile- senza tener conto della perdita dell'affare<sup>157</sup>- in favore degli azionisti

---

<sup>157</sup> Dell'eventuale perdita prodotta nella gestione dell'affare non deve tenersi conto in quanto la natura

ordinari.

#### 4. Le non-share tracking shares

Gli strumenti finanziari di cui all'art. 2447 ter c.c., a dispetto della denominazione assegnata loro dal legislatore ("strumenti finanziari di partecipazione all'affare"), costituiscono - come anticipato - dei titoli di debito, fuoriuscendo dall'ambito degli *strumenti finanziari partecipativi in senso stretto*<sup>158</sup> di cui all'art. 2346, co. 6, c.c.

---

reale della separazione patrimoniale realizzata con la costituzione del patrimonio destinato fa sì che il patrimonio sociale residuo sia insensibile alle obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare oggetto del patrimonio destinato (salvo che la deliberazione istitutiva- avvalendosi della facoltà di cui all'art. 2447 quinquies III co. c.c.- non abbia disposto diversamente, e salva comunque la responsabilità illimitata della società per le obbligazioni derivanti da fatto illecito).

<sup>158</sup> Le osservazioni che ci si accinge a svolgere nel testo, è opportuno precisare, presuppongono l'adesione alla tesi per cui, nella sistematica del codice civile, vi sarebbero due grandi classi di strumenti finanziari emettibili dalle s.p.a: quelli *partecipativi*, e quelli *non partecipativi*.

Nell'ambito di quelli *partecipativi* si distinguerebbero le *azioni* (che ne rappresentano la figura paradigmatica) e gli *altri strumenti finanziari partecipativi* (di cui alla rubrica della sezione V del titolo V del libro V del codice).

Nell'ambito di quelli non partecipativi, invece, si distinguerebbero le *obbligazioni* e gli *altri strumenti finanziari non partecipativi* diversi dalle obbligazionari ma sorretti al pari di queste da una causa prevalentemente di finanziamento.

Gli *altri strumenti finanziari partecipativi* (di cui alla rubrica della sezione V del titolo V del libro V del codice), pur non essendo azioni e non attribuendo la qualità di soci, sono partecipativi nel senso di consentire ai relativi titolari la partecipazione al contratto sociale mediante l'attribuzione di diritti di natura partecipativa, ossia di diritti tipicamente sociali. Questi, non definiti a monte dal legislatore, possono tuttavia essere tanto di natura amministrativa (ad es. il diritto di voto, con l'espressa esclusione del solo voto nell'assemblea generale degli azionisti, ovvero il diritto di nomina di un consigliere), quanto anche solo di natura patrimoniale (ad es. il diritto a partecipare con i soci alla distribuzione degli utili sociali, ovvero al riparto in sede di liquidazione).

La natura partecipativa degli tali strumenti finanziari di cui all'art. 2346, co. 6, c.c., dunque, non andrebbe confusa con la *partecipazione in senso lato* che può derivare dalla *indicizzazione all'andamento economico della società* della *remunerazione* dell'investimento ovvero del *rimborso* dell'apporto o del valore ad esso corrispondente. Tale forma di partecipazione, infatti, non incidendo sui diritti sociali degli azionisti, non richiede la necessaria competenza statutaria prescritta per gli *altri strumenti finanziari partecipativi* di cui all'art. 2346, co. 6, c.c. Restano, infatti, titoli di debito, privi di natura partecipativa e perciò rientranti nella competenza dell'organo amministrativo, le cd. obbligazioni partecipanti, caratterizzate da una remunerazione commisurata in tutto o in parte agli utili della società, così come le cd. obbligazioni subordinate, caratterizzate da un diritto al rimborso subordinato al soddisfacimento di tutti i creditori sociali, appena prima del rimborso dei conferimenti dei soci.

Tesi di dottorato ""Dalle tracking stocks alle azioni correlate. Autonomia negoziale, limiti legali ed esperienza applicativa"" di MONDA STEFANIA

discussa presso Università Commerciale Luigi Bocconi-Milano nell'anno 2012

La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore (Legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche).

Sono comunque fatti salvi i diritti dell'università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte.



La causa prevalentemente di finanziamento dei titoli in parola, che si riflette sulla ricostruzione dei relativi diritti patrimoniali, può desumersi dalla competenza alla loro emissione assegnata legislativamente all'organo amministrativo in sede di costituzione del patrimonio destinato (ex art. 2447 ter c.c.)<sup>159</sup>.

Intanto la competenza alla loro emissione può essere riconosciuta all'organo amministrativo, infatti, in quanto agli stessi non siano connessi diritti patrimoniali e/o amministrativi idonei ad incidere- modificandoli- sui diritti dei soci.

Dal rilievo, che trova conferma altresì nella disciplina legale della tutela di categoria- costruita prevalentemente mediante il rinvio a quella dettata per gli obbligazionisti- deriva la suesposta ricostruzione del relativo diritto al rendimento inteso come diritto ad un interesse parametrato agli utili prodotti dall'affare a prescindere dalla perdita eventualmente prodotta nella restante gestione della società.

Ciò non esclude, tuttavia, la possibilità per l'autonomia privata di creare strumenti finanziari di partecipazione all'affare *in senso stretto partecipativi*- e, quindi, riconducibili all'art. 2346, VI co.,c.c.- mediante l'attribuzione ai relativi titolari di diritti patrimoniali e/o amministrativi in senso stretto sociali.

La natura partecipativa, ad esempio, potrebbe derivare dall'attribuzione del diritto al voto (con il solo limite del voto nell'assemblea generale degli azionisti, ex art. 2346, VI co., c.c.) o di altro diritto amministrativo tipicamente sociale<sup>160</sup>.

---

Per tale ricostruzione, si veda: M. Notari-A. Giannelli, *Commento all'art. 2346, comma 6*, in Commentario alla riforma delle società diretto da P. Marchetti-L. Bianchi-F. Ghezzi- M. Notari, vol. Azioni, 52 ss.

<sup>159</sup> L'argomento è di: M. Notari-A. Giannelli, *Commento all'art. 2346, comma 6*, in Commentario alla riforma delle società diretto da P. Marchetti-L. Bianchi-F. Ghezzi- M. Notari, vol. Azioni, 122.

<sup>160</sup> Al riguardo pare opportuno precisare che la tutela di categoria che la legge riserva ai portatori di

Natura partecipativa potrebbe essere assegnata agli strumenti finanziari in discorso anche mediante l'attribuzione del diritto a partecipare con i soci alla distribuzione degli utili in senso stretto (ed alle riserve formate con l'accantonamento degli utili non distribuiti), ovvero del diritto a partecipare con i soci<sup>161</sup> al riparto di liquidazione<sup>162</sup>.

In tal caso il diritto al rendimento sarebbe subordinato- al pari del diritto agli utili dei soci- tanto all'accertamento di utili definitivamente acquisiti dalla società nel suo complesso, quanto all'adozione della delibera di distribuzione. Esso, inoltre, sarebbe riferito agli utili prodotti dall'affare al netto della quota eventualmente da destinare alla formazione della riserva legale e/o di riserve statutarie.

In ogni caso l'attribuzione di diritti in senso stretto sociali, comportando la partecipazione al contratto sociale di soggetti non soci<sup>163</sup>- i titolari degli strumenti finanziari *partecipativi*- si rifletterebbe tanto sulla competenza quanto sulla tutela di categoria.

---

strumenti finanziari non partecipativi, come le obbligazioni, non costituiscono diritti amministrativi sociali nel senso che qui interessa. Essi si riflettono certamente sulla complessiva organizzazione societaria, ma senza determinare una modificazione, diretta o indiretta, dei diritti dei soci che richiede necessariamente la previsione statutaria. Il diritto di voto nell'assemblea degli obbligazionisti, per fare un esempio, non muta il peso che il voto dei soci ha nell'assemblea degli azionisti.

<sup>161</sup> Non sarebbe sufficiente la sola subordinazione del diritto al rimborso al pagamento di tutti i creditori sociali (che caratterizza, ad es. le cd. obbligazioni subordinate): il rimborso sarebbe posticipato rispetto agli altri creditori, ma pur sempre preordinato rispetto a quello dei soci. Perché il diritto al rimborso dell'apporto assuma natura partecipativa è necessario che esso sia destinato ad essere eseguito unitamente ai soci in sede di riparto del residuo attivo di liquidazione.

<sup>162</sup> Che la natura partecipativa degli *altri strumenti finanziari partecipativi* di cui all'art.2346, co.6, c.c. possa derivare dall'attribuzione, oltre che di diritti amministrativi, anche solo di diritti patrimoniali tipicamente sociali sembra possa desumersi dalla stessa formulazione definitiva della norma citata. Come notato da M. Notari- A. Giannelli, Commento all'art. 2346, comma 6, cit., 81, infatti, "la locuzione congiuntiva, o *anche*, posta tra i diritti patrimoniali e i diritti amministrativi, lascia intendere che i diritti patrimoniali, al fine della qualificazione della fattispecie, non possono mancare, mentre i diritti amministrativi possono anche essere assenti nel contenuto di tali strumenti finanziari".

<sup>163</sup> Nella previsione della possibilità di *far partecipare al contratto sociale soggetti che non assumono la qualifica di soci*, individuano la valenza innovativa dell'art. 2346, comma 6 c.c.: M. Notari- A. Giannelli, *Commento all'art. 2346, comma 6*, cit., 84.

Quanto al primo profilo dovrebbe essere, in questi casi, lo statuto sociale (ex art. 2346, VI co., c.c.) a disciplinarne modalità e condizioni di emissione, ed a determinare i diritti (e la relativa misura) in essi incorporati, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione<sup>164</sup>.

In ordine al secondo profilo, invece, la tutela di categoria sarebbe rappresentata da quella – più ampia<sup>165</sup> - dettata all'art. 2376 c.c.<sup>166</sup>

Strumenti finanziari di partecipazione all'affare di questo tipo- ossia *partecipativi in senso stretto*- presenterebbero, dunque, un'evidente analogia con il modello delle azioni correlate munite di diritti patrimoniali parametrati ai risultati di uno specifico

---

<sup>164</sup> Pare opportuno precisare che quando nel testo si discorre, con riferimento agli strumenti finanziari *partecipativi*, di necessaria *competenza statutaria*, non si intende sostenere che gli stessi debbano necessariamente essere emessi dall'assemblea straordinaria. La legge (art. 2346, VI co. c.c.) prescrive solo che sia lo statuto- adottato in sede di costituzione- ovvero l'assemblea statutaria- durante la vita della società- a disciplinarne le modalità e condizioni di emissione, il contenuto, le sanzioni e le norme di circolazione, nulla escludendo che possa essere affidata all'organo gestorio la decisione sull'*an*, sul *quando*, ed il *quantum* della concreta emissione degli strumenti partecipativi già analiticamente disciplinati nello statuto, nel rispetto- ovviamente- delle caratteristiche, nonché dei limiti temporali e quantitativi determinati a livello statutario.

Sarebbero contrarie alla norma, invece, non solo l'emissione di strumenti finanziari partecipativi eventualmente compiuta dall'organo amministrativo in mancanza o contro le disposizioni statutarie, ma anche la delega in bianco all'emissione eventualmente attribuita dallo statuto all'organo amministrativo.

Dello stesso avviso: M. Notari-A. Giannelli, *Commento all'art. 2346, comma 6*, cit., 129 ss.

<sup>165</sup> La norma in discorso subordina all'approvazione dell'assemblea speciale di categoria l'efficacia delle deliberazioni dell'assemblea che pregiudicano, *direttamente o indirettamente* (almeno secondo l'orientamento esegetico dominante) i diritti della categoria medesima. Evidente è la più ristretta portata della tutela di categoria assicurata agli obbligazionisti (nonché agli altri strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società): la relativa assemblea speciale, infatti, delibera solo sulle *modificazioni delle condizioni del prestito*, ex art. 2415 c.c.

<sup>166</sup> La disciplina delle assemblee speciali, per quanto letteralmente riferita alle sole *azioni o strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi*, è suscettibile di un'interpretazione estensiva in favore di tutti gli *altri strumenti finanziari partecipativi* di cui all'art. 2346, co. 6, c.c. L'esclusione, dall'ambito di applicazione della norma, delle categorie di strumenti finanziari dotati solo di diritti patrimoniali partecipativi, sarebbe, infatti, priva di ogni spiegazione.

Attribuiscono la discrepanza testuale tra le due norme- art. 2346 co.6 e 2376 c.c.- alla circostanza per cui "la lettera dell'art. 2346 co. 6, mediante l'aggiunta dell'avverbio *anche* è variata solo in sede di rettifica in data 7 luglio 2003, creando così la possibilità di qualche coordinamento non perfettamente felice tra di essa e le altre norme che fanno riferimento alla medesima fattispecie": M. Notari-A. Giannelli, *Commento all'art. 2346, comma 6*, cit., 142.

affare oggetto di un patrimonio destinato.

L'analogia, più precisamente, sussiste tra il richiamato modello di azioni correlate e gli strumenti finanziari *partecipativi* in quanto muniti del diritto di partecipare con i soci alla distribuzione degli utili prodotti dall'affare<sup>167</sup>, ed è tale da consentire la proposta di una loro qualificazione come *non-share "one separate business" tracking shares*<sup>168</sup>.

<sup>167</sup> Elemento essenziale delle azioni correlate, infatti, non è il diritto di voto- di cui esse possono essere anche totalmente prive (salvo il rispetto del limite quantitativo di cui all'art. 2351 II co. c.c.)- ma la correlazione dei diritti patrimoniali ai risultati di un determinato settore dell'attività sociale, nonché l'impossibilità di conseguire dividendi in mancanza di utili realmente conseguiti e risultanti dal bilancio generale della società regolarmente approvato (ex art. 2433 II co. e 2350 III co. c.c.).

<sup>168</sup> Parla di *non-share tracking shares*: L. Enriques, *Quartum non datur: appunti in tema di strumenti finanziari partecipativi in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in Banca, borsa, tit. cred., 2005, I, 175. L'A. qualifica come *non-share shares* tutti gli strumenti finanziari simil-azionari, ossia "potenzialmente identici alle azioni sotto il profilo dei diritti patrimoniali, al punto da poter essere perfettamente equiparati alle azioni ordinarie quanto al diritto al dividendo e perfino, secondo alcuni, a distribuzione del residuo in sede di liquidazione, e ai quali tuttavia non si applicherebbe alcuna delle disposizioni imperative previste per le azioni". Proseguendo l'A. qualifica come *non-share tracking shares* gli strumenti finanziari simil-azionari costruiti sull'immagine delle *tracking shares* (considerando evidentemente il modello base, e non quello particolare- qui ancora in discorso- delle azioni correlate ai risultati di uno specifico affare oggetto di un patrimonio destinato) e per essi esclude la necessità di rispettare il vincolo dell'art. 2350 III co. c.c. L'errore dell'autore consiste nel considerare unitariamente le disposizioni imperative concernenti le azioni, senza distinguere tra quelle riguardanti il contenuto dei diritti azionari e quelle dettate a tutela del capitale di cui ciascuna azione rappresenta una (uguale) frazione. Se gli strumenti finanziari in discorso possono qualificarsi come simil-azionari (o *non-share shares*) è proprio perché dotati di *diritti perfettamente uguali a quelli tipicamente azionari*, distinguendosi dalle azioni solo per la mancata imputazione a capitale dei relativi apporti. Le disposizioni imperative dettate in ordine al contenuto del diritto- tipicamente azionario- di partecipazione alla distribuzione degli utili, dunque, non possono che trovare applicazione con riferimento a tali strumenti perché essi possano essere qualificati come simil-azionari: solo così, infatti, lo stesso diritto può dirsi in questi perfettamente riprodotto. Sono solo le disposizioni imperative dettate a tutela del capitale sociale a non dover trovare applicazione, per la mancanza di apporti a capitale.

La disposizione imperativa di cui all'art. 2350 III co.c.c., dunque, non può che trovare applicazione agli strumenti finanziari che si pretenda di costruire sull'immagine delle *tracking shares*: la previsione del diritto ad un rendimento parametrato ai risultati del settore tracciato, spettante ai titolari di strumenti finanziari anche in presenza di perdite per la complessiva società emittente, infatti, sfumerebbe del tutto l'immagine di fondo delle *tracking shares*, fino a cancellarla.

La qualificazione come *non-share "one separate business" tracking shares* è qui utilizzata per evidenziare il riferimento non al modello base delle azioni correlate, ma a quello, particolare (della cui legittimità, come visto, molti ancora dubitano) delle azioni correlate ai risultati di uno specifico affare al cui esercizio sia destinata una parte del patrimonio sociale, ex art. 2447 bis e ss. c.c.

Si tratterebbe, difatti, di strumenti finanziari simil-azionari o titoli “di quasi capitale”<sup>169</sup>, il cui *discrimen* con le azioni vere e proprie risiederebbe essenzialmente nella mancanza della qualità di conferimento degli apporti a fronte dei quali essi sono emessi, cui consegue: a) la loro inidoneità a rappresentare una frazione del capitale sociale; b) il mancato conseguimento della qualità di soci da parte dei relativi titolari; c) la possibilità che i medesimi apporti consistano in entità non imputabili a capitale, come ad esempio opere e servizi; d) il mancato assoggettamento dei medesimi apporti ad alcuna procedura di verifica del valore; e) la possibilità per la società di procedere, liberamente e senza limiti, al loro acquisto ovvero alla loro sottoscrizione, nonché di procedere alla loro emissione anche nel caso in cui gli apporti dovuti per quelli eventualmente già in circolazione non risultino integralmente eseguiti; f) l'assenza di alcun diritto di opzione, nel caso di loro emissione, in favore dei soci e dei titolari di strumenti finanziari partecipativi eventualmente già in circolazione<sup>170</sup>.

<sup>169</sup> Parla di titoli “di quasi capitale”: 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, tit. cred., 2003, I, 534.

<sup>170</sup> La mancanza di una procedura di verifica del valore e la non spettanza del diritto di opzione- di cui alle lettere d) ed f) nel testo- non sono condivise da tutti in dottrina. Si veda, al riguardo: M. Lamandini, cit., in Banca, borsa, tit. cred., 2003, I, 534 ss.. Quanto al primo aspetto, l'A. sostiene che “se l'apporto è irredimibile (se non in sede di liquidazione) o non è restituibile neppure in sede di liquidazione, esso potrà verosimilmente imputarsi a patrimonio (...)” ed essere appostato “nel contesto di una riserva (...)” e “ove si proceda ad una simile imputazione” sarebbe necessario “in analogia con il principio dell'art. 2343 c.c.(...) accompagnare l'apporto con una relazione giurata redatta dall'esperto nominato dal Tribunale” e ciò in quanto si tratterebbe “pur sempre di proteggere il valore del netto”. L'argomento non sembra condivisibile: certo, l'art. 2343 contempla l'obbligo della perizia di stima “non già solo al fine di verificare che i conferimenti corrispondano al valore nominale del capitale con essi liberato ma anche del sovrapprezzo”, ma non sembra che da ciò possa dedursi l'estensione del medesimo obbligo a tutte quelle riserve che, corrispondendo ad apporti di “quasi capitale”, siano sospettate di un regime di indisponibilità analogo a quello dettato per la riserva sovrapprezzo. Quanto al secondo aspetto, poi, la spettanza del diritto d'opzione, è dall'A. sostenuta in applicazione analogica dell'art. 2441 c.c., che troverebbe il suo fondamento nella similitudine dallo stesso tracciata tra gli strumenti finanziari in discorso e le obbligazioni convertibili (similitudine che induce, altresì, l'A. ad escludere la competenza dell'organo amministrativo, salva la competenza speciale fissata all'art. 2349 Il co. c.c.). L'A. (p. 530 e 531 dell'opera citata), difatti, esclude che la competenza spetti all'organo

Allo stesso modo nulla sembra ostacolare la creazione di strumenti finanziari muniti di diritti patrimoniali correlati ai risultati di un determinato settore dell'attività sociale<sup>171</sup>. Questi possono: i) essere costruiti come *non partecipativi*; ii) derivare la propria natura partecipativa dalla sola attribuzione di diritti amministrativi; iii) derivare la propria natura partecipativa dall'attribuzione del diritto di partecipare unitamente ai soci alla distribuzione degli utili di settore.

Nelle prime due ipotesi- *sub* i) e ii)- non può parlarsi di "quasi azioni correlate": l'analogia con le *divisional tracking shares*, infatti, è solo apparente, mancando detti strumenti finanziari di un carattere essenziale delle azioni correlate, consistente nella possibilità di ricevere dividendi solo nei limiti degli utili risultanti dal bilancio (generale) della società.

Di "quasi azioni correlate"<sup>172</sup> o *non-share "divisional" tracking shares*<sup>173</sup> può parlarsi

---

amministrativo in tutte le ipotesi in cui la remunerazione- delle obbligazioni o di altri strumenti finanziari- sia parametrata agli utili conseguiti dalla società, e ciò in quanto, "malgrado la diversa natura della remunerazione dell'investimento" si realizzerebbe "nella sostanza un concorso tra azionisti ed obbligazionisti sugli utili che è idoneo in qualche misura ad incidere sulle aspettative di redditività dei soci". Anche questo argomento non sembra condivisibile. Il silenzio del legislatore sulla competenza all'emissione di titoli di debito dotati di diritti patrimoniali parametrati agli utili conseguiti dalla società, infatti, non è assoluto. Il riferimento è agli strumenti finanziari di cui all'art. 2447 ter c.c. dotati di diritti patrimoniali parametrati agli utili prodotti dall'affare oggetto di un patrimonio destinato, la cui possibile emissione la legge espressamente dispone debba essere prevista nella delibera costitutiva del patrimonio destinato che, salvo diversa statuizione statutaria, è adottata dall'organo amministrativo. Il rilievo pare sufficiente a dimostrare come il legislatore non abbia ritenuto l'incidenza sulle aspettative di redditività dei soci, che i diritti patrimoniali così costruiti sono idonei a produrre, tale da rendere di per sé necessaria la competenza statutaria: sono i soci che, in sede costitutiva o *ex post* per mezzo dell'assemblea straordinaria, possono valutare l'importanza che ricopre per loro tale possibile incidenza, eventualmente avocando a sé la competenza di regola spettante all'organo amministrativo.

<sup>171</sup> Nulla sembra d'ostacolo, d'altra parte, alla creazione di strumenti finanziari di partecipazione ad uno specifico affare sociale- partecipativi o non partecipativi nel senso precisato- che non risulti oggetto di un patrimonio destinato.

<sup>172</sup> Discorre di quasi azioni correlate: U. Patroni Griffi, *Le azioni correlate*, cit., 55.

<sup>173</sup> La precisazione "*divisional*" è operata nel testo per distinguere gli strumenti finanziari in parola da quelli di cui si è discusso prima e che si sono qualificati, sempre a fini distintivi, come *non-share "one separate business" tracking shares*.

solo con riferimento al terzo modello di strumenti finanziari- *sub iii*)- per il quale valgono le osservazioni già svolte- in termini di competenza statutaria<sup>174</sup> (ex art. 2346, VI co., c.c.), tutela di categoria (ex art. 2376 c.c.) e determinazione del rendimento (ex art. 2433, II co., c.c)- per quelle che si è qui proposto di identificare come *non-share “one separate business” tracking shares*. Tra i primi due modelli di strumenti finanziari, poi- *sub i*) e *ii*)- entrambi come detto non qualificabili a rigore come “quasi azioni correlate”, corrono profonde differenze in termini di disciplina.

Da un lato, infatti, essi sono entrambi sorretti da una causa principalmente di finanziamento: sono esposti al rischio d’impresa della società emittente in misura certo più spiccata rispetto ad altri creditori- per essere esposti non solo al rischio d’insolvenza ma anche a quello di mancata produzione di utili in un dato settore- ma, ciononostante, non partecipano in senso stretto al rischio d’impresa sociale unitariamente considerata, tanto d’aver diritto alla percezione del rendimento a prescindere dall’eventuale perdita complessivamente accertata nel bilancio generale della società (nonché dall’adozione della delibera assembleare di distribuzione degli utili, ed al lordo delle somme da destinare a riserva legale).

Dall’altro, tuttavia, solo per i secondi- *sub ii*)- in quanto partecipativi ai sensi dell’art. 2346 VI co. c.c., si rende necessaria la competenza statutaria e la più ampia tutela di categoria di cui all’art. 2376 c.c., mentre i primi- *sub i*)- al pari delle più vicine cd. obbligazioni partecipanti, possono essere emessi dall’organo amministrativo e godono della stessa tutela di categoria dettata per le obbligazioni ex art. 2411, III co.,

---

<sup>174</sup> La competenza statutaria, si ricorda, è da intendersi nel senso sopra precisato in nota.

c.c.<sup>175</sup>

Solo in ordine ai primi- *sub i*)-, inoltre, trova applicazione diretta il limite quantitativo di cui all'art. 2412 c.c. (in virtù dell'estensione dell'intera disciplina dettata in tema di obbligazioni operata all'art. 2411 III co. c.c. agli strumenti finanziari- non partecipativi- che, comunque denominati, condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società), mentre ai secondi- *sub ii*)- lo stesso limite può applicarsi solo in virtù di un'interpretazione analogica<sup>176</sup>.

Concludendo, le osservazioni svolte hanno offerto l'occasione per mettere in evidenza la differenza tra la "*partecipazione*" che caratterizza le azioni correlate (tanto nella versione base di cui all'art. 2350 II co. c.c., quanto in quella- che qui si è sostenuta ammissibile- caratterizzata dalla parametrizzazione dei diritti patrimoniali ai risultati di un affare oggetto di un patrimonio destinato), la "*partecipazione*" degli strumenti finanziari partecipativi ex art. 2346 co. 6 c.c. dotati di diritti patrimoniali tipicamente sociali parametrati sui risultati di un settore (ovvero di uno specifico affare oggetto di un patrimonio destinato), e la "*partecipazione*" degli strumenti

---

<sup>175</sup> Deve escludersi, infatti, l'applicazione analogica della tutela di categoria- parzialmente diversa- dettata con specifico riferimento agli strumenti finanziari di cui all'art. 2447 ter c.c.: manca, infatti, la *lacuna legis* che giustificerebbe un'interpretazione analogica della norma, che sembra, piuttosto, di carattere eccezionale, trovando la propria *ratio* nella maggiore rischiosità- per la limitazione di responsabilità che la costituzione di un patrimonio destinato comporta - degli strumenti finanziari cui è riferita.

<sup>176</sup> Nel delineare gli elementi discretivi tra obbligazioni e strumenti finanziari non partecipativi, afferma che questi ultimi "non subiscono il limite di cui all'art. 2412 c.c.": U. Patroni Griffi, *Le azioni correlate*, cit., 61. L'affermazione si pone, tuttavia, in contrasto con il dato letterale dell'art. 2411 III co. c.c. nel testo richiamato.

Sostengono l'applicabilità in via analogica del limite quantitativo di cui all'art. 2412 c.c. agli strumenti finanziari con prevalente funzione di finanziamento ma *partecipativi*, ex art. 2346 co. 6 c.c., in quanto muniti di diritti amministrativi: M. Notari-A. Giannelli, *Commento all'art. 2346, comma 6*, cit., 132 ss. Gli AA. argomentano, in particolare, dalla circostanza per cui la figura degli strumenti finanziari di cui all'art. 2346 co. 6 c.c. potrebbe altrimenti costituire una facile via di elusione o aggiramento dei limiti quantitativi sanciti per le obbligazioni.



finanziari non partecipativi ex art. 2346 co. 6 c.c. ma dotati di diritti patrimoniali indicizzati sui risultati di un determinato settore (o affare oggetto di un patrimonio destinato, come quelli di cui all'art. 2447 ter c.c.).

In sintesi: i titolari delle prime partecipano al contratto sociale, ossia, al comune rischio d'impresa, sopportando comunque le perdite registrate dalla società nel suo complesso ed allo stesso tempo rappresentano una frazione dell'unico ed unitario capitale sociale; i sottoscrittori dei secondi partecipano al contratto sociale in quanto muniti di diritti patrimoniali tipicamente sociali che li espongono, unitamente ai soci, al rischio d'impresa, ma senza acquisire la qualità di soci per la mancanza di apporti a capitale; i portatori dei terzi, infine, non partecipano al contratto sociale, ed assumono la veste di finanziatori, sia pure particolari, in quanto il diritto a percepire comunque la parte loro spettante dei risultati del settore ( o dell'affare), anche qualora la società nel suo complesso accerti una perdita nel medesimo esercizio, esclude per essi la comunanza del rischio d'impresa.

## Capitolo III: Esperienze applicative a confronto

1. *Considerazioni sull'utilità di un'indagine casistica.* - 2. *L'esperienza statunitense.* - 3. *L'esperienza italiana.*

### 1. Considerazioni sull'utilità di un'indagine casistica

Accingendosi all'analisi dell'esperienza applicativa nordamericana in parallelo con quella italiana, sembra opportuno svolgere talune preliminari considerazioni.

Un'indagine di ordine casistico non può, e non è, condotta con l'obiettivo di formulare una valutazione, assoluta ed astratta, circa l'utilità dell'istituto<sup>177</sup>.

Non esistono, difatti, discipline statutarie in assoluto migliori di altre, assumendo un ruolo centrale- nella loro ideazione- le concrete ragioni sottostanti l'emissione. Né possono dedursi conclusioni generalmente valide dalle sorti in definitiva toccate alle partecipazioni emesse (in ipotesi convertite in azioni ordinarie o annullate in seguito

---

<sup>177</sup> Esprimono, invece, una valutazione- negativa- sulla generale utilità dell'istituto: U. Patroni Griffi, *Le azioni correlate*, cit., 9 (ove se ne rileva il *declino*), 22 (ove, con toni di rimprovero verso il legislatore, rileva che *già prima della sua traduzione in legge la disciplina delle azioni correlate evocava più ombre che luci*), 145 (ove si considerano- in conclusione- confermate le *perplexità sulla diffusione nel nostro paese di tale strumento finanziario*); A. Paciello, *Le azioni correlate*, cit., 219 (ove è evidenziata la *non grande fortuna* della categoria in esame, traendo al contempo dallo *scarno tessuto normativo* l'autorizzazione a *non essere ottimisti*); P.F. Mondini, *Le azioni correlate*, cit., 47 (ove l'autore- con toni più attenuati- riferisce all'*attuale dottrina giuridica ed economica (...) un crescente scetticismo verso l'applicazione di questo strumento*).

Nella letteratura straniera si esprimono- negativamente- in termini generali: Palash R. Ghosh, *An epitaph for tracking stocks*, 11 agosto 2010 (reperibile sul sito: <http://m.ibtimes.com/stocks-42398.html>), il quale avverte che *"tracking stock structure that some wall street companies once appears to be on the brink of extinction"*; e, con toni ancora più netti: B. Greenwald, *New York Times*, 12 luglio 1994, per il quale le *tracking stocks* sarebbero la più pura forma di ingegneria finanziaria, prive, tuttavia, di alcun vantaggio.

al loro riscatto), potendo esse costituire il naturale epilogo di operazioni progettate come transitorie.

La validità dell'istituto, lungi dall'essere valutabile una volta per tutte ed in astratto, dipende da una serie di fattori, tanto di ordine economico- cui si è innanzi accennato- quanto di ordine normativo: la normativa statutaria ricopre, allora, un ruolo di cruciale importanza e deve essere disegnata prestando particolare attenzione al programma economico (in concreto) sottostante l'emissione, ed alla sua sostenibilità<sup>178</sup>.

L'utilità di un'indagine casistica, dunque, deriva dall'occasione che la stessa offre di mettere in evidenza possibili formulazioni, le relative modalità di funzionamento, la loro idoneità a rispondere alle esigenze effettivamente fondanti l'operazione, ed i problemi che possono suscitare.

Condotta sotto il duplice versante dell'esperienza statunitense ed italiana, poi, l'indagine casistica regala l'opportunità di riflettere sulla mutuabilità nel nostro ordinamento giuridico di discipline statutarie applicate in ordinamenti stranieri.

Circostanze, queste, senz'altro propizie per chi si proponga di fornire elementi idonei a favorire un uso efficiente dell'istituto.

---

<sup>178</sup> Dovendo proporsi la sostenibilità del programma economico sottostante l'emissione, nella predisposizione della disciplina statutaria fondamentale importanza, in quest'ottica, assumono non solo le clausole strettamente concernenti i diritti patrimoniali e la loro indicizzazione sui risultati del settore, ma anche quelle regolanti i diritti amministrativi, la circolazione, ed in generale la struttura organizzativa e finanziaria della società.

## 2. L'esperienza statunitense

Cominciando dall'analisi dell'esperienza statunitense (salve le considerazioni svolte in ordine all'utilità in generale di un'indagine casistica), ostacola la conduzione di un discorso unitario, lasciando preferire un discorso per casi, la circostanza dell'assenza di una specifica normativa riferita alle *tracking stocks*<sup>179</sup>- tanto a livello federale che statale- unita a quella della regolamentazione in generale del diritto societario a livello statale<sup>180</sup>.

Analizzando le emissioni di *tracking stocks* operate sul mercato statunitense, il primo dato che salta all'occhio, nella lettura dei relativi *proxy statements and prospectus*, è senz'altro il netto prevalere di una causa giustificativa rispetto ad altre.

Sui cinquanta casi presi in considerazione, quaranta sono quelli realizzati al-dichiarato- fine di separare nominalmente due o più *businesses* senza determinare la perdita, per la *parent company*, del controllo sui medesimi (tab. 1); nove sono i casi di utilizzo come *acquisition currency* (tab. 2); uno l'esempio di impiego come *defensive measure* (tab.3).

---

<sup>179</sup> Lamentano l'assenza di una disciplina fiscale: Filkeinstein-Handler-Todd, *Tracking tracking stock*, in *Tax strategies for corporate acquisitions, dispositions, spin-offs, joint ventures, financings, reorganizations & restructurings*, PLI Handbook, 2007, 868 ss.

<sup>180</sup> Per un'analisi delle diverse discipline statali del diritto al dividendo, si veda: Black, *Corporate dividends and stock repurchases*, Eagan MN, 1990, agg. 2004.

**Tab.1 Esempi di tracking stocks usate per separare nominalmente due o più settori d'affari senza perdere il controllo su ciascun settore d'attività**

Società emittente	Azioni tracciate emesse	Anno di emissione	Esito dell'operazione
1. USX Corporation	USX-U.S. Steel Group e USX-Marathon Group Stock	1991	Nel 2001 la USX Corporation, mediante una scissione, realizza una separazione reale della divisione USX-U.S. Steel Group. In seguito alla scissione la USX Corporation fu rinominata Marathon Oil Co.
2. USX Corporation	USX-Delhi Group Stock	1992	Nel 1998 USX ha riscattato le USX-Delhi Group Stock in cambio di danaro.
3. RJR Nabisco Holdings Corp.	Nabisco Stock	Emissione proposta nel 1993 ma mai realizzata	
4. Ralston Purina Company	Continental Baking Group Stock	1993	Nel 1995 Ralston Purina ha riscattato le Continental Baking Group Stock in cambio delle Ralston Purina Group Stock.
5. Pittston Company	Pittston Services Group e Pittston Minerals Group Stock	1993	Nel 2000 la Pittston ha riscattato le Pittston Minerals Group Stock in cambio delle Pittston Brink's

			Group Stock.
6. Fletcher Challenge Limited	Fletcher Challenge Forests Stock	1993	Nel 2001 la Fletcher Challenge ha completato la scissione e successiva vendita dei suoi restanti settori d'affari ed è stata rinominata Fletcher Challenge Forests Limited.
7. Kmart Corporation	Specialty Retail Stock	Emissione proposta ma rigettata dagli azionisti nel 1994	
8. American Health Properties Inc	Psychiatric Group Depositary Shares	1995	Nel 1999 la American Health ha riscattato le Psychiatric Group Depositary Shares in cambio di danaro.
9. CMS Energy Corporation	Class G Common Stock	1995	Nel 1999 la CMS ha riscattato le Class G Common Stock in cambio delle CMS common stock.
10. TCI (Tele-Communication's Inc.)	Liberty Media Group Stock (serie A e serie B)	1995	Nel 1999 AT&T ha acquistato la TCI in una transazione nella quale i possessori di entrambi le serie delle Liberty Media Group stock hanno convertito tali azioni nelle AT&T Liberty Group Stock.
11. US West Inc.	Communications Group Stock e Media Group	1995	Nel 1998 US West ha realizzato una separazione reale,

		Stock		mediante scissione, di Media Group.
12. Fletcher Challenge		Fletcher Challenge Paper Stock, Fletcher Challenge Energy Stock e Fletcher Challenge Building Stock	1996	Nel 2000 Norske Skogindustrier ASA di Norvegia ha acquistato il settore "Paper" dagli azionisti in cambio di danaro . Nel 2001 Fletcher Challenge ha scisso il settore Building . Sempre nel 2001 Shell e Apache Company hanno acquistato tutti gli assets ed assunto tutti i debiti del settore Energy .
13. Inco Limited		Class VBN Stock	1996	Nel 2000 Inco ha riscattato le Class VBN Stock in cambio di danaro e warrants per l'acquisto delle Inco common stock.
14. Pittston		Pittston Burlington Group e Pittston Brink's Group Stock	1996	Nel 2000 Pittston ha riscattato le Pittston Burlington Group Stock (che erano state rinominate Pittston BAX Group Common Stock nel 1998) in cambio delle Pittston Brink's Group Stock.
15. Circuit Stores Inc.	City	CarMax Group Stock	1997	Nel 2002 Circuit City ha convertito

			le CarMax Inc. shares nelle sue CarMax Group Stock e dopo ha distribuito le sue restanti CarMax Inc. stock.
16. Georgia-Pacific Corporation	Timber Group Common Stock	1997	Nel 2001, in occasione dell'acquisto del Timber Group da parte di Plum Creek Timber, Georgia-Pacific ha scisso la Timber Group in favore dei soli titolari delle sue Timber Group Common Stock .
17. TCI	TCI Ventures Group Stock (serie A e serieB)	1997	Nel 1999, in occasione dell'acquisizione di TCI da parte di AT&T, i possessori di queste azioni prima convertirono queste nelle TCI's Liberty Media Group Stock e poi convertirono le Liberty Media Group di nuova emissione nelle AT&T Liberty's Liberty Group Stock.
18. Sprint Corporation	Sprint PCS Group Stock	1998	Il 23 aprile del 2004, le PCS Group Stock sono state annullate e convertite ciascuna in 0,50 FON Common Stock.



19. Donaldson, Lufkin & Jenrette Inc	DLJ direct Stock	1999	Nel 2000 dopo l'acquisizione di DLJ da parte di Credit Suisse Group, il nome delle azioni fu cambiato in CSFB direct e furono successivamente riscattate in cambio di danaro nel 2001.
20. Quantum Corporation	Hard Disk Drive Group e DLT & Storage Systems Group Stock	1999	Nel 2001 Maxtor Corporation ha acquistato le Hard Disk Drive Group Stock e convertite nelle Maxtor Corporation common stock.
21. Ziff Davis Inc.	ZDNet Common Stock	1999	Nel 2000 CNET Networks Inc. ha operato l'acquisizione di Ziff-davis, in seguito alla quale le ZDNet shares sono state convertite in CNET common stock.
22. Applera Corporation	Applied Biosystems Group e Celera Genomics Group Stock	1999	
23. E. I. du Pont de Nemours and Company	Life Sciences Stock	Emissione annunciata nel 1999 ma mai realizzata	

24. Snyder Communications Inc.	Circle.com Stock	1999	Nel 2000 Havas Advertising Group ha acquistato tutte le Snyder common stock oltre alle Circle.com stock. Nel 2001 Havas ha convertito le Havas common stock nelle Circle.com stock in circolazione.
25. J.C. Penney Company Inc.	Eckerd Stock	Emissione annunciata nel 1999 ma mai realizzata	
26. Cendant Corporation	Move.com Stock	Emissione annunciata nel 1999	In seguito Cendant ha lanciato una IPO di Move.com, ritirata nel 2001 quando Move.com è stata venduta a Homestore.
27. Staples Inc.	Staples.com Stock	Emissione annunciata nel 1999	In seguito Staples ha lanciato una IPO di Staples.com, poi ritirata. Nel 2002 ha convertito le Staples.com Stock nelle Staples common stock.
28. Excite@Home	Media Stock	Emissione proposta nel 1999 ma abbandonata nel 2000	
29. AT&T	AT&T Wireless Group Stock	2000	Nel 2001 AT&T ha realizzato la scissione di AT&T Wireless convertendo le AT&T Wireless

			Group Stock nelle nuove AT&T Wireless common shares. Nel 2004 AT&T Wireless è stata acquistata da Cingular Wireless LLC in cambio di danaro.
30. New York Times Co.	New York Times Digital Stock	Emissione annunciata nel gennaio del 2000, ed abbandonata nell'ottobre dello stesso anno	
31. Apollo Group Inc.	University of Phoenix Online Stock	2000	Nell'agosto del 2004 Apollo Group Inc. ha convertito le University of Phoenix Online Stock nelle Apollo Education Group Class A common stock.
32. AT&T	Broadband Stock	Emissione annunciata nel 2000, ed abbandonata in seguito alla fusione di Broadband e Comcast nel 2002	
33. Alcatel	Class O Shares	2000	Convertite nelle Alcatel ordinary shares nell'aprile 2003.
34. WorldCom Inc.	WorldCom Group e MCI Group Stock	2001	Nel 2002 le MCI Group Stock sono state convertite

			nelle WorldCom Group Stock. Le WorldCom Group Stock e tutte le azioni rappresentanti il capitale della WorldCom sono state annullate in seguito alla bancarotta di WorldCom nell'aprile 2004.
35. AT&T	Consumer Long Distance	Emissione annunciata nel 2001, approvata con il voto degli shareholders nel 2002 per quando e se le condizioni del mercato lo avrebbero permesso	
36. Cablevision Systems Corporation	Rainbow Media Group Stock	2001	Nel 2002 Cablevision ha convertito le Rainbow Media Group stock nelle Cablevision Stock.
37. Sony Kabushiki Kaisha	Subsidiary tracking stock tracciate sulla Internet subsidiary SCN	2001	Nel dicembre del 2005 Sony ha convertito le Subsidiary tracking stock nelle Sony common stock in connessione con la pubblica offerta di SCN.
38. Loews Corporation	Carolina Group Stock	2002	La Loews Corporation ha successivamente

			emesso ulteriori Carolina Group Stock nel 2003, 2004, 2005, 2006.
39. Endovasc Inc.	Series NDC Stock	2003	Nel dicembre del 2005 e di nuovo nel dicembre 2006, I soci di Endovasc hanno votato contro l'approvazione della delibera proposta dal board di riscatto delle Series NDC con le Endovasc common stock.
40. Liberty Media Corporation	Capital Common Stock e Liberty Interactive Common Stock	2006	

*Tab. 2 Esempi di tracking stocks usate come acquisition currency*

Società emittente	Tracking stocks emesse	Anno di emissione	Esito dell'operazione
1. General Motors Corporation	Class E Stock	Emesse nel 1984 in occasione dell'acquisizione da parte di GM di Electronic Data Systems (EDS)	Nel 1996 GM, attraverso una scissione, ha realizzato la separazione reale di EDS.
2. General Motors Corporation	Class H Stock	Emesse nel 1985 in occasione dell'acquisizione da parte di GM di Hughes Aircraft Co.	Nel maggio 2000 la GM ha riscattato circa 86 milioni di GM common stock con circa 92 milioni di Class H stock. Nel dicembre 2003, la GM ha operato la scissione di Hughes.

3. US West	Media Group Stock	Emesse nel 1996 in occasione dell'acquisizione da parte di US West di Continental Cablevision	Nel 1998 US West ha operato, attraverso una scissione, la separazione reale di Media Group.
4. TCI	Liberty Media Group Stock	1996	Nel 1999 TCI è stata acquistata da AT&T e i possessori delle Liberty Media Group Stock hanno convertito queste azioni con le AT&T's Liberty Group Stock.
5. Genzyme Corporation	Genzyme Molecular Oncology Division Stock	emesse nel 1997 in occasione dell'acquisizione di Pharmagenics Inc.	Nel 2003 Genzyme Corporation ha convertito le Genzyme Molecular Oncology Division Stock nelle Genzyme General common stock.
6. Conectiv Inc	Class A Common Stock	Emesse nel 18998 in favore dei soci di Atlantic Energy Inc. in occasione dell'acquisizione da parte di Conectiv di Delmarva Power & Light Company and Atlantic	Nel 2002 Pepco Holdings Inc. si è fusa con la Conectiv e i possessori delle Conectiv's common stock e delle Class A common stock hanno scelto di ricevere alcuni danaro ed altri le Pepco stock.
7. AT&T	Liberty Group Stock	Emesse nel 1999 in occasione dell'acquisizione di TCI	In seguito alla scissione di Liberty Media operata da AT&T

			nel 2001, ciascuna delle Liberty Media Group tracking stock in circolazione è stata riscattata in cambio di una Liberty common stock.
8. Walt Disney Company	Go.com Common Stock	Emesse nel 1999 in occasione dell'acquisizione di Infoseek Corporation	Nel 2000 il nome delle azioni fu cambiato in Disney Internet Group Stock. Nel 2001 le stesse furono convertite nelle Disney common stock.
9. Acacia Research Corp.	AR-CombiMatrix Stock	Emesse nel dicembre 2002 in occasione dell'acquisizione del 52% di CombiMatrix Corp.	Nel 2007 Acacia ha operato la scissione di CombiMatrix ed ha riscattato le sue AR-CombiMatrix Stock.

*Tab. 3 Esempi di tracking stocks usate come acquisition currency*

Società emittente	Tracking stocks emesse	Anno di emissione	Esito dell'operazione
1. NL Industries Inc	Series C Preferred Stock	Emesse nel 1986 in occasione della difesa all'offerta lanciata da Simmons Group	Nel 1998 NL ha riscattato le Series C Preferred Stock in cambio delle NL common stock o, secondo la scelta dei relativi titolari, di danaro.

La speciale categoria azionaria- emerge dall'analisi- ha avuto ampia diffusione tra le società quotate, in quanto prevalentemente destinata al mercato, ed ha subito una profonda evoluzione passandosi da una prima generazione, costituita dalle cd. *subsidiary tracking shares*, ad una seconda generazione, costituita dalle cd. *divisional tracking shares*.

Le soluzioni adottate, di volta in volta, dagli statuti sociali nella determinazione del loro contenuto sono le più varie.

Normale, nelle società americane emittenti *tracking stocks*, risulta l'affidamento alla discrezionalità dell'organo amministrativo della determinazione del settore correlato e dei diritti spettanti a ciascuna categoria azionaria<sup>181</sup>.

Comune al maggior numero dei prospetti<sup>182</sup>, poi, è la scelta di lasciare alla discrezionalità dell'organo amministrativo la regolazione dei rapporti tra i distinti comparti<sup>183</sup>.

Il pericolo di conflitti infradivisionali- ossia del compimento da parte del *board* di operazioni abusive, che abbiano per effetto iniqui ed ingiustificati spostamenti di beni, risorse ed opportunità da un settore all'altro dell'attività sociale- infatti, è spesso del

---

<sup>181</sup> Si veda per tutti: Loews Corp., *Proxy statement and Prospectus*, 29 novembre 2001, reperibile *on line* sul sito [www.sec.gov](http://www.sec.gov)

L'affidamento alla discrezionalità dell'organo amministrativo della determinazione del settore tracciato costituisce soluzione statutaria non replicabile nel nostro ordinamento giuridico, non potendosi far dipendere dall'organo amministrativo i diritti patrimoniali degli azionisti (si rinvia, al riguardo, a quanto già evidenziato nel primo capitolo, al paragrafo quinto).

<sup>182</sup> Si vedano per tutti: Cablevision Systems Corp., *Proxy statement*, 13 ottobre 2000, nonché, US West, *Proxy statement and prospectus*, 5 settembre 1995, reperibili *on line* sul sito [www.sec.gov](http://www.sec.gov)

<sup>183</sup> La circostanza è verosimilmente tra le ragioni che più hanno influito sull'elevata litigiosità in sede giudiziaria. Lo evidenzia altresì: P.F. Mondini, *Le azioni correlate*, cit., 130. Si rinvia, al riguardo, ai casi *Solomon vs. Armstrong*, 747 A.2d 1098 (Del. Ch. 1999) e *In re General Motors Class H Shareholders Litigation*, 734 A.2d 611 (Del. Ch. 1999).



tutto ignorato, ovvero fatto oggetto di un mero avvertimento all'investitore<sup>184</sup>.

L'effetto che ne deriva è, però, frequentemente attenuato dalla predisposizione- a livello statutario- di specifici sistemi di disciplina dei rapporti tra i comparti, quali meccanismi di cd. *floating voting*<sup>185</sup> o di cd. *cumulative voting*<sup>186</sup>.

Il primo, consentendo una periodica redistribuzione del diritto di voto in ambito assembleare, che rifletta le variazioni di valore dei diversi settori di attività sociale- pur non risolvendo direttamente il problema di conflitti d'interesse nell'esercizio della funzione gestoria- assicura - tuttavia- una continua proporzione tra rischio e potere, da sempre considerata garanzia di una corretta gestione societaria.

Il secondo, invece, garantisce- in modo più incisivo- un'equilibrata rappresentanza nel *board* dei vari gruppi di soci e dei rispettivi interessi.

Al fine di limitare la discrezionalità dell'organo amministrativo nella regolazione dei rapporti tra comparti, tuttavia, in taluni prospetti sono stati specificamente individuati

---

<sup>184</sup> Si legge nel prospetto informativo relativo all'emissione operata nel 1999 dalla Quantum Corp., sotto la rubrica *risk factors*: "*Stockholders may not have any remedies for breach of fiduciary duties if any action by directors and officers has a disadvantageous effect on either class of tracking stock. Stockholders may not have any remedies if any action or decision of our directors or officers has a disadvantageous effect on the DLT & Storage Systems group stock or the Hard Disk Drive group stock compared to the other class of tracking stock. (...) 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 adversely to one of the classes*".

<sup>185</sup> Per un esempio di voto fluttuante, Pittston Company (1993): *vote is adjusted every two years to reflect the relative fair market value of the Minerals and Service Companies Stock (...) the adjustments could result in more or less than one vote per share of Minerals Stock*.

<sup>186</sup> Il cd. *cumulative voting*, è un tipo di processo di voto che aiuta a rafforzare la capacità degli azionisti di minoranza di eleggere un proprio rappresentante nel *board of directors*. Questo metodo permette agli azionisti di esprimere tutto il loro voto per un candidato unico per il consiglio di amministrazione. Contrariamente a quanto accade con un meccanismo di voto ordinario, ove ciascun azionista non può dare più di un voto per azione ad ogni singolo candidato- per esempio, se l'elezione è per quattro amministratori ed un socio possiede 500 azioni (con un voto per azione), con il metodo di voto normale si potrebbe votare un massimo di 500 azioni per ogni candidato (dando 2.000 voti totali - 500 voti per ognuno dei quattro candidati)- con voto di lista, il socio può scegliere di votare tutti i 2.000 voti per un candidato, ovvero 1.000 ciascuno a due candidati, o comunque dividere il voto in qualunque modo voglia.

beni (*key assets*)<sup>187</sup> intrasferibili da un comparto all'altro senza il consenso speciale degli azionisti; in altri<sup>188</sup> ci si è limitati ad imporre all'organo amministrativo l'obbligo di rispettare il principio di *at arm's length*<sup>189</sup> nei rapporti intersettoriali; in altri ancora si è prevista l'istituzione di specifici organi di controllo (*capital stock committees*)<sup>190</sup>, ovvero si sono subordinate talune operazioni di competenza dell'organo amministrativo all'approvazione della maggioranza degli azionisti correlati<sup>191</sup>.

Anche in ordine al principale dei diritti amministrativi, il diritto di voto, nella prassi nordamericana sono state adottate soluzioni diversificate tra loro.

Tra queste, minoritarie risultano quelle estreme, consistenti nella totale esclusione del diritto di voto ovvero nell'attribuzione di un diritto di voto pieno, mentre prevalente è quella intermedia rappresentata dal riconoscimento, ai titolari di *tracking stocks*, di un peso deliberativo proporzionale al peso dell'attività settoriale tracciata, calcolato una volta per tutte al momento dell'emissione<sup>192</sup> ovvero da calcolarsi periodicamente<sup>193</sup> (cd. *floating vote* o voto fluttuante).

In relazione, invece, alla determinazione del contenuto e delle modalità di rendicontazione dei risultati settoriali cui siano connessi i diritti patrimoniali

<sup>187</sup> Si veda per tutti: Genzyme Corp., *Proxy Statement*, 10 novembre 1994, reperibile on line sul sito [www.sec.gov](http://www.sec.gov)

<sup>188</sup> Pittston (1993), RJR Nabisco (1993); Tele-Communications Inc. (1995).

<sup>189</sup> Un *at arm's length bargain* è quello che intercorre tra due soggetti del tutto autonomi ed indipendenti l'uno dall'altro. Al principio rinviano, tra gli altri, i prospetti informativi di: Pittston Company (1993), Ralston Purina Company (1993), RJR Nabisco Holdings Corp. (emissione proposta nel 2002 ed abbandonata nel 1993).

<sup>190</sup> Sprint (1998); AT&T (2000); GM (2000).

<sup>191</sup> Ralston Purina (1993); CMS Energy Corp. (1995).

<sup>192</sup> Così, ad esempio, la GM, per le *tracking stocks* Class E e le *tracking stocks* Class H: *one half vote per share for GM-E Stock and one quarter vote per share for GM-H Stock*.

<sup>193</sup> Calcolo periodico, da effettuarsi prima di ciascuna assemblea (così, ad esempio, la USX Corp. per le *Steel Stocks* e le *Delhi Stocks*) ovvero a scadenze prefissate (così nell'emissione operata da Pittston Company nel 1993 ed in quella annunciata nel 1992, ma mai attuata, dalla RJR Nabisco Holding Corp.).

incorporati in *tracking stocks*, dalla lettura dei *proxy statements* relativi alle emissioni di *tracking stocks* comunicati alla SEC (*Securities Exchange Commission*) dalle società emittenti, emerge la diffusione nella prassi nordamericana della previsione dell'obbligo di redazione, al termine di ciascun esercizio, di un vero e proprio bilancio settoriale (anch'esso certificato e redatto in conformità ai GAAP) da inviarsi ai titolari delle azioni tracciate unitamente al bilancio d'esercizio. Per le cd. *subsidiary tracking stocks*, in particolare, poi, l'informazione contabile della società emittente è nella prassi attuata prevedendo statutariamente l'allegazione del bilancio della *subsidiary company* al bilancio d'esercizio della stessa *parent company* emittente.<sup>194</sup>

### 3. L'esperienza italiana

Più ridotta risulta- senz'altro- la diffusione dell'istituto nel nostro ordinamento, ammontando appena a quattro il numero complessivo delle emissioni.

Queste, fondate su strategie di carattere industriale<sup>195</sup>, sono riconducibili a tre società chiuse ( la A.I.M.A.G. s.p.a., la A.T.A.F. s.p.a., e la Friulia s.p.a.) e ad una società quotata (la Cape L.I.V.E. s.p.a.)<sup>196</sup>.

<sup>194</sup> Evidenzia come risulti inoltre divenuta clausola di stile quella inserita dai revisori nella certificazione del bilancio settoriale, con la quale i titolari di *tracking stocks* sono invitati a leggere congiuntamente il bilancio d'esercizio della società ed il bilancio del settore tracciato: U. Patroni Griffi, *Le azioni correlate*, cit., 140.

Per quanto rilevato da SEC ACCOUNTING STAFF MEMBERS-DIVISION OF CORPORATE FINANCE, *Current Accounting and Disclosure Issues, Disclosure about "targeted stocks"*, si rinvia all'Appendice.

<sup>195</sup> È il primo dato che emerge nel parallelismo con la casistica statunitense qui presa in considerazione.

<sup>196</sup> Per brevi valutazioni sulle esperienze applicative in Italia, si veda: P.F. Mondini, in *Le azioni correlate ai sensi dell'art. 2350, comma 2, c.c.: brevi considerazioni sulle prime esperienze applicative*,

Tanto per l'emissione operata dalla A.T.A.F. s.p.a., quanto per quella realizzata dalla Friulia s.p.a.- entrambe *holding* a capitale pubblico- il modello utilizzato è quello delle cd. *subsidiary tracking stocks*<sup>197</sup>: le une correlate ai risultati della partecipazione detenuta dalla società A.T.A.F. s.p.a. nella "TRAM DI FIRENZE s.p.a." e riservate al Comune di Firenze (art. 5 dello statuto), le altre aventi diritto a percepire i soli utili prodotti ( e distribuiti) dalla partecipazione detenuta dalla Friulia s.p.a. in "Promotur s.p.a." (artt. 7 e 29 dello statuto).

In entrambi i casi l'emissione ha risposto all'esigenza di polarizzare in un'unica entità societaria- la *holding* - l'attività di direzione e coordinamento delle società facenti parte del gruppo, consentendo al contempo ai soci della prima di mantenere uno più stretto nesso economico con le partecipazioni (nelle controllate) conferite.

Sul modello delle cd. *divisional tracking stocks*, invece, sono state forgiate le azioni correlate emesse da A.I.M.A.G. s.p.a. e Cape L.I.V.E. s.p.a.

Lo statuto (art. 5), della prima- avente ad oggetto la gestione di una vasta gamma di servizi per alcuni Comuni nelle province di Mantova e Modena- prevede, in particolare, l'istituzione- accanto alle azioni ordinarie- di due categorie di azioni correlate, le une fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati del settore "servizio idrico integrato" (denominate "azioni SII"), le altre fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati del settore "servizio raccolta e trasporto rifiuti urbani" (denominate "azioni

---

Riv. soc. 2007, II vol, 899 ss.

Per una riflessione sull'emissione operata dalla Cape L.I.V.E. s.p.a.: U. Patroni Griffi, in *Commento allo statuto Cape Listed Investment Vehicle in Equity S.p.A.: un esempio di azioni correlate*, Riv. dir. soc., 2007/3, 176.

<sup>197</sup> Il modello, come anticipato nel capitolo I, è tuttora considerato da una parte della dottrina inammissibile nel nostro ordinamento giuridico.

SRTRU”).

A ciascuna categoria di azioni correlate è connesso un distinto obbligo di prestazioni accessorie, individuate in esito all’espletamento di una gara pubblica per la selezione del socio correlato- alla luce delle condizioni offerte ai fini dell’aggiudicazione della gara medesima- con un meccanismo che consente di retribuire ed incentivare i soci così selezionati.

Lo statuto (art. 6) della seconda, invece- *investment company* operante nel settore del *private equity*- prevede la ripartizione del capitale in due categorie azionarie: le azioni della categoria A, ordinarie e destinate ad essere quotate sul segmento MTF del Mercato Telematico Azionario gestito da Borsa Italiana, e le azioni della categoria B, non quotate, riservate ad amministratori, dipendenti e collaboratori della società (ed alle società dai medesimi controllate) e dotate di particolari privilegi patrimoniali collegati ai risultati del settore “investimenti diretti” (individuato come il settore dell’assunzione di partecipazioni in altre società e/o imprese e in generale degli investimenti diretti in strumenti finanziari, anche di debito, diversi dagli strumenti finanziari emessi dagli OICR).

La scelta, giustificata dal peculiare apporto personale richiesto a tali soggetti-prima- nella selezione e gestione dell’investimento diretto e- dopo- nell’assistenza al suo disinvestimento- certamente più impegnativo di quello connesso ai cd. investimenti indiretti, in altri organismi di investimento o fondi di fondi, la cui amministrazione spetta prevalentemente al gestore dell’organismo- permette di remunerare ed

incentivare il complesso lavoro da loro svolto<sup>198</sup>.

Se questo è quanto emerge dall'analisi sotto il profilo economico-funzionale, altro deve evidenziarsi sotto il profilo più propriamente giuridico.

Le scelte operate dalle società emittenti nella determinazione del contenuto dei diritti in esse incorporati, sono le più varie.

Delle nostrane *tracking stocks*:

- a) quella ideata nella A.I.M.A.G. s.p.a., in particolare, si caratterizza per essere una correlazione non esclusiva, ma proporzionale, riferita ad entrambi i diritti patrimoniali tipici delle partecipazioni azionarie. Tanto il diritto agli utili quanto il diritto alla quota finale di liquidazione sono, infatti, parametrati su di una percentuale- pari al 40%- dei risultati dei rispettivi settori (art. 5), al netto della quota da destinare- secondo i criteri specificamente indicati<sup>199</sup>- alla formazione della riserva legale (art. 34). Le stesse azioni, poi, sono costruite come non

---

<sup>198</sup> L'emissione di azioni correlate da parte di *investment companies*, è opportuno rilevare, può consentire alle stesse il conseguimento di notevoli risparmi di costi con la riunione di più portafogli di investimenti sotto un'unica gestione, permettendo al contempo a chi investe in esse di puntare solo su talune attività. Non meno rilevante è poi la possibilità che essa offre di consentire ai primi investitori di escludere quelli successivi dai risultati derivanti dagli investimenti effettuati con il solo contributo dei primi.

A simili esigenze, d'altra parte, per le SICAV, rispondeva già prima della riforma del diritto societario del 2003, e risponde tuttora, l'art. 43 co. 8 del T.U.F., che prevede espressamente la possibilità di creare SICAV multicomparto, precisando che "ciascun comparto costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti da quello degli altri comparti": una separazione reale, dunque, e ad efficacia esterna, non meramente interna e contabile come quella realizzabile con l'emissione di azioni correlate.

<sup>199</sup> Lo statuto prevede che il 5% degli utili netti risultanti dal bilancio, al fine della formazione della riserva legale, sia così prelevato: a) nel caso in cui gli utili dei singoli settori correlati risultanti dai relativi rendiconti e gli utili risultanti dal bilancio diminuiti dei primi siano tutti di ammontare positivo, proporzionalmente da ciascuno di essi; b) nel caso che uno o più dei risultati, o dei singoli settori correlati risultanti dai relativi rendiconti o degli utili risultanti dal bilancio diminuiti dei primi, siano negativi, in modo proporzionale all'ammontare di quelli di essi che siano positivi.

partecipanti, in quanto escluse da ogni partecipazione ai risultati della restante gestione.

Il contenuto del rendiconto annuale dei settori tracciati è determinato sulla falsariga della struttura del bilancio d'esercizio, prevedendosi la sua articolazione nei tre documenti dello stato patrimoniale, del conto economico e della nota di commento (art. 35)<sup>200</sup>. Dettagliatamente regolate risultano anche le modalità di rendicontazione per i settori correlati, nonché i criteri per l'imputazione degli utili e delle perdite della società e del settore e per l'individuazione dei costi e dei ricavi imputabili a ciascun settore (art. 36).

L'aumento del capitale sociale realizzato con l'emissione delle azioni correlate è stato- dalla società emittente- regolato disponendo l'imputazione, tanto della quota capitale quanto del sovrapprezzo versati dai sottoscrittori, ad incremento del patrimonio netto di ciascun settore (da ripartirsi nelle singole componenti del capitale sociale, riserva legale ed altre singole riserve), con la previsione di un suo possibile incremento per effetto di eventuali successivi *aumenti che da relativa delibera risultassero di pertinenza del settore*.

Delle eventuali perdite d'esercizio della società, per la parte eccedente la (eventuale) perdita del medesimo esercizio generata da ciascun settore tracciato, è previsto che siano *prioritariamente* coperte mediante imputazione alle riserve disponibili a tal fine non di pertinenza del settore. Allo stesso modo, per le perdite di ciascun settore correlato, emergenti dal relativo

---

<sup>200</sup> Di tali documenti è previsto l'obbligatorio deposito presso la sede sociale unitamente al bilancio d'esercizio, a tutela di tutti i soci- ordinari e correlati- cui è ugualmente riconosciuto il diritto di averne copia.

rendiconto annuale- regolarmente approvato- è previsto che siano *prioritariamente* coperte mediante l'utilizzo delle riserve disponibili a tal fine di pertinenza dello stesso settore. *Ai fini dei rapporti tra società e soci*, tuttavia, è previsto che l'eventuale copertura di perdite del settore o della società mediante l'utilizzo di poste del patrimonio netto rispettivamente della società o del settore- che dovesse risultare necessaria in ottemperanza alle inderogabili disposizioni di legge- non comporti alcuna variazione del patrimonio netto di pertinenza del settore e della società stessa. Per limitare il più possibile la- possibile *ex lege*, anche se statutariamente postergata- incidenza delle perdite del settore sui diritti dei soci ordinari e, viceversa, delle perdite della restante gestione sociale sui diritti degli azionisti correlati, è inoltre previsto che gli utili dei successivi esercizi del settore, o della società siano *prioritariamente* destinati- dall'assemblea che approvi il relativo bilancio- a reintegrazione delle poste di patrimonio netto di pertinenza, rispettivamente, della società o del settore, che da antecedente delibera assembleare siano state utilizzate a copertura di perdite del settore o della società.

- b) Quella ideata da Cape L.I.V.E. s.p.a., invece, si caratterizza per essere una correlazione -anch'essa- proporzionale, riferita, tuttavia, soltanto ad uno dei diritti patrimoniali tipici delle partecipazioni azionarie. Solo il diritto agli utili- e non anche il diritto alla quota finale di liquidazione- è, infatti, parametrato su di una percentuale dei risultati del "settore investimenti diretti". Detta



parametrazione è realizzata, in questo caso, mediante il riconoscimento di un privilegio in senso tecnico: ai titolari delle azioni correlate *spetta automaticamente* una quota pari al 20%<sup>201</sup> dell'utile netto generato dal settore investimenti diretti, fatta eccezione per il caso in cui l'assemblea deliberi in senso contrario con il voto favorevole di oltre la metà delle azioni correlate, a prescindere dalla quota di capitale sociale rappresentato dalle stesse.

- c) Quelle emesse dalla A.T.A.F. s.p.a.- secondo il modello delle *subsidiary tracking shares*- sono azioni correlate ai risultati della partecipazione detenuta dalla società nella "TRAM DI FIRENZE s.p.a.", riservate al Comune di Firenze, e connotate da una correlazione esclusiva ed assoluta (a.c. non partecipanti). L'incidenza delle perdite sulla speciale categoria azionaria, è regolata con la previsione di una clausola di postergazione nelle perdite generate dagli altri settori. La postergazione è assoluta, e risulta riferita tanto alla riduzione per perdite quanto a quella volontaria (art.5).

Per il caso di vendita, totale o parziale, da parte di "ATAF S.p.A." della sua partecipazione in "TRAM DI FIRENZE S.p.A." e' attribuito ai titolari delle azioni correlate il netto ricavo della vendita, così come, nel caso di liquidazione (della *subsidiary company*), il netto incassato per la medesima partecipazione.

---

<sup>201</sup> Con riferimento alla detta quota è previsto che, nel caso di conversione di azioni correlate in azioni ordinarie- ai sensi di quanto previsto nello stesso statuto- la percentuale di partecipazione agli utili netti derivanti dall'attività della società nel settore investimenti diretti si riduca proporzionalmente alla riduzione del numero delle azioni ordinarie rispetto alle n. 200.000 azioni correlate previste originariamente dallo Statuto.

Esemplificando, dunque, ove le azioni correlate a seguito di una parziale conversione ammontassero a 150.000, la percentuale di partecipazione agli utili netti derivanti dall'attività della società nel settore investimenti diretti si ridurrebbe al 15%.

Con riferimento a tali ipotesi è previsto che venga *ad estinguersi* la partecipazione correlata, di cui le dette costituiranno l'importo di liquidazione: estinzione che probabilmente è da intendersi nel senso del relativo riscatto ed annullamento da parte dell'emittente.

Ugualmente correlati ai risultati generati dal settore tracciato sono i diritti riconosciuti ai titolari delle azioni correlate nel caso di liquidazione della stessa "ATAF S.p.A.".

Peculiare è la configurazione data al diritto di voto, limitato alle deliberazioni assembleari che concernono la partecipazione della società nella "TRAM DI FIRENZE S.p.A.".

- d) Quelle emesse da Friulia s.p.a. – ancora secondo il modello delle *subsidiary tracking shares*- sono azioni correlate ai risultati della partecipazione detenuta dalla società nella Promotur s.p.a., connotate- anch'esse- da una correlazione esclusiva ed assoluta (a.c. non partecipanti).

La correlazione riguarda in tal caso il solo diritto alla ripartizione degli utili, fatti coincidere con gli eventuali dividendi che dal bilancio della Friulia s.p.a. risultino distribuiti dalla Promotur s.p.a.

Non manca una specifica disciplina della sorte delle azioni correlate per il caso di modifica, per qualsiasi ragione o causa, della consistenza della partecipazione nella Promotur s.p.a., prevedendosi che: a) nel caso di perdita integrale o parziale del capitale sociale di Promotur, tale da determinare l'annullamento integrale o parziale della partecipazione di Friulia s.p.a. in

Promotur s.p.a., le azioni correlate siano *annullate*, in tutto o in parte *in proporzione* all'annullamento delle azioni della società partecipata; b) in ogni altro caso- ad esempio, nel caso di dismissione totale o parziale della partecipazione in Promotur s.p.a.- le azioni correlate vengano convertite dall'assemblea straordinaria in azioni ordinarie in base ad un rapporto di conversione determinato dall'assemblea stessa; c) ove non sia stata deliberata, per qualsiasi ragione, la conversione di cui al punto precedente, le azioni correlate debbano essere acquistate dalla stessa Friulia s.p.a. nel rispetto delle norme di legge.

Confrontando tra loro le quattro emissioni nostrane, tra gli elementi discretivi più interessanti nel parallelo con le emissioni statunitensi, vi è senz'altro la mancata destinazione al mercato di (tutte) quelle italiane, destinate- come visto- (A) ad essere sottoscritte da partner privati da selezionarsi mediante l'espletamento di una gara pubblica, (B) ad essere sottoscritte da amministratori, dipendenti o collaborati della società (o società da loro controllate) scelti dal Consiglio d'amministrazione, (C) ad essere sottoscritte da un determinato socio, (D) ovvero da un qualunque socio ma senza rivolgersi al mercato.

Il dato, probabilmente, si spiega alla luce (oltre che delle ragioni propriamente industriali delle emissioni italiane, anche) delle perplessità manifestate da Borsa Italiana verso la disciplina interna della categoria azionaria in discorso<sup>202</sup>.

---

<sup>202</sup> Si veda, al riguardo: Borsa Italiana s.p.a., *Riforma del diritto societario. Osservazioni sulle bozze*

Altro dato particolarmente interessante è che- come accade nel panorama straniero- non è sempre posta la dovuta attenzione alla formulazione di rimedi idonei ad elidere- o quantomeno contenere- i gravosi problemi di *agency*, che l'istituzione di azioni correlate comporta.

Delle quattro emissioni italiane considerate, infatti, solo la prima (A) si è preoccupata del pericolo: pur confermandosi in capo al consiglio di amministrazione la completa direzione dell'attività sociale, con la specifica attribuzione di una *continua azione perequativa volta ad armonizzare ed ottimizzare il funzionamento particolare di ciascun settore con gli altri settori, nell'ottica della migliore produttività della società nel suo complesso*, è istituito, per ciascuno dei settori tracciati, uno specifico organo sociale (denominato *comitato institorio di gestione*) con attribuzioni di *governance*, nonché funzioni consultive e di rappresentanza.

Ogni *comitato institorio di gestione* è composto di cinque membri, di cui tre nominati dal consiglio di gestione e due dall'azionista correlato (in specie unico, ossia quello che risulti vincitore nella gara pubblica), e delibera a maggioranza dei suoi componenti, con la conseguenza che la voce dello speciale organo coinciderà probabilmente con quella dei componenti di nomina amministrativa. Ciò, comunque, non vale ad eliminare l'opportunità della previsione. Da un lato, infatti, gli azionisti correlati- in specie privati del diritto di voto- rispetto alle decisioni assembleari modificative dello statuto e potenzialmente pregiudizievoli, trovano tutela nella

---

*dei decreti legislativi 2 dicembre 2002*, in Riv. soc., 2002, 1568. La formulazione della disposizione- l'art.2350, I co., c.c.- apostrofata come "alquanto generica e non particolarmente rigorosa", è considerata tale da "non consentire di risolvere i numerosi dubbi che l'applicazione pratica sicuramente solleva".

previsione dell'art. 2376 c.c., mentre, dall'altro- non partecipando alla nomina dei componenti dell'organo amministrativo- risulterebbero, in mancanza di tale previsione statutaria, privi di qualunque strumento idoneo a far sentire la propria voce con riferimento alle determinazioni strategiche dell'organo amministrativo riguardanti il settore correlato.

Eppure il potenziale conflitto d'interessi tra soci e amministratori è ancor più evidente nell'emissione operata da Cape L.I.V.E. s.p.a., per la destinazione riservata ad amministratori, dipendenti e collaboratori (o società da essi controllate) della società<sup>203</sup>.

La mancanza di una specifica regolamentazione dei possibili conflitti, lascia- pertanto- in tal caso la tutela degli azionisti – ordinari e correlati- affidata ai rimedi di legge disposti agli artt. 2391 c.c. e 147 ter T.U.F.<sup>204</sup>

Ancora in sintonia con l'esperienza straniera, poi, non da tutte le società emittenti è stata avvertita l'opportunità di una specifica disciplina delle ipotesi di dismissione del settore correlato.

La sua assenza si riscontra, tuttavia, nella sola Cape L.I.V.E. s.p.a. e può considerarsi probabilmente dipesa dalla scarsa probabilità dell'evento in una

---

<sup>203</sup> L'assegnazione ai soggetti deputati all'amministrazione della società emittente determina, infatti, il sorgere- in capo ai medesimi di un *disproportionate equity interest*, con i rischi che ne conseguono e per cui si rinvia a quanto evidenziato nel primo paragrafo del secondo capitolo.

<sup>204</sup> Essendo la Cape L.I.V.E. s.p.a. una società quotata, infatti, trova applicazione la speciale disciplina richiamata nel testo per l'elezione e la composizione del consiglio di amministrazione. Pare opportuno evidenziare che, trattandosi di società con azioni quotate in borsa, specifici obblighi di informazione sono stabiliti con riguardo ai possessi azionari degli amministratori: nella relazione sulla gestione allegata al bilancio di esercizio devono essere indicate le partecipazioni direttamente o indirettamente detenute, anche in società dalle stesse quotate controllate, dagli amministratori (oltre che dai sindaci e direttori generali), nonché dai coniugi non legalmente separati e dai figli minori (art. 79 reg. Consob 11971/1999, che sostituisce la precedente disciplina dettata dall'art. 17 l.216/1974).

*investment company*, che si contrappone alla certamente più elevata prevedibilità del medesimo in società aventi ad oggetto una più tradizionale attività di produzione di servizi e, ancor più, in società titolari di partecipazioni di controllo in altre imprese.

Sotto il profilo della contabilità divisionale, poi, mentre nei casi *sub C)* e *D)* l'autonomia della *subsidiary company* comporta l'applicazione delle ordinarie norme in tema di bilancio, notevolmente diverse sono le soluzioni ideate nella A.I.M.A.G. s.p.a. da un lato e nella Cape L.I.V.E. s.p.a. dall'altro.

Nella prima si è optato per un espresso rinvio agli *articoli da 2423 a 2428 del codice civile*, e, per quanto compatibili, ai criteri e principi enunciati dall'*Organismo Italiano di Contabilità a proposito di patrimoni destinati ad uno specifico affare* (art. 35), nonché a quelli *elaborati dalla pratica contabile in materia di imprese multidivisionali* (art. 36).

Nella seconda, invece, si è scelta la strada della predeterminazione in una misura forfetaria- espressa in termini percentuali- dei costi generali di gestione e degli oneri finanziari non univocamente allocabili, rinviandosi- scelta, quest'ultima, originale in quanto priva di antecedenti nella prassi internazionale- la determinazione delle imposte sul reddito riferibili al settore correlato, all'opera di un terzo arbitratore, ai sensi dell'art. 1349 c.c.<sup>205</sup>

---

<sup>205</sup> Si riporta il testo dell'art. 6.5 dello statuto: Con riferimento alle Azioni B, gli amministratori devono tenere le scritture 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,

Delle due, la prima, dunque, realizza una- non necessaria, come sarà chiarito nel capitolo seguente- omogeneizzazione tra risultato del settore e risultato della società.

Il netto patrimoniale del settore, infatti- trovando applicazione i criteri e i principi utilizzati per la formazione del bilancio d'esercizio- è ripartito nelle medesime componenti di cui alle richiamate norme del codice civile (capitale sociale, riserva legale, ed altre singole riserve).

Dello stesso è previsto sia incrementato in conseguenza degli utili del settore risultanti dai relativi rendiconti regolarmente approvati, nonché degli aumenti di capitale che dalla relativa delibera risultino di pertinenza del settore, ovvero ridotto in conseguenza delle distribuzioni agli azionisti correlati di utili e riserve del settore, delle perdite del settore risultanti dai relativi rendiconti regolarmente approvati, e delle somme corrisposte per riscatto delle azioni correlate.

Si tende, in questo modo, a realizzare, nella massima misura possibile, la configurazione del settore tracciato come un'autonoma entità sociale.

Delle eventuali perdite d'esercizio della società- come sopra già evidenziato- per la parte eccedente la perdita del medesimo esercizio del determinato settore, è previsto

---

dagli investimenti e dall'operatività riconducibili al Settore Investimenti Diretti; b) una quota pari al 50% (cinquanta per cento) 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% (ottanta per cento) 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.

siano prioritariamente coperte mediante imputazione alle riserve disponibili a tal fine non di pertinenza del settore. Allo stesso modo, delle perdite del determinato settore, emergenti dal relativo rendiconto regolarmente approvato, è previsto che siano prioritariamente coperte mediante utilizzo delle riserve disponibili a tal fine di pertinenza del settore.

In ordine alla copertura di perdite del settore, o della società mediante utilizzo di poste di patrimonio netto rispettivamente della società o del settore, eventualmente deliberata dall'assemblea in ottemperanza a inderogabili disposizioni di legge, poi, è previsto che essa non comporti, ai fini dei rapporti tra società e soci, anche correlati, alcuna variazione del patrimonio netto di pertinenza del settore e della società stessa. A tal fine è disposto che il rendiconto del determinato settore non tenga conto di siffatte imputazioni di poste di patrimonio netto a copertura di perdite.

Gli utili eventualmente conseguiti nei successivi esercizi del settore, o della società – per la parte eccedente il risultato del medesimo esercizio del determinato settore-, sono prioritariamente destinati a reintegrazione delle poste di patrimonio netto di pertinenza, rispettivamente, della società o del settore, che da antecedente delibera assembleare, siano state utilizzate a copertura di perdite del settore o della società<sup>206</sup>.

Risponde al medesimo obiettivo la disciplina ideata per la formazione della riserva

---

<sup>206</sup> Pur in mancanza di una specifica previsione statutaria, può ritenersi che – considerata la rilevanza solo interna, tra soci e società, espressamente riconosciuta a qualunque riduzione del patrimonio netto del settore in conseguenza di perdite di pertinenza della restante gestione, e viceversa- nel caso in cui non ci siano esercizi successivi per essere la società posta in liquidazione, gli azionisti correlati abbiano diritto ad una liquidazione finale da determinarsi sulla base del valore del settore tracciato non diminuito dalle perdite generate dalla restante gestione.



legale: lo statuto, difatti, prevede che il 5% degli utili netti risultanti dal bilancio, al fine della formazione della riserva legale, sia così prelevato: a) nel caso in cui gli utili dei singoli settori correlati risultanti dai relativi rendiconti e gli utili risultanti dal bilancio diminuiti dei primi siano tutti di ammontare positivo, proporzionalmente da ciascuno di essi; b) nel caso che uno o più dei risultati, o dei singoli settori correlati risultanti dai relativi rendiconti o degli utili risultanti dal bilancio diminuiti dei primi, siano negativi, in modo proporzionale all'ammontare di quelli di essi che siano positivi.

Esemplificando: si immagini che gli utili risultanti dal bilancio della società ammontino a 100, e che di questi 20 siano stati generati dal settore che definiamo A e 20 dal settore che definiamo B. Oggetto di prelievo per la formazione della riserva legale è una somma pari a 5- ossia il 5% di 100- che dovrà essere decurtata proporzionalmente da ciascun settore: un valore pari ad 1 dal settore A, un valore pari ad 1 dal settore B, ed un valore pari a 3 dalla restante gestione. Ne consegue che da ciascun rendiconto settoriale risulteranno utili netti di settore distribuibili per 19 (20-1), mentre gli utili netti distribuibili con riferimento alla restante gestione saranno pari a 57 (100 - 40 = 60; 60 - 3 = 57). Ove, invece, gli utili risultanti dal bilancio della società ammontino a 100, ma il settore A abbia generato una perdita pari a -20, ed il settore B un risultato positivo pari a 20, oggetto di prelievo per la formazione della riserva legale è sempre una somma pari a 5- ossia il 5% di 100- che dovrà però essere decurtata proporzionalmente dai soli settori in positivo, ossia per il 16,67%<sup>207</sup> dal settore B e per il restante l'83, 3%<sup>208</sup> dalla restante gestione. Con la

---

<sup>207</sup>  $20:120 = x:100$  ;  $x = 16,67$

conseguenza che dal rendiconto del settore A non risulteranno utili distribuibili, dal rendiconto del settore B risulteranno utili distribuibili per circa 19,16 ( $20 - 0,8335^{209}$ ) mentre gli utili netti distribuibili con riferimento alla restante gestione saranno pari a circa 75,835 ( $80 - 4.165^{210}$ ).

Manca un procedimento di uniformazione dei criteri di accertamento dei dati settoriali con quelli dell'impresa in generale, che consenta di rendere omogeneo il risultato di settore con il risultato dell'attività complessiva, nello statuto della seconda- la Cape L.I.V.E. s.p.a.- che, discostandosi in ciò dalla prassi internazionale non opera- tra l'altro- alcun riferimento alle riserve nella determinazione del dividendo spettante agli azionisti correlati.

Il prelievo, sugli utili netti risultanti dal bilancio generale della società, per la formazione della riserva legale non incide sulla determinazione del risultato generato dal settore investimenti diretti, né sui diritti spettanti agli azionisti correlati nella ripartizione degli utili in quanto determinati in una percentuale del primo<sup>211</sup>.

Esemplificando: si immagina che gli utili risultanti dal bilancio della società ammontino a 100, e che di questi 40 siano stati generati dal settore investimenti diretti. Oggetto di prelievo per la formazione della riserva legale sarà una somma pari a 5- ossia il

---

<sup>208</sup>  $100:120 = x:100$  ;  $x = 83,3$

<sup>209</sup>  $16,67:100 = x:5$  ;  $x = 0,8335$

<sup>210</sup>  $83,3:100 = x:5$  ;  $x = 4,165$

<sup>211</sup> Si riporta una parte dell'art. 28.1 dello statuto: Gli utili netti, risultanti dal bilancio approvato dall'Assemblea, sono destinati come segue: a) in primo luogo, una quota pari 5% (cinque per cento) è destinata a riserva legale fino al raggiungimento del quinto del capitale sociale; b) in secondo luogo, una quota pari al 20% (venti per cento) dell'Utile Netto Settore Investimenti Diretti (al netto della Perdita Netta Settore Investimenti Diretti realizzata negli esercizi precedenti come nel seguito descritto) spetta automaticamente alle Azioni B - fatta eccezione per il caso in cui l'Assemblea deliberi in senso contrario con il voto favorevole di tanti titolari di Azioni B che rappresentino oltre la metà del capitale sociale rappresentato da Azioni B.

5% di 100- ma detto prelievo non inciderà sul calcolo del risultato dal settore investimenti diretti, che costituisce il parametro di riferimento per il calcolo dei dividendi spettanti in via prioritaria ed automatica agli azionisti correlati. A questi, dunque, spetteranno automaticamente dividendi per un ammontare pari ad 8 (il 20% di 40), ma subiranno comunque - è opportuno rilevare- il peso del prelievo per la formazione della riserva legale, in quanto concorrenti alla distribuzione degli utili residui in proporzione al numero di azioni correlate rispetto al numero complessivo di azioni in cui è suddiviso il capitale sociale al momento della distribuzione degli utili (cd. a.c. partecipanti).

Sotto il profilo dei diritti amministrativi, ed ancora in sintonia con la prassi applicativa straniera, le scelte, come si è potuto notare, sono state diverse, optandosi ora per la loro assoluta esclusione, ora per il loro pieno riconoscimento, ora ancora per la modulazione del diritto di voto mediante la sua limitazione ai soli argomenti interessanti il settore correlato.

Manca- si rileva- l'ideazione di forme più complesse di articolazione del diritto di voto- come il cd. *floating vote*- diffuse invece nell'esperienza statunitense. La ragione- con tutta probabilità- è da rintracciare nelle perplessità dottrinali circa la loro ammissibilità nel nostro ordinamento giuridico (per le quali si rinvia a quanto si dirà nel capitolo successivo).

Molteplici sono anche le scelte operate in ordine alla circolazione delle azioni correlate, rispecchiando esse le diverse esigenze sentite in ciascuna società.

## Capitolo IV : La configurazione dei diritti patrimoniali ed amministrativi

1. *Il diritto di partecipazione agli utili ed il regime di destinazione delle riserve - 2. L'incidenza delle perdite. - 3. Il diritto alla quota finale di liquidazione. - 4. I diritti patrimoniali "diversi". - 5. Le vicende traslative, modificative ed estintive del settore tracciato. - 6. L'accertamento del risultato settoriale e le modalità di rendicontazione. - 7. Il diritto di voto.*

### 1. Il diritto di partecipazione agli utili ed il regime di destinazione delle riserve

Il diritto di partecipazione agli utili costituisce uno- e forse il più importante- dei diritti patrimoniali suscettibili di correlazione.

Che sia solo uno dei diritti patrimoniali in astratto statutariamente suscettibili di correlazione ai risultati di un determinato settore dell'attività sociale può evincersi, oltre che dalla lettera della norma- che al II comma si riferisce genericamente a *diritti patrimoniali*, dalla sua stessa *ratio*, rintracciabile nell'esigenza di garantire ai soci (tutti) un'adeguata informazione sui meccanismi operativi della correlazione medesima.

La naturale centralità del diritto agli utili, quale tipico diritto ad un rendimento

periodico, non vale di per sé ad escludere la possibilità di azioni correlate prive di una correlazione negli utili<sup>212</sup>.

Il riferimento al pagamento dei dividendi- operato nel III comma- difatti, non sembra potersi intendere nel senso della necessaria ed essenziale correlazione del diritto di partecipazione agli utili: il legislatore, senza dettare limiti con la tipizzazione in senso stretto della figura, ha voluto- piuttosto- precisarne la disciplina, confermando- in ordine al pagamento dei dividendi- quanto già statuito in termini generali all'art. 2433 c.c.

Una volta scelta la strada della correlazione del diritto di partecipazione agli utili, tuttavia, la disposizione (art. 2350, III co. c.c.) assume centrale rilevanza.

Il divieto di pagamento, in favore degli azionisti correlati, di dividendi in misura superiore agli *utili risultanti dal bilancio*- quale naturale conseguenza della disciplina del patrimonio netto, volta ad assicurare l'integrità del patrimonio sociale in funzione di tutela dei creditori sociali- deve essere inteso come operante un rinvio a tutte le condizioni di distribuzione degli utili di cui all'art. 2433 c.c., ossia che si tratti di *utili realmente conseguiti* e che il *bilancio* sia stato *regolarmente approvato*.

Esso, dunque, determina la subordinazione , per gli azionisti correlati, del diritto al dividendo ad una duplice condizione, ossia l'accertamento di un risultato positivo generato dal settore tracciato, nonché di utili netti d'esercizio in concreto distribuibili.

L'esistenza del primo risulta dal rendiconto settoriale, redatto secondo le regole di imputazione (al settore) di costi e ricavi fissate statutariamente.

---

<sup>212</sup> L'ipotesi è solo apparentemente inverosimile, come si capirà meglio dopo, quando si tratterà della correlazione riferita a diritti patrimoniali *diversi da quelli tipici*.

L'esistenza di utili sociali in concreto distribuibili, invece, dipende da una serie di fattori.

Innanzitutto, una volta accertata la chiusura in positivo di un esercizio, si rende necessaria una somma algebrica con i risultati (positivi o negativi) degli esercizi precedenti portati a nuovo.

In secondo luogo dagli utili netti annuali, ove non assorbiti da perdite precedenti, deve essere dedotta una somma- corrispondente al 5% degli stessi- per la costituzione (o la reintegrazione<sup>213</sup>) della riserva legale, fino a quando quest'ultima non abbia raggiunto il 20% del capitale sociale.

La somma così ottenuta, poi, può risultare ulteriormente ridotta per la (eventuale) presenza di vincoli di destinazione imposti dallo statuto<sup>214</sup>.

Della somma che residui, infine, l'assemblea ordinaria che approvi il bilancio potrebbe disporre l'accantonamento in riserva cd. facoltativa.

Di per sé, infatti, l'approvazione del bilancio d'esercizio non determina il sorgere di un diritto individuale degli azionisti all'immediata assegnazione della propria quota di

<sup>213</sup> La riserva legale, si ricorda, deve essere reintegrata- sempre mediante l'accantonamento di almeno il 5% degli utili netti annuali- se, per qualunque ragione (ad es. per perdite), diminuita al di sotto del limite legale (art. 2430 c.c.).

<sup>214</sup> Vincoli di destinazione possono, ad esempio, derivare dall'obbligo statutario di formazione di riserve cd. statutarie. Gli utili accantonati a riserva cd. statutaria, infatti, non possono essere distribuiti tra i soci dall'assemblea ordinaria che approva il bilancio. La fonte- negoziale e non legale- del vincolo consente, tuttavia, una sua rimozione con delibera dell'assemblea straordinaria.

Vincoli di destinazione degli utili netti d'esercizio possono derivare anche da norme statutarie che prevedano una partecipazione agli utili in favore dei promotori (ex art. 2340 c.c.) dei soci fondatori (art. 2341 c.c.) e degli amministratori (art. 2389 c.c.) Queste partecipazioni, infatti, ex art. 2432 c.c., sono computate sugli utili netti di esercizio dopo la deduzione della quota- eventualmente- da destinare a riserva legale (mentre nel caso in cui fosse previsto- per gli stessi- un compenso fisso, questo costituirebbe un costo dell'esercizio, destinato ad incidere sulla stessa misura dell'utile d'esercizio, e non un 'impiego dell'utile netto accertato).

Per la remunerazione degli amministratori come spesa d'esercizio e l'ammissibilità di una remunerazione sotto forma quotativa: A. Mignoli, *Le "partecipazioni agli utili" nelle società di capitali*, Milano, 1966, 125 ss.

utili, essendo a tal fine necessaria una distinta ed ulteriore deliberazione assembleare di distribuzione<sup>215</sup>, che può avere ad oggetto tanto gli utili distribuibili dell'esercizio chiuso, quanto gli utili accertati e non distribuiti negli esercizi precedenti.

Ne consegue che l'aspettativa degli azionisti correlati ad un rendimento parametrato ai risultati del settore tracciato può essere facilmente disattesa a causa delle perdite prodotte dalla restante gestione, ovvero dai vincoli- legali o statutari- di destinazione collettiva in favore di tutti i soci.

Nella configurazione in concreto del diritto agli utili, allora- oltre quanto già sopra rilevato in ordine alle possibili articolazioni della clausola di correlazione (o clausola parametrica), che può essere concepita tanto come assoluta quanto come proporzionale, con l'esclusione ovvero l'attribuzione di una partecipazione agli utili riferibili alla restante gestione - peculiare attenzione merita l'esame delle varianti ideabili statutariamente e meglio in grado di rendere lo strumento efficace agli scopi cui sia di volta in volta preordinato.

Della- chiarita- speciale aleatorietà che caratterizza un diritto agli utili parametrato ai risultati di un settore dell'attività sociale, può risultare opportuna un'attenuazione in tutti quei casi in cui l'emissione di azioni correlate sia funzionale alla raccolta di nuovo capitale di rischio da impiegarsi nell'avvio o nel risanamento di un determinato settore di attività. Che sia o non la raccolta di nuovo capitale rivolta al mercato, infatti, può risultare in questi casi necessario rendere lo strumento quanto più appetibile agli

---

<sup>215</sup> La tesi contraria, sostenuta negli anni passati, può dirsi oramai superata. Per essa si rinvia a: T. Ascarelli, *Sui poteri della maggioranza nelle società per azioni ed alcuni loro limiti*, in Riv. dir. comm., 1950, I, 186; e D. Pettiti, *Contributo allo studio del diritto dell'azionista al dividendo*, Milano, 1957.

occhi dei potenziali sottoscrittori.

Il proposito può essere realizzato mediante il riconoscimento del diritto alla percezione automatica di un dividendo *assoluto o minimo settoriale*<sup>216</sup>.

L'attribuzione del diritto all'automatica distribuzione di un *dividendo assoluto settoriale* consentirebbe agli azionisti correlati di percepire automaticamente, in conseguenza della sola approvazione del bilancio d'esercizio e del rendiconto del settore, l'intero dividendo parametrato- in termini assoluti o proporzionali- ai risultati generati dal settore tracciato.

Il riconoscimento del diritto automatico ad un *dividendo minimo settoriale* consentirebbe ai titolari di azioni correlate di percepire automaticamente, in conseguenza dell' approvazione del bilancio d'esercizio e del rendiconto settoriale, soltanto una quota del dividendo parametrato- in termini assoluti o proporzionali- ai risultati generati dal comparto tracciato, restando il diritto alla percezione del dividendo residuo subordinato all'adozione di una delibera assembleare di distribuzione degli utili sociali.

In entrambi i casi il diritto di credito del socio verso la società, alla corresponsione automatica del dividendo- assoluto o minimo settoriale- sarebbe comunque subordinato alla mancata adozione – in sede di approvazione dei documenti contabili- di una delibera assembleare che disponga l'accantonamento degli utili

---

<sup>216</sup> Clausole di questo tipo sarebbero, invece, inutili nell'ottica di: A. Paciello, *Le azioni correlate*, in Giur. Comm. 2004, 228. Per l'autore, infatti, 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".



sociali<sup>217</sup>. L'automaticità del diritto al dividendo, infatti, si sostanzierebbe nella sola esclusione della necessità di una delibera di distribuzione, ferma restando la possibilità per l'assemblea (ordinaria) di stabilirne una diversa destinazione<sup>218</sup>.

Per rafforzare ulteriormente il diritto, allora, potrebbe prevedersi l'obbligo per l'assemblea ordinaria di motivare ogni eventuale delibera con cui sia impressa agli utili sociali una destinazione diversa dalla distribuzione, ovvero, la spettanza agli azionisti correlati di un *dividendo minimo (settoriale) garantito*- parametrato, in termini assoluti o proporzionali, ai risultati generati dal comparto tracciato- e di un dividendo (settoriale e/o sociale) *residuale subordinato alla mancata adozione di una delibera assembleare contraria*<sup>219</sup>.

---

<sup>217</sup> Il diritto di credito del socio verso la società sarebbe, in altre parole, sottoposto ad una duplice condizione: una sospensiva positiva della produzione di utili settoriali, ed una sospensiva negativa della mancata adozione da parte dell'assemblea di una delibera di accantonamento degli utili.

<sup>218</sup> Sugli effetti della clausola, si veda per tutti: P. Sfamini, cit., 229.

<sup>219</sup> Entrambi le previsioni dovrebbero considerarsi legittime.

Esse- certo- inciderebbero su particolari aspetti della disciplina delle s.p.a., quali quello relativo alle competenze degli organi sociali (la politica dei dividendi, almeno in termini propositivi, è per legge rimessa alla competenza dell'organo amministrativo) nonché quello degli effetti delle delibere assembleari di approvazione del bilancio (alle quali la legge non collega la nascita di diritti patrimoniali dei soci verso la società).

Le considera *lecite in quanto* (pur collegando alla delibera di approvazione del bilancio un effetto che essa normalmente non produce) *non privano l'assemblea del potere di destinare l'utile all'autofinanziamento della società*: F. Galgano, *Le clausole statutarie sulla ripartizione degli utili*, in Riv. soc. 1982, 1160.

La dottrina, sul punto, non è tuttavia unanimemente concorde. Considera inderogabile la normativa legale in discorso: C. Angelici, *Le azioni della società per azioni*, Milano, 1992, 111, il quale, tuttavia, non giunge ad affermare la nullità delle clausole in parola, sostenendo che le stesse debbano- piuttosto- essere interpretate nel senso dell'imposizione all'assemblea dell'obbligo di motivare un'eventuale decisione di accantonamento.

Diversa questione è quella dell'ammissibilità di una clausola statutaria che fissi le regole della destinazione degli utili, privando completamente l'assemblea di ogni potere in materia, con la conseguenza di ridurne la competenza alla sola approvazione del bilancio.

Questione che ritengo possa essere risolta in senso positivo solo negando, ai suddetti aspetti della disciplina delle s.p.a., valore inderogabile. L'assenza del limite dell'inderogabilità- argomentando da un rovesciamento del rapporto tra norme derogabili e norme inderogabili imposto dalla riforma societaria- potrebbe facilmente dedursi dall'assenza di un'espressa previsione normativa in senso contrario. Per tali considerazioni si veda: P. G. Marchetti, *Profili di diritto societario*, in Consiglio nazionale del notariato, Spontaneità del mercato e regole giuridiche, coordinato da P. Schlesinger,

Meccanismi, questi, che riducendo il rischio della mancata percezione di dividendi correlati ai risultati del settore tracciato, sono senz'altro idonei ad incrementare il grado di appetibilità della speciale partecipazione azionaria.

Essi, tuttavia, paiono in grado di funzionare solo in presenza di risultati positivi generati dalla divisione aziendale tracciata.

Del dato deve tenersi conto soprattutto in tutti quei casi in cui- magari per essere il settore correlato in una fase di *start up* ovvero per essere la relativa attività naturalmente esposta a fasi cicliche o ad imprevedibili calamità naturali- sia probabile la mancanza di produzione di utili settoriali nei primi esercizi seguenti l'emissione, ovvero negli esercizi successivi.

A rendere più attraente lo strumento, in ipotesi del genere, potrebbe soccorrere la configurazione di un diritto alla automatica (nel senso appena chiarito) distribuzione di un *dividendo minimo sociale*, ovvero la garanzia di un *dividendo minimo sociale*. Questi, infatti, in quanto riferiti ai risultati sociali e non settoriali, rafforzerebbero la posizione patrimoniale degli azionisti correlati indipendentemente dall'andamento del settore<sup>220</sup>.

L'aleatorietà del rendimento, però, assume una duplice faccia per le azioni correlate,

---

Milano, 2002, 122. La dottrina, sul punto, non è tuttavia unanimemente concorde.

<sup>220</sup> Gli strumenti immaginabili, e statutariamente realizzabili, per rafforzare la posizione degli azionisti correlati e rendere il più possibile costante il loro rendimento, sono certamente tanti e vari, potendosi giungere anche a riconoscere, in caso di mancato accertamento di utili sociali, il pagamento da parte della società di un *interesse minimo garantito* (non a titolo di utile, dunque, ma ad altro titolo), da prelevare da riserve all'uopo destinate, ovvero da versarsi ai soci correlati (né a titolo di dividendo, né di distribuzione di riserve, ma, bensì) quale adempimento di un vero e proprio debito. Strumenti di questo genere, tuttavia, esulano dal discorso che qui si sta conducendo sulla correlazione all'attività di un determinato settore avente ad oggetto il *diritto agli utili*. Su di essi ci si soffermerà in prosieguo, quando si tratterà della correlazione avente ad oggetto diritti patrimoniali diversi da quelli *tipici* (di partecipazione agli utili e alle perdite, ed alla quota finale di liquidazione).

rischiando i suoi titolari di non percepire dividendi- pur in presenza di risultati positivi generati dal settore correlato- a causa del negativo andamento della restante gestione sociale.

Il pericolo potrebbe essere particolarmente avvertito in tutti quei casi in cui la diversificazione ed espansione dell'attività sociale siano operate in funzione di svecchiamento e risanamento di una struttura sociale non florida.

Contro simili minacce manifesta tutta la sua utilità una clausola di cumulo dei *dividendi arretrati*.

Essa garantirebbe agli azionisti correlati che il diritto di priorità sugli utili settoriali, dai medesimi eventualmente non goduto (o goduto solo in parte) in un dato esercizio a causa del mancato conseguimento di utili sociali (ovvero a causa di perdite prodotte dalla restante gestione), sia loro riconosciuto, nei successivi esercizi, prima di ogni altra distribuzione ai restanti azionisti, nel caso in cui negli stessi risultino prodotti e distribuiti utili sociali in misura superiore a quella normalmente loro spettante<sup>221</sup>.

Esemplificando: la società Alfa s.p.a. ha un capitale sociale di 100 ripartito in 70 azioni ordinarie e 30 azioni correlate. Nell'esercizio "X" il rendiconto settoriale si chiude con un utile di 100, mentre la restante gestione genera una perdita di -100.

---

<sup>221</sup> Il diritto di credito del socio verso la società- avente ad oggetto il dividendo arretrato- sarebbe, in altre parole, sottoposto ad una duplice condizione sospensiva positiva: la produzione e la distribuzione, negli esercizi successivi, di utili sociali di ammontare superiore a quanto, nei medesimi, loro già spettante.

Il meccanismo del cumulo era previsto dall'art. 15, IV co., L. 216/1974 per diminuire il rischio che la mancanza o l'insufficienza degli utili di un determinato esercizio privasse gli azionisti di risparmio della remunerazione loro assicurata dal privilegio sugli utili. Il cumulo era però disposto solo per i due esercizi consecutivi: "quando in un esercizio sia stato assegnato alle azioni di risparmio un dividendo inferiore (...), la differenza è computata in aumento del dividendo privilegiato nei due esercizi successivi". Sull'ammissibilità di una clausola convenzionale di uguale tenore non v'è ragione di dubitare, così come non sembra si possa dubitare dell'ammissibilità di un meccanismo di cumulo che regoli variamente misura e procedimento dell'attribuzione degli utili arretrati negli esercizi successivi.

Non risultando accertati utili sociali, gli azionisti correlati non potranno godere dei risultati prodotti dal settore tracciato. Se, però, in un successivo esercizio “Y” tanto il settore correlato quanto la restante gestione producono utili, in ipotesi per ciascuno pari a 150, degli utili sociali (ammontanti complessivamente a 300), ove distribuiti, una somma pari a 100 (il dividendo arretrato) dovrà essere prioritariamente assegnata agli azionisti correlati. A questi, inoltre, sarà assegnato un dividendo pari a 150 (l’utile settoriale dell’esercizio chiuso), mentre agli azionisti ordinari sarà assegnata la residua somma pari a 50.

La clausola di cumulo potrebbe, altresì, essere architettata in modo da assicurare agli azionisti correlati la (automatica) distribuzione prioritaria degli utili arretrati anche in conseguenza del loro solo accertamento, salva la possibilità di una loro distinta destinazione assembleare (eventualmente a motivazione- statutariamente-obbligatoria). Tale ultima previsione, anzi, è da considerarsi opportuna riducendo il pericolo che la funzione sottostante la clausola di cumulo sia vanificata dalla (normalmente) piena discrezionalità assembleare in ordine alla destinazione degli utili<sup>222</sup>.

In entrambi, i casi, tuttavia, l’azionista correlato si troverebbe nell’impossibilità di godere immediatamente di un rendimento periodico parametrato ai risultati prodotti dal settore tracciato, risultando pur sempre la soddisfazione delle sue aspettative economiche eventuale ed in ogni caso posticipata. La probabilità di recuperare i

---

<sup>222</sup> In questo caso il diritto di credito del socio verso la società- avente ad oggetto il dividendo arretrato- sarebbe, in altre parole, sottoposto ad una duplice condizione, sospensiva positiva e sospensiva negativa: la produzione, negli esercizi successivi, di utili sociali di ammontare superiore a quanto, nei medesimi, loro già spettante, e la mancata adozione di una delibera assembleare che imprima agli stessi una diversa destinazione.

dividendi arretrati, infatti, dipenderebbe dall'accertamento negli esercizi successivi di utili sociali nella misura necessaria, nonché, tra l'altro, dalla circostanza che lo statuto stabilisca o non un termine al protrarsi del cumulo negli stessi esercizi successivi<sup>223</sup>.

Meccanismi di progressione (aumento progressivo della percentuale di utili spettante agli azionisti correlati, in conseguenza del miglioramento delle *performances* del comparto tracciato) o regressione (riduzione progressiva della percentuale di utili spettante agli azionisti correlati, in conseguenza del peggioramento delle *performances* del settore) possono, poi, risultare utili nei casi in cui l'emissione di azioni correlate sia operata in funzione di remunerazione ed incentivazione del *board*.

Nel caso di cd. *subsidiary tracking shares*, poi- come già sottolineato al capitolo I- la tecnica della correlazione (ai risultati prodotti dalla controllata) del diritto ad un rendimento periodico può risultare ancora più varia, potendo i risultati della società controllata assumere la natura: a) di mero *parametro di riferimento* per la determinazione del dividendo; b) ovvero, in alternativa, di *oggetto* stesso di un autonomo diritto patrimoniale.

Nel primo caso i titolari delle *subsidiary tracking shares* non hanno accesso diretto ai

---

<sup>223</sup> La previsione della cumulabilità senza limiti temporali dei dividendi arretrati deve considerarsi ammissibile, pur potendo in concreto determinare la privazione delle altre azioni della partecipazione agli utili.

La somma, per più esercizi successivi, dei dividendi arretrati spettanti agli azionisti correlati potrebbe, certo, ridurre sempre di più la probabilità che- negli stessi esercizi successivi- residuino utili distribuibili alle altre azioni, fino al punto che questi risultino privati di fatto del diritto di partecipazione agli utili per un dato arco temporale. Tale eventualità, tuttavia, deve considerarsi insuscettibile di una valutazione a priori, dipendendo da fattori futuri ed imprevedibili. La clausola di cumulo predisposta senza limiti temporali, dunque, non potrebbe considerarsi di per sé in contrasto con il divieto del patto leonino.

risultati della *subsidiary company*, ed il diritto agli utili in ipotesi correlato conserva la sua natura di diritto di partecipazione agli utili verso la società emittente.

Nel secondo caso- in virtù di una clausola di eterodestinazione degli utili nello statuto della controllata- ai titolari delle *subsidiary tracking shares* è riconosciuto un accesso diretto agli utili della *subsidiary company*, ed il diritto in ipotesi correlato ai risultati della controllata (ossia avente ad oggetto una parte dei risultati di quest'ultima), pur configurandosi sempre come diritto verso la società emittente, non può che avere la natura di diritto *diverso da quello tipico* di partecipazione agli utili.

L'attuazione della correlazione mediante la predisposizione di una clausola di eterodestinazione degli utili, tuttavia, impone qualche ulteriore considerazione.

La correlazione, anzitutto, non può essere programmata come assoluta, risultando altrimenti violato il divieto del patto leonino a danno dei soci della controllata (correlazione necessariamente proporzionale).

Le azioni correlate, in secondo luogo, non potranno che partecipare agli utili della società emittente, risultando altrimenti violato il divieto del patto leonino a danno dei relativi titolari (azioni correlate necessariamente partecipanti).

La clausola parametrica, così come le altre (eventuali) clausole funzionali alla maggiore appetibilità dello strumento azionario, inoltre, dovranno essere contenute tanto nello statuto della società emittente, quanto in quello della controllata, incidendo le stesse sulla misura degli utili eterodestinati.

Ma il dato che forse più di ogni altro merita d'essere evidenziato, è che la correlazione realizzata per mezzo di un meccanismo di eterodestinazione degli utili

della controllata, avendo ad oggetto un diritto patrimoniale *diverso da quello tipico* di partecipazione agli utili, consentirebbe il sorgere in capo agli azionisti correlati di un diritto di credito verso la società (emittente) soggetto soltanto alla condizione dell'andamento positivo del settore (costituito dall'attività della controllata) e sottratto all'incidenza delle perdite prodotte dalla stessa società emittente o da altri settori<sup>224</sup>.

Tanto in caso di cd. *divisional tracking shares*, quanto nel caso di cd. *subsidiary tracking shares*, poi, il criterio di correlazione statutariamente determinato con riguardo al diritto agli utili, deve ritenersi direttamente applicabile anche agli acconti-dividendo- distribuiti ai sensi dell'art. 2433 bis c.c.- per la sua natura di utile netto di periodo<sup>225</sup>.

Lo stesso non può dirsi per le riserve formate con l'accantonamento degli utili accertati e non distribuiti.

In mancanza di un' espresso vincolo di destinazione, gli utili prodotti dal settore correlato e non distribuiti, non potrebbero considerarsi di pertinenza- esclusiva o proporzionale- degli azionisti correlati. Ciò in quanto il diritto agli utili, in ipotesi oggetto di correlazione, è certamente altro rispetto al diritto alla distribuzione delle riserve.

Quest' ultimo può essere oggetto di correlazione ai risultati del settore tracciato, ma tale sua destinazione non può considerarsi implicita e necessaria conseguenza della correlazione prevista per il (distinto) diritto agli utili.

Ne consegue che in mancanza di un'espressa destinazione statutaria, le riserve

<sup>224</sup> Sul punto si tornerà in prosieguo, quando si tratterà specificamente della correlazione avente ad oggetto diritti patrimoniali *diversi* da quelli tipici.

<sup>225</sup> In questo stesso senso: P. Sfameni, *sub art. 2350*, cit., 278 e 334.

derivanti dall'accantonamento di utili non distribuiti siano di pertinenza di tutti i soci secondo le rispettive misure percentuali di partecipazione al capitale sociale, senza che alcun rilievo assuma quale sia la parte di essi riferibile al settore tracciato, e quale invece la parte prodotta dalla restante gestione<sup>226</sup>.

Il dato esige una speciale attenzione, potendo lo stesso facilmente determinare la vanificazione delle aspettative patrimoniali degli azionisti correlati, oltre che un'ampia discrezionalità dell'organo amministrativo nell'allocazione delle risorse finanziarie accantonate in favore dell'uno e/o dell'altro settore dell'attività sociale<sup>227</sup> (con i rischi di elevata litigiosità che ne conseguono).

Effetti, questi, che non sarebbero del tutto scongiurati nemmeno con il riconoscimento del diritto all'automatica distribuzione di un *dividendo assoluto o minimo di settore*, ovvero di un *dividendo minimo sociale*. L'attribuzione di tali diritti, infatti, non eliminerebbe né la necessità di una delibera assembleare di distribuzione per la percezione della quota dividendo non assegnata automaticamente, né la possibilità di una delibera assembleare di accantonamento per quella di cui sia

---

<sup>226</sup> Di diverso avviso è: A. Paciello, *Le azioni correlate*, cit., 229, per il quale sarebbe "pacifico che i valori del netto derivanti dall'attività di ciascun comparto" siano "strumenti di quella gestione". Per l'A. "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". Per lo stesso A. farebbe eccezione la riserva legale, la quale non si presterebbe a "scomposizione". La necessità della speciale destinazione dei valori del patrimonio netto derivanti da ciascun comparto, come chiarito nel testo, non sembra potersi desumere da alcuna norma o principio generale, scontrandosi piuttosto con la rilevata alterità del diritto agli utili rispetto al diritto ai valori del netto. Il legislatore, d'altra parte, nel riferirsi alla fattispecie regolata, considera la correlazione "di diritti patrimoniali" nel senso di uno o più di essi e non necessariamente di tutti, non variando le esigenze informative a fondamento della disciplina legale in base al numero dei diritti patrimoniali in concreto oggetto di correlazione.

Quanto, in particolare, alla riserva legale, l'impossibilità di una sua "scomposizione", è solo genericamente dichiarata dall'A. Per una diversa impostazione della problematica, si veda quanto sarà detto nel prosieguo del testo.

<sup>227</sup> Nulla impedirebbe, infatti, all'organo amministrativo di impiegare le risorse finanziarie generate dalla gestione del settore tracciato ed accantonate, in favore di altri comparti dell'attività sociale.



astrattamente prevista l'assegnazione automatica.

A scongiurare i paventati effetti- senz'altro idonei ad incidere negativamente sulle *performances* dell'operazione- potrebbe soccorrere la previsione di una clausola statutaria che imprima un vincolo di destinazione alle riserve da accantonamento utili, costituite ed alimentate anche con la quota di utile sociale che, ove distribuita, sarebbe stata di spettanza degli azionisti correlati.

Più precisamente, in virtù di tale vincolo di destinazione le riserve costituite con l'accantonamento degli utili netti di esercizio non distribuiti, sarebbero scomposte divenendo di pertinenza esclusiva delle azioni correlate per la parte di esse corrispondente agli utili generati dal settore tracciato, e di pertinenza delle azioni ordinarie per la parte residua, corrispondente agli utili generati dalla restante gestione.

Il vincolo di destinazione così impresso potrebbe riguardare tanto la distribuzione, quanto l'imputazione a capitale in un'operazione di aumento gratuito, quanto ancora l'assorbimento di perdite- ovvero solo taluno di tali aspetti- fino a spingersi a segnare l'asservimento alla singola gestione (contabilmente ed internamente) separata<sup>228</sup>.

La riserva, per la parte di pertinenza delle azioni correlate, andrebbe- in presenza di tali statuizioni statutarie- ad incrementare, per un valore di pari importo, il patrimonio netto del settore tracciato e- sia pure nei soli rapporti interni tra soci e società- sarebbe considerata a tutti gli effetti come di pertinenza esclusiva degli azionisti

---

<sup>228</sup> Un completo asservimento al settore tracciato potrebbe essere realizzato imponendo all'organo amministrativo il divieto di fare, dei beni dell'attivo corrispondenti alla riserva destinata in favore degli azionisti correlati, un impiego non finalizzato alla gestione del medesimo settore.

correlati.

L'eventuale distribuzione della riserva, come l'aumento gratuito mediante la sua imputazione a capitale, e l'erosione per effetto di perdite, si realizzerebbero- pertanto- in misura non proporzionale alla quota di capitale rappresentata da ciascuna categoria di azioni, ma, piuttosto, in misura proporzionale ai risultati generati dai settori<sup>229</sup>.

La tendenziale assimilazione- che così si realizzerebbe- del patrimonio netto del settore tracciato al patrimonio netto di un'autonoma entità sociale, non risulterebbe comunque assoluta, a ciò ostando le inderogabili disposizioni di legge a tutela del capitale sociale.

Difatti, mentre con riferimento alla distribuzione ed all'imputazione a capitale nessun particolare limite deriva *ex lege*, trattandosi di operazioni incidenti sui soli diritti dei soci e pertanto da questi disponibili statutariamente, diverse considerazioni si rendono necessarie, con riferimento all'assorbimento delle perdite.

L'inderogabilità dell'ordine di incidenza delle perdite sulle poste del patrimonio netto sociale- che trova il suo fondamento nella tutela del capitale e dei creditori sociali- comporta che la perdita sociale, generata anche esclusivamente dalla restante gestione (non tracciata), di valore superiore alla quota della riserva da accantonamento utili di spettanza delle azioni ordinarie, non potrebbe non incidere

---

<sup>229</sup> L'imputazione a capitale di riserve cd. targate o destinate in un'operazione di aumento gratuito, è, invero oggetto di dibattito dottrinale. La questione nasce dalla previsione di cui all'art. 2442, Il co., c.c., che dispone un'assegnazione gratuita e *proporzionale* delle azioni di nuova emissione. La creazione di riserve destinate- di pertinenza delle azioni correlate- potrebbe, in sede di aumento a pagamento, rendere opportuna l'applicazione, per ciascuna categoria azionaria, di sovrapprezzi diversi, determinati tenendo conto della divergenza esistente (per ciascuna categoria azionaria) tra valore nominale e valore patrimoniale.

sulla quota della stessa di pertinenza delle azioni correlate prima di erodere le riserve di grado superiore (come la riserva sovrapprezzo e la riserva legale).

Esemplificando: la società Alfa s.p.a., avente un capitale sociale di 100 ripartito in 70 azioni ordinarie e 30 azioni correlate, nell'esercizio "X" accerta utili per 200, di cui 100 generati dal settore correlato e 100 dalla restante gestione. Essendo tali utili accantonati e non distribuiti, in presenza di una previsione statutaria del tipo in discorso, Alfa vanterebbe in bilancio utili pregressi accantonati per 200, di cui 100 di spettanza delle azioni ordinarie e 100 di spettanza delle azioni correlate. Chiudendosi- in ipotesi- l'esercizio successivo "Y" con una perdita pari a 150, generata dalla sola restante gestione non tracciata, questa sarà assorbita per 100 dalla riserva utili di pertinenza delle azioni ordinarie, e per 50 dalla riserva utili di pertinenza delle azioni correlate, non potendo incidere sulle riserve di grado superiore- o addirittura, in loro mancanza, sul capitale- prima della completa erosione della complessiva riserva da utili.

Una clausola di cumulo per gli utili arretrati potrebbe, però, anche in questo caso, rafforzare la tutela degli azionisti correlati, imponendo negli esercizi successivi la prioritaria deduzione, dagli utili netti accertati in bilancio, della quota necessaria alla ricostituzione della riserva utili settoriali erosa negli esercizi precedenti da perdite prodotte dall'altra gestione.

Proseguendo nell'esempio: se nell'esercizio successivo "Z" la società accerta utili netti per 300 di cui 200 generati dal comparto tracciato e 100 dalla gestione residua, di questi ultimi 50 dovranno essere prioritariamente destinati alla ricostituzione della

riserva utili di spettanza delle azioni correlate erosa nell'esercizio precedente, con la conseguenza che solo la residua quota di 50 potrà essere distribuita o accantonata in esclusivo favore degli azionisti correlati.

L'assimilazione contabile- che per questa via si tenderebbe a realizzare- del patrimonio netto del settore tracciato al patrimonio netto di un'autonoma entità sociale, potrebbe essere accentuata dall'espressa destinazione in favore delle azioni correlate, altresì della riserva sovrapprezzo (per la parte di essa versata per l'acquisto delle azioni correlate medesime<sup>230</sup>), delle riserve formate con versamenti fuori capitale (per la parte di esse formate con versamenti operati dagli azionisti correlati), delle riserve costituite ai sensi dell'art. 2423, IV co., c.c., di quelle originate da rivalutazione a fini fiscali ai sensi della l. 342 del 2000, o dalla valutazione secondo il criterio del *fair value* (ai sensi dell'art.6 del d.lgs. n.38 del 2005) di beni sociali strumentali all'esercizio dell'attività oggetto del settore tracciato, nonché della riserva che eventualmente tragga origine dall'alienazione del settore tracciato o di beni ad esso strumentali, dall'alienazione o dall'annullamento di azioni proprie

---

<sup>230</sup> Con riferimento alla riserva sovrapprezzo pare doveroso distinguersi a seconda che l'emissione di azioni correlate per un prezzo sopra la pari sia operata in sede costitutiva ovvero di aumento, nonché tra aumento del capitale sociale con o senza esclusione o limitazione del diritto di opzione. In sede costitutiva, stante l'unanimità dell'accordo, nulla sarebbe d'ostacolo alla decisione di imprimere una speciale destinazione ad una aliquota della riserva sovrapprezzo. In sede di aumento senza esclusione o limitazione del diritto di opzione, stante la natura volontaria del sovrapprezzo, nulla sarebbe d'ostacolo ad una decisione a maggioranza (secondo le regole dettate per le modifiche statutarie e dunque per l'assemblea straordinaria) volta ad imprimere, alla stessa, la speciale destinazione in discorso. Nel caso di aumento con esclusione o limitazione del diritto di opzione, invece, la natura obbligatoria del sovrapprezzo- stabilita per garantire ai vecchi soci che i nuovi (ovvero quelli oblati) non si avvantaggino iniquamente delle riserve presenti nel patrimonio netto della società e formate senza il loro contributo- rende necessario il raggiungimento dell'unanimità per l'adozione della decisione volta ad imprimere alla riserva sovrapprezzo la prospettata destinazione. La maggioranza dei consensi sarebbe sufficiente anche nel caso in cui le azioni correlate non fossero azioni di nuova emissione, ma derivanti dalla conversione di azioni ordinarie, e si volesse imprimere la speciale destinazione in discorso all'aliquota della già esistente riserva sovrapprezzo corrispondente alla parte di essa versata a suo tempo dalle azioni da convertire.

correlate eventualmente in portafoglio della società.

Anche la destinazione di dette riserve<sup>231</sup>, necessiterebbe di un'espressa statuizione statutaria, non potendo considerarsi- per la sua essenziale alterità- implicitamente contenuta nella correlazione riferita al diritto agli utili o ad altri diritti patrimoniali.

La previsione di porzioni di patrimonio netto destinate, poi, può essere funzionale alla deviazione (con efficacia interna, come chiarito) dalle regole ordinarie non solo quanto alla loro distribuzione, imputazione a capitale, e assorbimento delle perdite sociali, ma, altresì, alla deviazione (sempre con mera efficacia interna) dalle ordinarie regole gestorie, mediante la creazione di un legame strumentale tra l'attività di

---

<sup>231</sup> La destinazione di dette riserve ora ad una ora ad un'altra categoria azionaria, sarebbe efficace sempre e solo nei rapporti interni, e non ne muterebbe la disciplina legale in tema di imputabilità a capitale, distribuzione e assorbimento perdite, in quanto disciplina volta a tutelare interessi esterni alla società. Al riguardo si ricorda che la riserva soprapprezzo è considerata disponibile anche se, ex art. 2431 c.c., non distribuibile fino a che la riserva legale non abbia raggiunto il limite di un quinto del capitale sociale. La riserva da rivalutazioni ex art. 2423, IV c., c.c., secondo l'interpretazione prevalente è indisponibile ai fini dell'aumento gratuito del capitale sociale, pur non essendo distribuibile ai soci sino a quando (e nella corrispondente misura) il valore della rivalutazione non sia stato realizzato con l'alienazione del bene rivalutato.

Ai sensi dell' art. 13 della l. 342 del 2000, invece, "il saldo attivo risultante dalle rivalutazioni eseguite ai sensi degli articoli 10 e 11 deve essere imputato al capitale o accantonato in una speciale riserva designata con riferimento alla presente legge, con esclusione di ogni diversa utilizzazione. La riserva, ove non venga imputata a capitale, può essere ridotta soltanto con l'osservanza delle disposizioni dei commi secondo e terzo dell'articolo 2445 del codice civile. In caso di utilizzazione della riserva a copertura di perdite, non si può fare luogo a distribuzione di utili fino a quando la riserva non è reintegrata o ridotta in misura corrispondente con deliberazione dell'assemblea straordinaria, non applicandosi le disposizioni dei commi secondo e terzo dell'articolo 2445 del codice civile", mentre le riserve create a seguito della redazione del bilancio secondo i principi contabili internazionali (riserve da *fair value*) ai sensi dell' art. 6 (IV co.) d. lgs. 38 del 2005 sono indisponibili ai fini dell'imputazione a capitale, mentre (V co.) possono essere utilizzate a copertura delle perdite solo dopo che queste ultime abbiano eroso le riserve di utili disponibili e la riserva legale; qualora, inoltre, esse siano state effettivamente intaccate dalle perdite, devono essere reintegrate accantonando gli utili degli esercizi successivi.

Per un approfondimento sulla natura giuridica e l'appostazione in bilancio dei versamenti fuori capitale dei soci: M. Cera, *Il passaggio delle riserve a capitale*, Milano, 1980; nonché: Colombo, *Il bilancio e le operazioni sul capitale*, Relazione al convegno su "aumenti e riduzioni di capitale" organizzato dal Consiglio notarile lombardo (Milano, 19 maggio 1984).

Per un attenta analisi della disciplina riservata alle riserve da *fair value*: G. Strampelli, *Le riserve da fair value: profili di disciplina e riflessi sulla configurazione e natura del patrimonio netto*, in Riv. soc. 2006, 243 ss.

governo del settore tracciato ed i beni dell'attivo corrispondenti alle poste del netto destinate alle azioni correlate (compresi, eventualmente, i beni oggetto di conferimento da parte degli azionisti correlati). I beni statutariamente individuati come strumentali all'attività del settore tracciato, pur restando nella titolarità della società e continuando a rispondere al pari degli altri delle obbligazioni sociali-rappresentando tutti i beni sociali, senza distinzione di sorta, garanzia patrimoniale generica ai sensi dell'art. 2740 c.c.- sarebbero in tal modo asserviti alla medesima gestione settoriale, così precludendosi all'organo amministrativo di disporre in favore di distinti comparti dell'attività sociale. Il vincolo potrebbe essere statutariamente esteso anche a quanto ricavato dalla loro eventuale alienazione.

La rilevata interdipendenza tra i vari settori dell'attività può costituire in concreto un serio e forte disincentivo alla sottoscrizione di azioni correlate e le previsioni statutarie finora descritte, finalizzate ad accentuare nella massima misura possibile la separazione virtuale<sup>232</sup> tra settore tracciato e restante gestione, consentirebbero, da un lato, di agevolare il lavoro degli analisti (così assicurando valutazioni più veritiere di ciascun comparto), dall'altro, di ridurre l'ampio margine di discrezionalità dell'organo amministrativo nell'allocazione delle risorse (e, con esso, i cd. *monitoring costs* e l'elevato rischio di litigiosità tra i soci), rendendo così lo strumento più appetibile agli occhi dei possibili sottoscrittori. Esigenza tanto più avvertita in quanto il richiamato limite- come accennato scorrendo degli istituti alternativi- non sussiste per gli strumenti finanziari con clausola di indicizzazione settoriale del rendimento.

---

<sup>232</sup> Separazione che può definirsi *virtuale* in quanto solo contabile e ad efficacia interna.

Discorrendo ancora di utili distribuibili in forma di dividendi, poi, non può non dedicarsi qualche considerazione in ordine alla destinazione imposta- ex art. 2430 c.c.- per la formazione della riserva legale.

In mancanza di alcuna specifica previsione statutaria, la clausola di correlazione in ipotesi riferita al diritto agli utili netti di esercizio non avrebbe l'effetto di modificare il meccanismo legale di formazione della riserva legale, con la conseguenza che questa sarebbe formata con la destinazione della ventesima parte degli *utili netti (sociali) annuali* senza che alcun rilievo assuma la quota di essi originati da questo o quel comparto .

Nulla esclude, tuttavia- ed anzi pare opportuna in un'ottica di massima separazione virtuale dei settori- l'ammissibilità di una regolamentazione negoziale del criterio interno di destinazione degli utili alla costituzione (o reintegrazione) della riserva legale.

A doversi ritenere inderogabili, infatti, sono soltanto la misura minima della destinazione- pari alla ventesima parte degli utili netti annuali- e quella (per taluni minima, per altri massima) della riserva complessiva da formarsi, mentre disponibile- in quanto non incidente che sui rapporti interni tra i soci e tra soci e società- deve considerarsi il criterio interno di destinazione degli utili netti sociali globalmente accertati.

Ne consegue che potrebbe legittimamente prevedersi che il 5% degli utili netti risultanti dal bilancio, al fine della formazione della riserva legale, sia prelevato in misura proporzionale da ciascun settore, e dunque: a) nel caso in cui gli utili del

settore correlato risultanti dal relativo rendiconto e gli utili risultanti dal bilancio sociale diminuiti dei primi (ossia quelli originati dalla restante gestione) siano tutti di ammontare positivo, proporzionalmente da ciascuno di essi; b) nel caso che il risultato, del settore correlato o della restante gestione, sia negativo, in via esclusiva da quello di essi che abbia prodotto utili<sup>233</sup>.

Della riserva legale così formata, poi, potrebbe prevedersi che per la parte formata con gli utili netti generati dal settore tracciato, essa vada ad incrementare il patrimonio netto del medesimo settore, e sia destinata ad esclusiva pertinenza delle azioni ad esso correlate (in tal caso ai soli fini dell'assorbimento di perdite, essendo la riserva legale indisponibile ed in distribuibile).

La previsione potrebbe essere accompagnata da una specifica regolamentazione del criterio interno di destinazione degli utili per la reintegrazione della riserva legale in ipotesi erosa da perdite, avente lo scopo di far gravare (nei limiti consentiti dalla legge) la successiva destinazione di utili- funzionale alla reintegra- sulle diverse categorie azionarie, proporzionalmente alle perdite- incidenti sulla riserva legale- da

---

<sup>233</sup> In alternativa potrebbe riconoscersi agli azionisti correlati il diritto ad un dividendo di misura pari al risultato (ovvero ad una quota del risultato) del settore tracciato, così da ridurre la possibilità che il prelievo- sugli utili netti risultanti dal bilancio generale della società- per la formazione della riserva legale, incida sulla determinazione del dividendo spettante ai portatori delle azioni correlate. Esemplicando: si immagini che gli utili netti di esercizio risultanti dal bilancio della società ammontino a 100 di cui 50 prodotti dal settore tracciato e 50 dalla restante gestione. Se alle azioni correlate è riconosciuto il diritto ad un dividendo pari al risultato del settore, degli utili sociali distribuibili, pari a 95 (100- 5 da destinarsi alla riserva legale), 50 dovranno essere attribuiti agli azionisti correlati. La possibilità che il prelievo destinato alla formazione della riserva legale incida sulla determinazione del dividendo spettante ai portatori di azioni correlate sarebbe, in questo modo, solo ridotta: l'inderogabilità dell'obbligo legale di formazione della riserva legale potrebbe infatti determinare in concreto la sopportazione dello stesso anche dai soli azionisti correlati. Ciò potrebbe avvenire, ad esempio, nel caso estremo in cui gli utili netti sociali risultanti dal bilancio siano tutti riconducibili alla gestione del settore tracciato. Esemplicando: si immagini che gli utili netti di esercizio risultanti dal bilancio della società ammontino a 100, e che questi siano stati generati tutti dal settore tracciato. In questo caso agli azionisti correlati non potranno essere pagati dividendi per 100, ma solo per 95, dovendo una somma pari a 5 essere destinata a riserva legale.



ciascun comparto prodotte.

Esemplificando: si immagina che, nell'esercizio "X", gli utili risultanti dal bilancio della società Alfa s.p.a. ammontino a 100, e che di questi 20 siano stati generati dal settore che definiamo A ed 80 dalla restante gestione. Oggetto di prelievo per la formazione della riserva legale è una somma pari a 5- ossia il 5% di 100- che dovrà essere decurtata proporzionalmente da ciascun settore: un valore pari ad 1 dal settore A, ed un valore pari a 4 dalla restante gestione. Ne consegue che dal rendiconto settoriale risulteranno utili netti di settore distribuibili per 19 (20-1), mentre gli utili netti distribuibili con riferimento alla restante gestione saranno pari a 76 (100 - 20 = 80; 80 - 4 = 76). Ove, invece, gli utili netti risultanti dal bilancio della società ammontino a 100, ma il settore A non abbia generato utili, oggetto di prelievo per la formazione della riserva legale è sempre una somma pari a 5- ossia il 5% di 100- che dovrà però essere decurtata dal solo settore in positivo, ossia dalla restante gestione. Con la conseguenza che dal rendiconto del settore A non risulteranno utili distribuibili, mentre gli utili netti distribuibili con riferimento alla restante gestione saranno pari a 95 (100-5).

Proseguendo nell'esempio, ove nell'esercizio "Y", la società accertasse una perdita interamente prodotta dalla restante gestione ed incidente sulla riserva legale-complexivamente di 20, di cui 12 di pertinenza delle azioni ordinarie e 8 di pertinenza delle azioni correlate- per un valore pari a 10, la riserva legale sarebbe erosa per un uguale ammontare- scendendo da 20 a 10- ma la parte di essa di pertinenza delle azioni correlate resterebbe immutata nel suo originario valore di 8.

Ove nell'esercizio successivo, poi, fossero accertati utili netti sociali pari a 100, di cui 60 prodotti dal settore correlato e 40 dalla restante gestione, gli utili oggetto di destinazione per la reintegrazione della riserva legale ammonterebbero a 5 (5% di 100), ma essi sarebbero dedotti esclusivamente dalla quota di utili sociali originata dalla restante gestione.

Come anticipato, la previsione statutaria sarebbe idonea a produrre l'effetto desiderato solo entro certi limiti (inderogabili). Si pensi al caso in cui, nell'esercizio successivo siano accertati utili sociali per 100, ma interamente generati dal settore tracciato. In tal caso la destinazione imposta *ex lege* per la reintegrazione della riserva legale non potrebbe che gravare sul patrimonio netto del settore tracciato.

## 2. L'incidenza delle perdite

La parametrizzazione ai risultati del settore tracciato in ipotesi riferita al diritto di partecipazione agli utili, non sarebbe di per sé in grado di determinare- come si è già sottolineato- l'estensione del medesimo criterio di calcolo ad altri diritti sociali.

Ciò vale tanto per il regime di destinazione delle riserve- che resterebbe imperniato sul criterio della proporzionalità riferita alla quota di capitale rappresentata- quanto per la partecipazione alle perdite.

Allo stesso modo, il meccanismo di correlazione in ipotesi applicato statutariamente ad una o più delle riserve componenti il patrimonio netto della società, non determinerebbe di per sé l'efficacia del medesimo per ogni aspetto del loro possibile

impiego.

La parametrizzazione ai risultati del settore tracciato riferita al solo profilo della distribuibilità (e/o imputabilità al capitale), dunque, non sarebbe in grado di determinare uno scostamento dall'ordinario regime di incidenza (collettiva e proporzionale a carico di tutti i soci) delle perdite.

Anche l'ipotetico riferimento (della correlazione al settore) a tutte le riserve e, per tutte, anche (o solo) per il profilo dell'imputazione delle perdite, inoltre, non sarebbe in grado di incidere sull'ordinario meccanismo di incidenza delle perdite sul capitale sociale.

La scomposizione delle riserve, e la loro sottrazione all'ordinario regime di destinazione collettiva e proporzionale in favore di tutti i soci, sarebbero in grado di realizzare- per ciascuna categoria azionaria- solo una postergazione nella sopportazione delle perdite prodotte dall'opposta divisione aziendale.

Una postergazione, non un'esclusione: l'inderogabilità dell'ordine di imputazione delle perdite alle poste del patrimonio netto, fa sì che la perdita in ipotesi prodotta dalla restante gestione, imputata prioritariamente alla quota della riserva da accantonamento utili di pertinenza della medesima gestione, dovrebbe in ogni caso incidere sulla corrispondente quota della stessa di pertinenza delle azioni correlate, prima di poter essere imputata ad una riserva di grado superiore. E lo stesso vale per ogni riserva di ciascun grado.

Ne consegue che la scomposizione e specifica destinazione alle azioni correlate anche di una quota di tutte le riserve del patrimonio netto, non impedirebbe alla

perdita in ipotesi di ammontare tale da non poter essere completamente assorbita dalle riserve (per legge utilizzabili nell'assorbimento dei risultati negativi della gestione sociale) e, dunque, incidente sul capitale sociale, di gravare su tutte le azioni secondo l'ordinario criterio proporzionale (ossia in proporzione alla quota di capitale rappresentata).

Una postergazione nelle perdite- nel senso chiarito- potrebbe tuttavia prevedersi anche con riferimento al capitale, ottenendosi per questa via che le perdite incidenti sul capitale- per la corrispondente misura- gravino prioritariamente sulle azioni correlate (direttamente o di riflesso) ai risultati della gestione che le ha originate.

Si tratterebbe anche in questo caso di un privilegio del tutto particolare, qualitativo e non quantitativo. La postergazione, infatti, potrebbe in concreto giovare ora all'una ora all'altra delle categorie azionarie, a seconda dell'origine della perdita accertata.

La postergazione in discorso potrebbe essere riferita anche solo al capitale, restando immutato il meccanismo di imputazione delle perdite sulle poste del patrimonio netto diverse dal capitale.

Anche una correlazione riferita *ex statuto* all'incidenza delle perdite sul capitale sociale, non sarebbe idonea a neutralizzare il pericolo, per gli azionisti correlati, di subire le conseguenze negative di perdite generate dalla restante gestione. La perdita incidente sul capitale in misura superiore alla quota rappresentata dalle azioni ordinarie, infatti, non potrebbe che incidere per la differenza sulle stesse azioni correlate, potendone comportare anche il completo annullamento per effetto di un azzeramento del capitale sociale.

A questo rischio, tra l'altro, non potrebbe porsi rimedio mediante l'imposizione statutaria agli azionisti ordinari dell'obbligo di versare in società quanto necessario per assorbire la perdita per la parte destinata a gravare sulle azioni correlate. Un simile previsione, infatti, contrasterebbe con il principio della limitazione della responsabilità dei soci di società di capitali.

Come si è cercato di evidenziare, dunque, il mancato espresso riferimento a questo o quel diritto, a questo o a quell'aspetto di disciplina, del meccanismo di correlazione comporta l'applicazione della regola organizzativa generale- caratteristica della s.p.a.- della proporzionalità alla quota di capitale rappresentata.

Il rilievo può aiutare l'interprete anche nella soluzione di un altro interessante quesito, che può sorgere nell'esegesi di clausole statutarie mal scritte.

Si vuole far riferimento alla possibilità che lo statuto configuri una categoria azionaria come partecipante agli utili e/o alle perdite in misura correlata ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore, senza tuttavia determinare la misura della correlazione.

Salvo che dall'interpretazione complessiva dello statuto sociale risulti la volontà di riservare in via esclusiva agli azionisti correlati tutti i risultati del settore, la percentuale dei medesimi risultati ad essi spettante può intendersi pari alla misura percentuale del capitale dalle azioni correlate rappresentata.

Esemplificando: si immagini una società Alfa s.p.a. con capitale di 1000, diviso in 100 azioni di cui 50 ordinarie (50%), 25 correlate al settore A (25%), e 25 correlate al settore B (25%). L'utile sociale d'esercizio pari a 100 eventualmente accertato come

prodotto esclusivamente dal settore B dovrebbe essere ripartito tra i soci come segue: 25 (ossia il 25%) alle azioni correlate al settore B, e 75 (ossia la parte restante) alle azioni ordinarie<sup>234</sup>.

Lo stesso criterio dovrebbe seguirsi nella determinazione della misura di incidenza delle perdite prodotte da ciascun settore, con la conseguenza che la perdita d'esercizio pari a (-) 100 eventualmente generata dal settore A dovrebbe incidere sulle azioni correlate al settore A solo per il 25%, mentre la restante parte finirebbe col gravare sulle azioni ordinarie.

### 3. Il diritto alla quota finale di liquidazione

La correlazione in ipotesi riferita *ex statuto* al diritto agli utili e/o all'incidenza delle perdite, non sarebbe di per sé idonea ad estendere il meccanismo parametrico al distinto diritto alla liquidazione finale in sede di scioglimento della società.

La diversa natura giuridica dei diritti, infatti, impedisce che la correlazione del diritto alla liquidazione finale possa ritenersi presunta nel meccanismo di distribuzione divisionale degli utili o di incidenza divisionale delle perdite<sup>235</sup>.

<sup>234</sup> La questione è affrontata anche da: De Biasi, *“Burro e cannoni”*, cit., 825. L'A., che affronta la questione solo con riferimento al diritto alla percezione dei dividendi, perviene ad una distinta soluzione. Per lo stesso, infatti, alle varie classi di azioni spetterebbe “l'utile prodotto dalla rispettiva divisione secondo la proporzione data dal peso di ciascuna classe sul totale del capitale e dalla proporzione degli utili divisionali rispetto all'utile della società”. Per due esempi numerici, si veda la nt. 52 dell'A.

<sup>235</sup> Di diverso avviso: A. Paciello, *Le azioni correlate*, cit., 229, nt. 24, il quale ritiene che il criterio di correlazione debba considerarsi esteso al riparto tra i soci del residuo attivo: *soddisfatti integralmente i creditori, il bilancio finale assegnerà i valori del capitale e della riserva legale in base al criterio unitario di proporzionalità della percentuale di azioni di ciascun socio, mentre il netto residuo sarà imputato alle singole categorie per valori equivalenti alle riserve “destinate” accantonate durante lo svolgimento*

L'eventuale volontà di assicurare agli azionisti correlati delle speciali prerogative-correlate ai risultati del settore tracciato- anche in sede di liquidazione finale del patrimonio sociale, necessiterebbe- dunque- di un'espressa previsione statutaria.

Al riguardo è stata da taluno manifestata un'estrema difficoltà nell'ipotizzare un procedimento di liquidazione che tenga conto dei risultati dell'attività sociale in un determinato settore.

Si è detto, infatti, che gli azionisti correlati (dopo l'integrale soddisfazione della totalità dei creditori sociali) dovrebbero concorrere- secondo le regole ordinarie- con gli altri azionisti per il rimborso dei conferimenti, mentre il meccanismo della correlazione *potrebbe essere rilevante tutt'al più in sede di riparto dell'eventuale residuo netto*<sup>236</sup>.

L'operata distinzione tra rimborso dei conferimenti e assegnazione del residuo risente, probabilmente, dell'annosa questione circa i limiti dell'autonomia statutaria nella configurazione del diritto alla quota finale di liquidazione.

La dottrina tradizionale, infatti, ha per anni preteso di individuare un limite insuperabile nel sostenuto diritto del socio alla *restituzione della quota, quando questa non sia assorbita da perdite*<sup>237</sup>. Diritto, che troverebbe il suo fondamento

---

dell'attività d'impresa.

<sup>236</sup> Così: S. Serafini, *Le azioni correlate e i diritti patrimoniali sui risultati del settore*, cit., 810.

Distingue tra l'assegnazione- da un lato- dei valori del capitale e della riserva legale e- dall'altro- del netto residuo: A. Paciello, cit., 229, nt.24,, già citato in nota precedente.

<sup>237</sup> La tesi è sostenuta da: G. Frè, *Commento all'art. 2348 c.c.*, in Commentario del codice civile Scialoja-Branca, in Società per azioni, artt. 2325-2461, Roma, 1997, 230, di cui le parole riportate in corsivo nel testo. Per l'A., più precisamente, quando "in sede di liquidazione il patrimonio netto della società risulta uguale o superiore al capitale di questa, esso deve venire in ogni modo ripartito fra i soci fino a concorrenza dei conferimenti da questi effettuati". La tesi è sostenuta altresì da: A. Mignoli, *La nozione di categoria e le categorie di azioni ai sensi degli artt. 2348 e 2376 c.c.*, in Riv. dir. comm., 1953, I, 450, nt. 57; nonché, con riferimento alle azioni di risparmio, da: M. De Acutis, *Le azioni di risparmio*, Milano, 1981, 76 nt. 37. Sulla stessa scia, evidentemente, dubita della legittimità di talune concrete clausole statutarie, regolarmente omologate: U. Buzzi, *Azioni privilegiate e azioni speciali*

nell'affermato contrasto con il *requisito dell'esercizio in comune dell'attività*<sup>238</sup>, di statuizioni statutarie per effetto delle quali, in sede di scioglimento, alcuni soci percepiscano *un utile non proveniente dalla gestione sociale, bensì finanziato attraverso l'erosione dei conferimenti degli altri soci*<sup>239</sup>.

Effetto che potrebbe far seguito alla parametrizzazione- per una data categoria azionaria- ai risultati di un determinato settore dell'attività sociale del diritto alla liquidazione finale, intesa come comprensiva anche del rimborso della quota capitale. Potrebbe difatti accadere che, anche in presenza di un attivo di liquidazione astrattamente sufficiente, la speciale liquidazione garantita agli azionisti correlati comporti per gli altri soci la mancata percezione dell'integrale rimborso del conferimento.

La tesi appena riferita, non sembra meritare accoglimento. Essa risulta ampiamente e fondatamente criticata in dottrina, e disattesa nella prassi<sup>240</sup>.

Il momento della liquidazione e della distribuzione tra i soci del suo ricavato non sembra possa essere posto sullo stesso piano di quello dello svolgimento *durante societate* dell'attività sociale. Esso non attiene all'organizzazione, sicché "minore" appare "l'esigenza di un equilibrio tra i soci, e maggiore lo spazio riconoscibile

---

*nella pratica statutaria*, in Riv. Soc. 1959, 885.

<sup>238</sup> Le parole riportate nel testo sono di: M. De Acutis, *Le azioni di risparmio*, cit., 77 nt. 41.

<sup>239</sup> La situazione che si verrebbe a determinare, per cui un socio, a seguito della liquidazione di una società in perdita, riceverebbe una somma superiore all'entità del proprio conferimento è, dallo stesso A., definita aberrante: M. De Acutis, *Le azioni di risparmio*, cit., 114, nt. 154.

<sup>240</sup> Evidenzia, già molto tempo prima dell'entrata in vigore della riforma, la diffusione di azioni privilegiate aventi diritto ad una percentuale dell'intera somma risultante dalla liquidazione, dopo il pagamento di tutte le passività sociali, superiore alla percentuale che essi rappresentano dell'intero capitale sociale: U. Buzzi, *Azioni privilegiate e azioni speciali nella pratica statutaria*, in Riv. Soc. 1959, 885, nt. 18.



all'autonomia privata e statutaria"<sup>241</sup>.

L'art. 2350 c.c., nel consentire all'autonomia statutaria di derogare al criterio proporzionale in favore di speciali categorie di azioni, fa riferimento al "patrimonio netto risultante dal patrimonio", senza operare alcuna distinzione tra il rimborso del valore nominale delle azioni e l'assegnazione del residuo. Né una simile distinzione, eventualmente operata dall'interprete, avrebbe particolare senso, considerato che il valore nominale delle azioni può essere diverso dal valore dei conferimenti, per il versamento di sovrapprezzi diversi, o per l'avvenuto ricorso al meccanismo dell'assegnazione di azioni non proporzionale ai conferimenti<sup>242</sup> (ai sensi dell'art. 2346, IV co. c.c.). Essa sembra piuttosto evocare l'idea, oramai ampiamente superata, del capitale sociale quale proprietà dei soci, alla cui restituzione essi avrebbero diritto una volta conclusa l'avventura societaria<sup>243</sup>.

Una volta riconosciuta l'ammissibilità di clausole statutarie attuanti una parametrizzazione ai risultati di un determinato settore dell'attività sociale, del diritto alla liquidazione finale in sede di scioglimento della società, non resta che interrogarsi sulle possibili configurazioni del diritto<sup>244</sup>.

Al riguardo- ed a titolo esemplificativo- sembra configurabile un diritto alla quota

<sup>241</sup> Le parole in corsivo nel testo sono di: C. Angelici, *sub art. 2350*, in *Le azioni. Artt. 2346-2356*, in Il codice civile. Commentario diretto da Schlesinger, Milano, 1992.

<sup>242</sup> Come evidenziato da: P. Sfameni, *sub art. 2350*, cit., 287, il riconoscimento di un diritto di priorità sul netto di liquidazione potrebbe, date certe condizioni, potrebbe trovare piena giustificazione nella volontà di bilanciare una assegnazione delle azioni non proporzionale alla quota di conferimento versata da determinati soci.

<sup>243</sup> Idea che aveva condotto parte della dottrina a ritenere che ai soci spettasse la restituzione in natura dei beni conferiti, ma che contrasta con l'autonomia patrimoniale della società nonché con la dinamicità dell'attività d'impresa.

<sup>244</sup> Unico limite imposto all'autonomia statutaria resta quello del divieto del patto leonino. Per evitare di incorrere nella sua violazione, tuttavia, può considerarsi sufficiente la potenziale partecipazione di tutti i soci alle perdite.

finale di liquidazione:

- commisurato, in termini assoluti o percentuali, al valore contabile degli elementi patrimoniali del settore, eventualmente asserviti *ex statuto* alla gestione del medesimo;
- da calcolarsi tenendo conto di quanto ottenuto dalla liquidazione dei beni strumentali al settore tracciato, eventualmente asserviti *ex statuto* alla gestione del medesimo<sup>245</sup>;
- commisurato alla relativa capitalizzazione di borsa al momento dello scioglimento della società, in caso di azioni correlate quotate;
- commisurato al rapporto tra il valore contabile del settore ed il valore contabile dell'intera società prima della liquidazione;
- da calcolarsi tenendo conto di eventuali riserve destinate al settore e non distribuite prima della liquidazione ovvero di perdite di competenza del settore accumulate prima della liquidazione.

A fronte di clausole che- ai fini del calcolo del diritto di liquidazione finale

---

<sup>245</sup> Ritiene che l'azionista correlato possa, anche in mancanza di un'espressa previsione statutaria, avanzare pretese sui beni del segmento, *in quanto quei beni, destinati peraltro ad essere ceduti e trasformati in danaro, rappresentano il valore del netto residuo conclusa la liquidazione dei creditori e altro non sono che gli utili dell'intera gestione* (settoriale): A. Paciello, *Le azioni correlate*, cit., 230 nt.24. L'opinione non può essere condivisa. La mera correlazione del diritto agli utili, ovvero di altro diritto patrimoniale, ai risultati di un determinato settore- come evidenziato nella parte iniziale del presente lavoro- non comporta alcuna destinazione, né dei beni conferiti dagli azionisti correlati, né di quelli che eventualmente incrementino successivamente il patrimonio del settore. Essi restano beni sociali come qualunque altro, necessitando una eventuale destinazione- necessariamente con efficacia interna se non si vuole fuoriuscire dall'istituto- in esclusivo favore della gestione settoriale (*durante societate*) e/o dei soci correlati (in sede di liquidazione finale), di un'espressa previsione statutaria.

dell'azionista correlato- facciano riferimento, in un modo o in un altro, al valore del settore tracciato, rilevanti problemi applicativi possono, poi, porsi all'interprete, ove, ad esempio, si tratti di stabilire se nella determinazione del valore del settore tracciato debba o non tenersi conto di eventuali utili arretrati obbligatori (per il riconosciuto diritto alla percezione automatica di una quota dividendo) o cumulativi (per il riconosciuto diritto al cumulo con dividendi prodotti ma non distribuiti negli esercizi precedenti a causa delle perdite generate dalla restante gestione).

Al riguardo, trattandosi di diritti subordinati al verificarsi di un evento condizionale impedito dallo scioglimento della società, questi non sembra possano- in mancanza di un'espressa previsione statutaria- ritenersi rientranti nel calcolo del valore del settore.

Problemi solo in parte analoghi a quelli appena affrontati, si pongono per la determinazione del valore da liquidare agli azionisti correlati in caso di scioglimento del singolo rapporto sociale in seguito a recesso.

La correlazione in ipotesi statutariamente riferita a questo o quel diritto patrimoniale, finanche alla liquidazione finale in sede di scioglimento della società, non sarebbe di per sé idonea ad estendere, il meccanismo parametrico al distinto diritto alla liquidazione in seguito a recesso.

Anche in tal caso, infatti, la diversa natura giuridica dei diritti, nonché della situazione sociale, impedisce che la correlazione- ai risultati del settore- della liquidazione spettante al recedente possa ritenersi presunta.<sup>246</sup>

---

<sup>246</sup> Di diverso avviso: A. Paciello, *Le azioni correlate*, cit., 231, nt. 24, il quale ritiene che il titolare di

L'eventuale volontà di assicurare agli azionisti correlati che recedano (in tutto o in parte) dalla società, una liquidazione speciale- correlata ai risultati del settore tracciato- necessiterebbe, ancora una volta, di un'espressa previsione statutaria, sulla cui ammissibilità è necessario tuttavia interrogarsi.

La problematica sembra debba essere affrontata distinguendo a seconda che le azioni correlate siano o non quotate.

Per le società non quotate il legislatore contempla, certamente, accanto ad un criterio legale (art. 2437 ter, II co. c.c.)- che impone si tenga conto della consistenza patrimoniale *della società* e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato<sup>247</sup> delle azioni- un criterio convenzionale (IV co.), ammettendo che lo statuto stabilisca criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione, indicando gli elementi dell'attivo e del passivo del bilancio che possono essere rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio, unitamente ai criteri di rettifica, nonché altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione.

La disposizione (IV co.) va letta ed interpretata unitamente al disposto dell'art. 2437, ultimo comma, c.c. , che sancisce la nullità di ogni patto volto ad escludere o rendere più gravoso l'esercizio del diritto di recesso nelle ipotesi cd. inderogabili di recesso di cui all'art. 2437, primo comma, c.c.

---

azioni correlate che eserciti il diritto di recesso, anche in assenza di un'espressa previsione normativa, "dovrebbe vedersi riconosciuto un diritto di partecipazione ai risultati, *rectius* alla consistenza patrimoniale del comparto e delle sue prospettive reddituali".

L'aspetto risulta, invece, trascurato dagli altri autori che si sono occupati dello strumento finanziario in discorso.

<sup>247</sup> La dottrina ritiene, pare opportuno precisare, che perché non si ricada nell'ipotesi del III co. debba trattarsi di mercato non regolamentato.

Dalla lettura combinata delle due norme può, con tutta tranquillità, evincersi l'ammissibilità di clausole di correlazione ai risultati del settore tracciato- comunque ideate- riferite alla liquidazione spettante nelle ipotesi di recesso diverse da quelle inderogabili.

Più approfondite considerazioni devono, invece, svolgersi in ordine alle ipotesi di recesso cd. inderogabili.

Una prima (e superficiale) lettura potrebbe indurre a limitare la portata innovativa dell'art. 2437 co.4 c.c., ritenendo ammissibili- per le ipotesi di recesso cd. inderogabili- esclusivamente previsioni pattizie più vantaggiose per il socio recedente<sup>248</sup>. E, per questa strada, potrebbe giungersi ad escludere l'ammissibilità di criteri statuari di parametrizzazione ai risultati di un settore dell'attività sociale, in quanto criterio in suscettibile d'essere qualificato in assoluto ed *a priori* come più vantaggioso di quello legale. Il meccanismo della correlazione, infatti, come più volte evidenziato, presenta un elevato grado di aleatorietà, potendo volgersi, a seconda dei risultati di ciascun comparto, tanto a vantaggio quanto a svantaggio degli azionisti correlati.

Approfondendo l'indagine, tuttavia, non può non rilevarsi che per qualsivoglia criterio di valutazione risulta estremamente difficile- se non impossibile- una valutazione *a priori* in termini di vantaggiosità o non per il futuro recedente.

Ogni criterio di valutazione della quota da liquidare può risultare oggi vantaggioso, domani svantaggioso, dipendendo l'elevata imprevedibilità degli effetti dalla

---

<sup>248</sup> In questo senso: A. Paciello, *sub art. 2437 ter*, in Società di capitali a cura di Niccolini-Stagno D'Alcontres, vol. 2, 1129.

situazione congiunturale esistente nel momento in cui se ne faccia applicazione.

Ciò che sembra potersi evincere da una lettura combinata degli artt. 2437 ult. co e 2437 ter IV co., c.c., allora, è piuttosto l'impossibilità di adottare- per le ipotesi di recesso cd. inderogabili- criteri statuari programmaticamente diretti a conseguire una valutazione della quota da liquidare inferiore a quella che si otterrebbe applicando il criterio legale<sup>249</sup>.

La correlazione al settore tracciato in ipotesi statuariamente riferita al criterio di determinazione della liquidazione spettante in caso di recesso, dunque, può considerarsi- entro questi limiti- pienamente legittima. Né costituisce un ostacolo a tale conclusione la possibilità di pervenire, in concreto, a valutazioni differenziate per le diverse categorie di azioni relative alla medesima società: il generico riferimento della norma agli *altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione*, infatti, consente di ritenere ammissibili criteri statuari in deroga a quelli legali che includano, tra gli elementi oggetto di apprezzamento, dati non risultanti dal bilancio e diversamente riferibili a ciascuna categoria azionaria, come i particolari diritti in ciascuna di esse incorporati.

Per le società quotate, invece, non può non notarsi che il criterio legale (art. 2437 ter, III co. c.c.)- imponendo che si faccia *esclusivo* riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura dell'ultimo semestre- appare di per sé già idoneo a garantire una liquidazione rappresentativa del valore del comparto in ipotesi tracciato, lasciando tuttavia aperti dei seri dubbi circa la sua derogabilità e sostituibilità con criteri

---

<sup>249</sup> In questo senso: Galletti, *sub art. 2437 ter - criteri di determinazione del valore delle azioni*, in Nuovo diritto societario diretto da Maffei Alberti, vol. 2, 1595.

statutari che mirino a realizzare la correlazione in parola con meccanismi diversi.

Al riguardo, dal termine *esclusivo* si è da taluno voluto trarre argomento per escludere la possibilità che lo statuto delle società quotate preveda deroghe al criterio legale dettato per la valutazione delle azioni del recedente<sup>250</sup>.

L'elemento interpretativo, tuttavia, non è- evidentemente- inattaccabile, potendo una diversa ricostruzione esegetica della lettera della norma far propendere per l'opposta conclusione della riferibilità del quarto comma dell'art 2437 ter c.c. anche alle società quotate.

La portata del termine *esclusivo* potrebbe riferirsi ed esaurirsi nell'ambito del criterio legale, nel senso che, ove applicato, esso sarebbe in suscettibile di integrazioni, ferma restando la possibilità di derogarvi con la previsione statutaria di un criterio di valutazione alternativo. Per effetto dello stesso, in altre parole, risulterebbe soltanto limitata (e non esclusa) la riferibilità, alle società quotate, dell'art. 2437 co. 4. c.c.: a queste risulterebbe riferibile soltanto la prima parte della norma, che ammette la previsione statutaria di criteri alternativi a quelli legali (come chiarito, non necessariamente più favorevoli). Esclusa sarebbe, dunque, solo la possibilità di modificare la valutazione legale prevedendo criteri che ad essa si aggiungano con funzione integrativa<sup>251</sup>.

<sup>250</sup> In questo senso: S. Carmignani, *sub art. 2437 ter*, in Riforma delle società diretto da Sandulli-Santoro, vol.2, 892; G.V. Califano, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2010, 89 e 108 ss.; Iovenitti, *Il nuovo diritto di recesso: aspetti valutativi*, in Riv. soc. 2005, 474; Stella Richter, *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in Riv. dir. comm., 2004, vol. 1, 399 ss.; Annunziata, *Commento agli artt. 2437-2437 quinquies*, in Commentario alla riforma delle società a cura di P.Marchetti-L.A.Bianchi-F.Ghezzi-M.Notari, Milano, 2005, 101 ss.

<sup>251</sup> Contesta l'argomento letterale: M. Ventoruzzo, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso*, in Riv. soc. 2005, 422.

All'argomento letterale, i sostenitori più attenti della tesi dell'inderogabilità- nelle società quotate- del criterio di liquidazione stabilito *ex lege*, hanno aggiunto, poi, argomenti basati ora sulla conoscibilità del valore delle azioni da parte del recedente (arg. a contrario dal disposto dell'art. 2437 ter co.5 c.c.), ora sulla- sostenuta- necessaria certezza del prezzo del recesso. Argomenti, anche questi superabili, notando, da un lato, che la preventiva conoscibilità da parte del recedente del valore delle azioni potrebbe essere assicurata tanto in via convenzionale, quanto- in mancanza- in via analogica ricorrendo alla disciplina dettata con riferimento alle società non quotate (il richiamato art. 2437 ter co.5 c.c.), e , dall'altro, che anche un criterio statutario sostitutivo di quello legale potrebbe garantire un automatismo del calcolo idoneo ad escludere tanto la necessità di una preventiva comunicazione al socio, quanto ogni paventata incertezza applicativa ed arbitraggio tra recesso e cessione delle azioni sul mercato<sup>252</sup>.

Ragioni legate al sistema della disciplina delle società quotate e con l'esigenza di buon funzionamento dei mercati, tuttavia, possono indurre a far rientrare dalla porta quell'inderogabilità che si credeva uscita dalla finestra<sup>253</sup>, ovvero ad optare per una *soluzione articolata* che, distinguendo tra i criteri statuari in astratto ideabili, neghi conformità alla legge solo a quelli *in grado di determinare effetti "perversi" incompatibili con la disciplina delle società quotate e dei mercati finanziari e le finalità*

<sup>252</sup> M. Ventrizzo, cit., 423 ss. Per la tesi che esclude l'inderogabilità del criterio legale nelle società quotate, si vedano, altresì: De Nova, *Il diritto di recesso parziale nella nuova società a responsabilità limitata*, in Riv. dir. priv. 2004, II, 335; Santosuosso, *La riforma del diritto societario. Autonomia privata enorme imperativa nei dd. Lgs. 17 gennaio 2003, nn.5 e 6*, Milano, 2003, 82; R. Rordorf, *Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la riforma*, in *Le società 2003*, vol 7, 929.

<sup>253</sup> È questa la posizione di: Annunziata, cit., 103, nt 3.



*che li ispirano*<sup>254</sup>.

Ragionandosi nel senso da ultimo indicato, dovrebbe ammettersi, anche con riferimento alle azioni correlate in ipotesi emesse da società quotate, la previsione pattizia di criteri di liquidazione (diversi da quello legale) correlati ai risultati del settore tracciato purché in concreto gli stessi *non conducano a valutazioni sistematicamente superiori o inferiori ai prezzi di mercato con le conseguenze che ne possono discendere in termini di arbitraggio tra recesso e cessione delle azioni sul mercato*<sup>255</sup>. La conclusione, tuttavia, impone nella prassi una particolare cautela, considerate le incertezze dottrinali che tuttora circondano la questione.

Natura imperativa, e perciò non derogabile, deve invece in ogni caso riconoscersi alla normativa regolante il procedimento di liquidazione (art. 2437 quater c.c.), in quanto predisposta dal legislatore con l'evidente scopo di salvaguardare, nel massimo grado possibile, l'integrità del capitale sociale e l'interesse dei creditori sociali.

---

<sup>254</sup> La citata soluzione intermedia si deve a: M. Ventoruzzo, cit., 425.

<sup>255</sup> M. Ventoruzzo, cit., 425, nt. 278, ove l'A. precisa, altresì, che "l'esistenza di un prezzo di mercato consentirebbe di individuare, in deroga al criterio legale rappresentato dalla media aritmetica dei prezzi del semestre, criteri di liquidazione delle azioni in caso di recesso (quasi) certamente penalizzanti o vantaggiosi rispetto all'alternativa della cessione delle azioni sul mercato.(...) Siffatte previsioni potranno considerarsi invalide (...)".

#### 4. I diritti patrimoniali “diversi”

Come più volte evidenziato, la mancanza di una separazione patrimoniale del comparto, e la conseguente sottoposizione alla disciplina dell'art. 2433 c.c. dei risultati positivi dallo stesso prodotti, rendono le azioni correlate uno “strumento di investimento selettivo imperfetto”<sup>256</sup>.

La volontà negoziale di rafforzare l'aspettativa degli azionisti correlati di un rendimento periodico indicizzato sui risultati del settore, sembra possa passare oltre che- come si è visto- per l'ideazione di clausole statutarie dirette ad accentuare la separazione virtuale tra i comparti dell'attività sociale, altresì attraverso la configurazione di particolari diritti patrimoniali diversi dal tipico diritto agli utili.

Che possano essere collegati alle partecipazioni azionarie diritti patrimoniali diversi da quelli tipici agli utili ed alla quota finale di liquidazione, è pacifico in dottrina, risultando desumibile- tra l'altro- da talune espresse disposizioni di legge<sup>257</sup>. E, come più volte evidenziato, che la correlazione, in particolare, possa essere statutariamente riferita, ex art 2350 II co.c.c, anche a diritti patrimoniali diversi da quelli tipici, sembra potersi desumere dalla stessa lettera della norma, che si riferisce a “diritti patrimoniali” senza operare alcuna distinzione nell'ambito dell'ampio *genus*.

Potrebbe, allora, ipotizzarsi l'attribuzione agli azionisti correlati di diritti patrimoniali diversi, aventi ad oggetto- piuttosto che una quota degli utili di bilancio distribuibili-

---

<sup>256</sup> S. Serafini, cit., 811.

<sup>257</sup> Si rinvia al combinato disposto degli artt. 2340 e 2341 c.c., da cui si ricava la possibilità di attribuire ai soci fondatori (e non ai promotori), benefici (anche patrimoniali) diversi da una partecipazione agli utili sociali distribuibili.

una somma di danaro da determinarsi in base ai risultati del settore tracciato risultanti dal relativo rendiconto.

Da una simile previsione statutaria deriverebbe, in capo ai titolari di azioni correlate, un diritto di credito verso la società, destinato a perfezionarsi con il solo accertamento di un utile settoriale, cui corrisponderebbe, per quest'ultima, un costo d'esercizio, con la non trascurabile conseguenza che:

- a) il rendimento periodico degli azionisti correlati dovrebbe essere calcolato su tutti gli utili settoriali risultanti dal relativo rendiconto, senza subire alcuna compressione dalla formazione di riserve o da altri impieghi dell'utile in ipotesi deliberati dall'assemblea;
- b) lo stesso rendimento periodico dovrebbe essere calcolato sugli utili settoriali anche in mancanza di utili d'esercizio sociali (ovvero in presenza di utili d'esercizio sociali di minore ammontare) eventualmente causata dalla chiusura in perdita della restante gestione, e la sua corresponsione in favore degli azionisti correlati sarebbe dovuta anche ove si fosse verificata (negli esercizi precedenti) una perdita del capitale sociale (portata a nuovo) senza che lo stesso sia stato reintegrato o ridotto in misura corrispondente.

La soluzione statutaria ipotizzata, necessita, tuttavia, di alcune importanti precisazioni.

- a) Innanzitutto, perché non si fuoriesca dalla fattispecie disciplinata all'art. 2350 co.2 c.c., ritengo sia necessario che il diritto patrimoniale diverso, oggetto di

correlazione ai risultati del settore tracciato, sia:

- incorporato nell'azione (in modo da risultare monetizzabile attraverso l'azione medesima);
- e derivante dallo stesso rapporto sociale;

con la conseguenza che non sarebbe qualificabile come azione correlata, per gli effetti di cui all'art. 2350 Il co. c.c., l'azione fornita di un diritto patrimoniale "diverso" parametrato ai risultati di un determinato settore dell'attività sociale avente la propria fonte in un autonomo e distinto contratto, ed, eventualmente, incorporato in uno strumento finanziario (all'azione) collegato.

La specialità che connota una determinata categoria azionaria, infatti, non può discendere da caratteristiche esteriori, bensì solo dalla diversità di uno o più dei diritti incorporati nelle azioni<sup>258</sup>, mentre il collegamento negoziale in ipotesi esistente tra il contratto sociale e l'autonomo contratto attributivo del diritto patrimoniale correlato ai risultati di un determinato settore dell'attività sociale, non sarebbe sufficiente a negare l'esistenza tra socio e società di due autonomi rapporti<sup>259</sup>, uno dei quali vedrebbe il socio in posizione di terzietà

<sup>258</sup> Si veda la differenza tra *categorie(aktiengattungen)* e *tipi di azioni (aktienarten)* operata da: A. Mignoli, *Le assemblee speciali*, cit., 65 ss.

<sup>259</sup> Trattasi di una vicenda analoga a quella che caratterizza, secondo la tesi oggi prevalente, la cd. multiproprietà azionaria, per la quale si rinvia a: Cass. 10.5.97, n.4088, in *Le società*, 1997, 1276, nonché : M. Confortini, *La multiproprietà azionaria al vaglio della Cassazione*, in *Riv. dir. priv.*, 1998, 127 ss.

L'autonomia dei due rapporti-sia pure tra loro collegati- che dottrina e giurisprudenza rinvencono nella fattispecie della cd. multiproprietà azionaria- tra socio e società, comporta l'inapplicabilità al rapporto di multiproprietà della disciplina societaria. La circostanza consente alla configurazione della multiproprietà azionaria come la combinazione di due autonomi contratti cui discendono due autonomi

rispetto all'organizzazione sociale<sup>260</sup>.

Dall'autonomia dei due rapporti-sia pure tra loro collegati- tra socio e società, non può che derivare l'inapplicabilità al rapporto extrasociale della disciplina societaria, e, dunque, in particolare, l'inapplicabilità diretta della disciplina informativa di cui all'art. 2350 co.2 c.c.

Né sembra sostenibile un'applicazione analogica della normativa citata, per mancanza dell'*eadem ratio*: assumendo l'azionista, in virtù dell'autonomo rapporto extrasociale, la posizione di terzo -infatti – non sorgerebbe quell'esigenza di tutela dei soci cui rispondono gli obblighi informativi contemplati dalla legge. La natura extrasociale del diritto, e la qualità di terzo del socio, insomma, renderebbero la vicenda uguale a quella che potrebbe derivare da un qualunque rapporto di credito-debito tra un qualsiasi terzo estraneo e la società<sup>261</sup>.

---

rapporti, di risultare esente dai numerosi rischi di invalidità- in particolare collegati al divieto di cui all'art. 2256 c.c.- che accompagnano invece la diversa ricostruzione che risolve il diritto del multiproprietario azionista nel vincolo societario e ravvisa nell'azione acquistata dall'utilizzatore del bene un titolo che incorpora (anche) il diritto di godimento ternario del bene.

<sup>260</sup> Non si ritiene, pertanto di poter condividere la posizione di: S. Serafini, cit., 811 ss, che propone come soluzione alternativa la creazione in capo al socio di due autonomi rapporti, uno sociale ed uno di "cointeressenza priva di apporto con esclusione delle perdite". Per l'A. "la caratterizzazione dei diritti patrimoniali correlati come diritti soggettivi che derivano dalla cointeressenza agli utili di un determinato settore di attività della società non esclude la qualificazione come categoria di azioni, intendendosi con tale espressione ogni serie di azioni, omogenee per contenuto- ossia munite dei medesimi diritti-, che presenti caratteristiche difformi da quelle di altra serie. Infatti, seppure i diritti di cointeressenza costituiscono diritti soggettivi individuali, le azioni correlate ad un medesimo settore rappresentano una serie ripetibile di strumenti di partecipazione sociale caratterizzata da diritti omogenei nel contenuto". Considerazioni che inducono l'A. a ritenere che agli azionisti correlati, in tale ipotesi, spettino "sia gli strumenti di tutela previsti per l'associazione in partecipazione-cui rinvia l'art. 2554 c.c. relativo alla cointeressenza-, sia lo strumento di tutela previsto dall'art. 2376 c.c. (...)"

<sup>261</sup> L'autonomia dei due rapporti- pare opportuno precisare- non impedirebbe, tuttavia, per la sussistenza del menzionato collegamento negoziale, l'inserimento di alcuni degli elementi della complessa fattispecie nell'uno o nell'altro degli atti costitutivi di detti rapporti, che devono, pertanto, ritenersi, qualora ciò si verifichi, pienamente validi. Nello stesso senso, con riferimento alla cd. multiproprietà azionaria: Cass. 10.5.97, n.4088, in *Le società*, 1997, 1276.

b) In secondo luogo, non comportando l'attribuzione di un diritto patrimoniale *diverso*- del tipo qui descritto- una partecipazione agli utili (se non, al limite, *in senso improprio*)- in quanto, come accennato, per la società non si tratterebbe di un impiego degli utili ma, piuttosto, di una spesa- agli stessi azionisti correlati dovrebbe essere riconosciuta comunque una *partecipazione agli utili in senso proprio* per non incorrere nel divieto del patto leonino<sup>262</sup>.

Da quanto in ultimo rilevato deriva- certo- la potenziale maggior gravosità (per la società) di un meccanismo inteso a garantire un rendimento periodico correlato ai risultati di un determinato settore mediante il riferimento della correlazione ad un diritto patrimoniale diverso da quello agli utili<sup>263</sup>.

Il rilevato meccanismo di operatività dei diritti patrimoniali diversi dal diritto al dividendo, può rendere utile la loro previsione e regolamentazione statutaria, non solo- come detto- per fornire le azioni correlate di un rendimento periodico calcolato sulla base dei risultati del settore (in alternativa alla correlazione riferita al diritto agli utili), ma anche per rafforzare il diritto sugli utili settoriali (nel caso in cui la correlazione fosse riferita al tipico diritto agli utili).

La società, per esempio, potrebbe attribuire alle azioni correlate il diritto a

---

<sup>262</sup> Per la distinzione tra partecipazione in senso proprio e partecipazione in senso improprio si veda: A. Mignoli, *Le "partecipazioni agli utili" nelle società di capitali*, Milano, 1966., 3. L'A. affronta, in particolare, la tematica della partecipazione agli utili di prestatori di lavoro, amministratori, soci fondatori, soci promotori, ed obbligazionisti partecipanti, denunciando l'equivocità della nozione causata dall'impiego che il legislatore ne fa con riferimento a fattispecie eterogenee.

<sup>263</sup> Tra le soluzioni statutarie riconducibili a tale meccanismo vi è in particolare, e tra gli altri, quello cui si è fatto più volte cenno in tema di *subsidiary tracking shares* con clausola di eterodestinazione degli utili della *subsidiary company*. Il diritto patrimoniale diverso in tal caso riconosciuto alle azioni correlate, non deriverebbe da un distinto ed autonomo contratto, ma pur sempre dal contratto sociale: autonomo è – piuttosto- il rapporto contrattuale tra controllante e controllata (o partecipante e partecipata) in virtù del quale è realizzata l'eterodestinazione degli utili prodotti dalla seconda in favore dei soci (correlati) della prima.

percepire una somma da calcolarsi sui risultati del settore in mancanza di utili sociali distribuibili: la previsione potrebbe costituire una valida alternativa alla clausola di cumulo degli utili arretrati in quanto, senza rinviare agli esercizi successivi la (eventuale) percezione di utili arretrati, all'azionista correlato sarebbe garantita una soddisfazione immediata con il pagamento di una somma non a titolo di utili, ma ad altro titolo.

In entrambi i casi il riconoscimento del diritto alla corresponsione di una somma non costituente un dividendo potrebbe (ma non sembra affatto necessario) essere accompagnato dall'individuazione delle risorse finanziarie cui la società intenda attingere per soddisfare il diritto. Le modalità statutariamente ideabili sono varie, potendosi, ad esempio: a) disporre la costituzione di una riserva *ad hoc*, da cui prelevare le somme da versare agli azionisti correlati (in ogni esercizio nel primo caso, solo in quelli in cui risultasse necessario nel secondo caso); b) destinare allo stesso fine una o più riserve già esistenti nel patrimonio netto della società, nei limiti in cui ne sia per legge riconosciuta la distribuibilità. Così prevedendosi, tuttavia, la somma risulterebbe versata agli azionisti correlati a titolo di distribuzione riserve, mentre in mancanza di tali previsioni statutarie, riconoscendosi un diritto da soddisfare a prescindere dalla presenza di riserve distribuibili, le stesse somme sarebbero versate a titolo di adempimento di un vero e proprio debito. In tale ultimo caso è innegabile che la remunerazione dovuta alle azioni correlate colorerebbe queste di aspetti tipici dei titoli obbligazionari (la

remunerazione dovuta avrebbe la natura di interesse), senza con ciò, tuttavia, farne venir meno la natura di partecipazioni sociali: l'apporto sarebbe comunque fatto a titolo di conferimento, e la quota di capitale conferita sarebbe comunque esposta al rischio d'essere erosa da perdite.

Il riferimento della clausola parametrica ad un diritto patrimoniale diverso (da quello agli utili o alla liquidazione finale), può risultare particolarmente utile anche per regolare le possibili future vicende traslative, modificative o estintive del settore tracciato.

Si pensi alla clausola che attribuisca agli azionisti correlati il diritto alla corresponsione di una somma di danaro pari all'intero ricavo (ovvero ad una sua percentuale) dell'eventuale vendita del ramo d'azienda in cui consista il settore tracciato; alla clausola che attribuisca agli azionisti correlati, per il caso di conferimento del ramo d'azienda in altra società, il diritto alla distribuzione di tutte o parte delle azioni emesse dalla società conferitaria (in entrambi i casi, dunque, un diritto patrimoniale diverso da quelli tipici, sottoposto a condizione sospensiva)<sup>264</sup>.

A regolare tali vicende, tuttavia, diritti patrimoniali di questo genere sarebbero da soli insufficienti ogni qualvolta la vicenda renda improseguibile l'attività settoriale, impedendo la sopravvivenza della categoria.

---

<sup>264</sup> In alternativa lo statuto potrebbe regolare le medesime vicende mediante il riconoscimento del diritto al pagamento di un *dividendo straordinario*, in danaro o in natura (ad es. azioni della società conferitaria o beneficiaria), parametrato- in termini assoluti o percentuali- al ricavo della cessione. Ove qualificato come diritto ad un dividendo straordinario- piuttosto che come diritto patrimoniale diverso-però, la soddisfazione in concreto degli azionisti correlati resta sempre subordinato alla presenza dei presupposti per la distribuzione di dividendi ex art. 2433 c.c.



Il trasferimento o l'estinzione dell'intero settore tracciato, infatti, costituiscono vicende idonee a far venir meno la ragione stessa dell'esistenza delle azioni correlate. Esse, pertanto, rendono necessaria- anche e soprattutto- la regolamentazione statutaria della loro stessa sorte.

A tal fine possono soccorrere- come emerge dall'ampio impiego fattone nella prassi- *diritti misti*, patrimoniali ed amministrativi ad un tempo, quali il diritto di recesso, il diritto al riscatto, ed il diritto di conversione (quest'ultimo, come chiarito nel primo capitolo, da intendersi come rimedio legale di natura residuale, da attuarsi in mancanza di una tutela alternativa di fonte statutaria)<sup>265</sup>.

## 5. Le vicende traslative, modificative ed estintive del settore tracciato

Particolare approfondimento merita, tra i rimedi suscettibili di regolare il destino delle azioni correlate in seguito alla realizzazione di vicende comportanti il trasferimento, la modificazione, o l'estinzione- in tutto o in parte- del settore tracciato<sup>266</sup>, la convertibilità delle stesse in un'altra categoria azionaria.

La conversione- oltre a rappresentare, secondo l'impostazione esegetica qui

---

<sup>265</sup> Questi ultimi, poi, possono essere variamente combinati con i diritti patrimoniali diversi di cui si è anzidetto.

<sup>266</sup> Il riferimento operato- qui come nel prosieguo- alle vicende comportanti il trasferimento, la modificazione o l'estinzione del settore tracciato deve intendersi comprensivo delle vicende traslative, modificative ed estintive della partecipazione nella controllata (tracciata) detenuta dalla società emittente *subsidiary tracking shares*.

assunta, rimedio legale residuale destinato ad essere attuato in mancanza di ogni espressa previsione statutaria- costituisce, difatti, lo strumento cui l'autonomia statutaria ha più frequentemente fatto ricorso nella prassi straniera per regolare le vicende in discorso<sup>267</sup>.

Relativamente alla competenza a decidere la conversione, non mutuabili dalla prassi d'oltreoceano devono considerarsi le previsioni statutarie che rimettano alla totale discrezionalità dell'organo amministrativo la decisione circa il rimedio da attuare in concomitanza di atti dispositivi del settore tracciato. Tale scelta, infatti, incidendo sui diritti incorporati nelle partecipazioni correlate, deve essere compiuta a livello statutario (all'unanimità, dunque, ove operata in sede costitutiva, ovvero con le formalità, le maggioranze e le garanzie dell'assemblea straordinaria ove operata nel corso della vita della società), soccorrendo, in mancanza, l'opzione legislativa per la conversione quale rimedio di *default*.<sup>268</sup>.

---

<sup>267</sup> Nella prassi statunitense delle *tracking stocks* la conversione in azioni ordinarie è generalmente riferita alle operazioni implicanti la cessione o cessazione dell'attività del settore tracciato, ovvero ai casi di ammissione o esclusione dei titoli settoriali dalla quotazione in mercati regolamentati, od anche alle ipotesi di mancato raggiungimento di prefissati obiettivi reddituali riferiti al medesimo settore. Non solo, quindi, a vicende naturalmente incompatibili con la prosecuzione dell'attività settoriale, ma anche a vicende idonee ad incidere in vario modo sulle prerogative finanziarie dell'investimento sottostante la sottoscrizione (o l'acquisto) di azioni correlate.

<sup>268</sup> Possono, invece, considerarsi riproducibili, nel nostro ordinamento giuridico, previsioni statutarie dirette a subordinare all'approvazione od all'autorizzazione dell'assemblea speciale degli azionisti correlati, l'efficacia delle decisioni dell'organo amministrativo in merito ad atti dispositivi del settore, così come quelle che- senza incidere sul procedimento decisionale degli atti dispositivi dell'attività settoriale- vincolino l'organo amministrativo in ordine alle ragioni ed al tempo delle decisioni medesime.

Previsioni di tal genere, infatti, costituirebbero *limitazioni volontarie ai poteri degli amministratori*, valide sia pure- ai sensi dell'art. 2384, secondo comma, c.c.- non opponibili ai terzi (anche se pubblicate, e salvo che si provi che questi abbiano intenzionalmente agito a danno della società).

Al riguardo pare opportuno precisare che, riferendosi il secondo comma dell'art. 2384 c.c.- letteralmente- alle limitazioni ai poteri (in genere) degli amministratori, tende ad affermarsi la tesi per cui la norma riguarderebbe non solo i limiti al potere di rappresentanza in senso stretto, ma, altresì, i limiti al potere gestorio. Negli anni passati, tuttavia, l'intero art. 2384 c.c. era considerato, in ossequio

La conversione può essere prevista come rimedio obbligato (conversione *obbligatoria*), ovvero come rimedio alternativo ad un altro parimenti determinato, tra i quali siano gli azionisti correlati a dover scegliere<sup>269</sup> (conversione *facoltativa*).

Quanto, invece, alle condizioni economiche in base alle quali la conversione deve essere in concreto operata<sup>270</sup>, la loro determinazione può essere contenuta nello statuto, ovvero, in alternativa, lasciata ad una successiva definizione dell'assemblea straordinaria<sup>271</sup>.

Nel primo caso la conversione può definirsi *automatica*, mentre nel secondo gli azionisti correlati che non dovessero concorrere all'assunzione della delibera

alla relativa rubrica, disciplinante il solo potere di rappresentanza.

Per l'orientamento esegetico attualmente prevalente, si vedano: P. Abbadessa, in *La gestione dell'impresa nella società per azioni: profili organizzativi*, Milano, 1975, 109; V. Calandra Buonauro, *Gestione e rappresentanza degli amministratori*, in *Trattato delle società per azioni diretto da Colombo-Portale*, vol. IV, 141 ss.; Dentamaro, sub art. 2384 c.c., in *Nuovo diritto societario diretto da Cottino*, 690. Per l'opposta impostazione: F. Galgano, *Gli amministratori*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico economico diretto da F. Galgano*, vol. VII, 283 ss.

<sup>269</sup> Potrebbe, ad esempio, lasciarsi a ciascun azionista correlato la libertà di scegliere tra la permanenza in società quali titolari di azioni incorporanti diritti diversi (conversione) e l'uscita dalla società mediante il riscatto- da parte della società o dei soci- delle azioni correlate.

<sup>270</sup> Si ritiene opportuno precisare, al riguardo, che manca nel nostro ordinamento attuale una disciplina generale della conversione. L'unica ipotesi di conversione azionaria tipizzata dal legislatore risulta essere quella (facoltativa) di cui all'art. 145 comma 7 T.u.f. (mentre esula dal discorso in oggetto la conversione in azioni di titoli obbligazionari, trattandosi più che di una trasformazione dei diritti incorporati in partecipazioni azionarie, di uno scambio di titoli obbligazionari con titoli azionari). Il meccanismo è tuttavia diffuso nella prassi, e studiato in dottrina con particolare riferimento alla conversione in azioni di risparmio di azioni di altra categoria al momento della quotazione, e, viceversa, delle azioni di risparmio in azioni ordinarie, nonché alla conversione automatica di azioni speciali in azioni ordinarie a seguito del loro trasferimento. Si vedano al riguardo: P. Marchetti, *Conversione automatica al momento della quotazione di azioni di altra categoria in azioni di risparmio: uno statuto*, in *Riv. soc.* 1984, 1042 ss.; Portale, *Conversione automatica al momento della quotazione di azioni di altra categoria in azioni di risparmio*, in *Riv. soc.* 1986, 569 ss.; F. Tedeschi, *Sulla conversione delle azioni di risparmio in azioni ordinarie*, in *Giur. Comm.*, 1978, I, 598; Trib. Genova 15 gennaio 1994, con nota di V. Salafia, *Conversione di azioni di risparmio in ordinarie*, in *Società*, 1994, 527 ss.; M. Bigelli, *Le azioni di risparmio*, Bologna 2003, 219 ss.; Orientamento del Consiglio notarile di Firenze, *Azioni speciali e loro conversione automatica in ordinarie a seguito di trasferimento*, pubblicata in *Riv. dir. soc.* 2009, vol 2, 403 ss.

<sup>271</sup> Condizioni e modalità della conversione sono certamente destinate ad essere stabilite con una successiva deliberazione dell'assemblea straordinaria, ad esempio, ogni qualvolta la stessa sia operata in via residuale (per mancanza di una specifica previsione statutaria in ordine al rimedio da applicare al realizzarsi della vicenda che renda improseguibile l'attività del settore tracciato).

determinativa dell'assemblea straordinaria si troverebbero nella situazione di poter evitare la conversione esercitando il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437 primo comma lett. g c.c.

In tale ultima ipotesi (conversione *non automatica*), dunque, risulta conseguentemente sfumata- ed in definitiva superflua- ogni eventuale distinzione tra conversione obbligatoria e facoltativa, in quanto il socio avrebbe sempre la possibilità di scegliere tra la permanenza in società quale portatore di azioni incorporanti diritti diversi (conversione) e l'uscita dalla società a titolo di recesso<sup>272</sup>.

---

<sup>272</sup> Non condivisibile, a parere di chi scrive, è l'opinione per cui *non sembra più corretto disquisire di conversione obbligatoria* (così: P. Sfameni, *sub art. 2350*, cit, 352, nt. 472). La distinzione, infatti, perde di rilievo solo in presenza di una clausola di conversione non automatica, per il rilievo che, non essendo predeterminate le condizioni economiche della conversione, l'attuazione dell'operazione necessita di una successiva delibera dell'assemblea straordinaria determinativa delle medesime condizioni. Il passaggio obbligato per detta delibera, infatti, comportando la stessa una modifica dei diritti incorporati nell'azione, consentirebbe comunque al socio correlato che non concorresse alla sua adozione, di recedere sciogliendosi dal rapporto sociale e non subendo la conversione (anche se in ipotesi prevista dallo statuto come unico rimedio). Non così, però, nel caso di conversione automatica: la predeterminazione delle condizioni economiche della conversione fanno sì che il socio non possa evitare di subire una conversione prevista come unico rimedio (e perciò obbligatoria). L'attuazione della conversione, infatti, può in tal caso essere realizzata con il solo intervento dell'organo amministrativo e, quand'anche vi fosse un successivo intervento dell'assemblea straordinaria, questo sarebbe funzionale ad un mero adeguamento dei patti sociali alla nuova composizione od al nuovo ammontare del capitale. Questa, dunque, non incidendo direttamente sui diritti partecipativi dei soci, non potrebbe costituire il fondamento per il recesso dalla società.

Né sembra potersi convenire con l'opinione di chi (P. F. Mondini, *Le azioni correlate*, cit., 198 ss.), argomentando dalla vicinanza della tematica in discorso con quella dei gruppi, propende per un'applicazione estensiva della regola che attribuisce il diritto di recesso ai soci in caso di uscita da un contesto organizzativo di eterodirezione dell'attività d'impresa, ossia di cessazione dell'attività di direzione e coordinamento da cui derivi un'alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento (art. 2497 quater lett. c) c.c.). Per l'A. *non pare incongruo riconoscere un diritto di exit anche ai soci correlati, che a fronte della eliminazione del comparto e, dunque, della sottrazione della attività di impresa correlata alla gestione della società, vedono radicalmente mutate le condizioni di rischio e di rendimento del proprio investimento*, e ciò anche ove manchi una delibera assembleare e la decisione inerente all'operazione sia assunta e portata ad esecuzione dall'organo amministrativo. L'applicazione analogica delle previsioni dell'art. 2497 quater c.c., in tema di disciplina dell'attività di direzione e coordinamento, e, dunque, l'attribuzione del potere di *exit* in corrispondenza di particolari situazioni fattuali, si scontra- a parere di chi scrive- con una serie di rilievi: i) la disciplina del recesso di cui all'art. 2497 quater c.c. è dal legislatore dettata con specifico riferimento al fenomeno della direzione e coordinamento di società, mentre per le fattispecie non riconducibili al fenomeno dei gruppi-ontologicamente diverso da quella dell'impresa multidivisionale- la normativa applicabile è quella di cui all'art. 2437 c.c., che collega le fattispecie legali di *exit* al mancato concorso all'assunzione di

Quanto alla concreta attuazione della conversione (ritiro ed annullamento dei titoli da convertire, seguiti dalla consegna dei nuovi titoli assegnati in sostituzione dei primi), invece, essa rientra nelle competenze dell'organo amministrativo. È necessario, tuttavia, distinguere a seconda delle condizioni economiche- stabilite *ex statuto* o con delibera all'uopo assunta dall'assemblea straordinaria- in base alle quali la conversione risulta dover essere in concreto eseguita.

La distinzione, in particolare, va operata tra conversione paritaria e conversione non paritaria.

Ove la conversione dovesse essere operata alla pari (indifferentemente con o senza conguagli a carico degli azionisti correlati, o premi a carico della società ed a beneficio dei primi<sup>273</sup>), nessuna variazione quantitativa si renderebbe necessaria tanto con riferimento al capitale sociale, quanto con riferimento al numero delle azioni. A variare, infatti, sarebbe la sola composizione qualitativa del capitale sociale, con la conseguenza che, ai fini dell'attuazione della conversione non risulterebbe necessario l'intervento dell'assemblea straordinaria, potendo essere delegato all'organo amministrativo il compimento degli adeguamenti statuari che si rendessero necessari.

---

specifiche delibere assembleari; ii) il riferimento testuale dell'art. 2437 bis comma primo ultima parte c.c., alla possibilità che a legittimare il diritto di recesso sia una fatto diverso da una deliberazione, non può considerarsi di per sé in grado di fondare interpretazioni del tipo n discorso, potendosi ritenere- più fondatamente- che la norma faccia riferimento alle sole ipotesi di recesso convenzionale (consentite *ex art.* 2437 comma 3 c.c.).

<sup>273</sup> La previsione di una conversione paritetica, ossia secondo un rapporto di 1 ad 1, può, difatti, essere abbinata alla statuizione di un conguaglio a carico del socio ed in favore della società, nel caso in cui le azioni da convertire siano di valore inferiore a quelle da assegnare in conversione, ovvero di un premio a carico della società ed in favore del socio, nell'opposta ipotesi in cui le azioni da convertire siano di valore superiore a quelle da assegnare in conversione.

Ove la conversione dovesse essere operata non alla pari<sup>274</sup>, invece, si renderebbe necessaria la modifica tanto dell'ammontare del capitale sociale (in aumento nel caso di rapporto di conversione sopra la pari, in riduzione nell'opposta ipotesi di rapporto di conversione sotto la pari) quanto del numero delle azioni, nel caso in cui le azioni fossero dotate di un valore nominale espresso, ovvero del solo numero delle azioni, nell'ipotesi di azioni senza valore nominale<sup>275</sup>. La circostanza non è di scarsa rilevanza, in quanto la variazione del numero delle azioni, fermo restando l'ammontare del capitale sociale, che si rendesse necessaria nel caso di azioni prive di valore nominale espresso, sarebbe dall'assemblea straordinaria delegabile all'organo amministrativo; mentre le operazioni di aumento che si rendessero necessarie (nel caso di azioni correlate con valore nominale espresso) ai fini dell'attuazione della conversione potrebbero essere delegate dall'assemblea straordinaria all'organo amministrativo solo entro i limiti dell'art. 2443 c.c., e quelle di riduzione sarebbero in assoluto non delegabili dovendo trovare attuazione la tutela creditoria di cui all'art. 2445 c.c., con la conseguenza che risulterebbe necessario l'intervento dell'assemblea straordinaria.

In questi casi, e comunque in mancanza di una delega all'organo amministrativo, le modifiche statutarie all'uopo deliberate dall'assemblea straordinaria non sarebbero idonee a dar luogo al diritto di recesso per i soci non consenzienti. Si tratterebbe,

---

<sup>274</sup> Anche una conversione non paritetica, pare opportuno precisare, potrebbe essere abbinata alla previsione di un conguaglio a carico del socio ed in favore della società, ovvero di un premio a carico della società ed in favore del socio.

<sup>275</sup> Ove le azioni in circolazione risultino prive di valore nominale, infatti, la riduzione o l'aumento del numero delle azioni conseguente alla conversione non paritetica non è idoneo ad incidere sull'ammontare del capitale sociale: questo resta immutato, variando piuttosto il valore nominale inespesso delle azioni in quanto dato dal rapporto tra ammontare del capitale e numero delle azioni.

infatti, di deliberazioni di mero adeguamento dei patti sociali alla nuova composizione- quantitativa o qualitativa- del capitale sociale, e non direttamente modificative dei diritti partecipativi dei soci<sup>276</sup>.

Tra i rimedi statutariamente prevedibili come destinati a regolare la sorte delle azioni correlate al compimento di atti dispositivi del settore tracciato, particolare attenzione merita-altresì- il riscatto.

Il rimedio, certamente ammissibile entro i limiti di cui all'art. 2437 sexies c.c.<sup>277</sup>, si presta ad essere impiegato più verosimilmente- ma non necessariamente- in funzione del successivo annullamento o della successiva conversione delle azioni riscattate.

È necessario, al riguardo, distinguere a seconda degli effetti prodotti dalla vicenda che con il riscatto si mira a regolare, nonché della natura partecipante o non delle azioni correlate (a seconda, cioè, che le stesse partecipino o non ai risultati della restante gestione sociale).

Solo ove si tratti di una vicenda implicante l'improseguibilità dell'attività del settore tracciato (ad es. la sua completa cessione o cessazione), e le azioni correlate non partecipino ai risultati della restante gestione sociale, infatti, al riscatto non può che far seguito l'annullamento o la conversione in altra categoria azionaria. In tutte le

---

<sup>276</sup> Né sembra che i soci possano dolersi di ciò. Delle due l'una: a) o la conversione si configura come automatica, ed allora le condizioni della conversione risultano ben note- in quanto fin dall'origine statutariamente determinate- ai soci correlati al momento del compimento dell'investimento attuato con la sottoscrizione o l'acquisto dei titoli azionari correlati; ovvero, b) la conversione si configura come non automatica, ed allora le condizioni della conversione sono determinate con una successiva delibera dell'assemblea straordinaria (questa sì) fondante il diritto di recesso dei non consenzienti ex art 2347 primo comma lett g) c.c.

<sup>277</sup> Si ricorda che la norma richiamata impone l'applicazione delle norme di cui agli artt. 2437 ter, e 2437 quater (in tema di recesso) nonché , degli artt. 2357 e 2357 bis c.c. (in tema di acquisto di azioni proprie, e , dunque, per le sole ipotesi di riscatto da parte della società).

altre ipotesi, l'annullamento o la conversione successiva si configurano come facoltative<sup>278</sup>.

Il potere di riscatto può essere dallo statuto attribuito tanto alla società quanto agli altri soci.

Parte della dottrina<sup>279</sup>, invero, ritiene che il riscatto, nella fattispecie in questione, sarebbe giustificabile solo là dove esercitato dalla società, non da parte dei soci.

Contro il menzionato orientamento può rilevarsi, invero, che se da un lato non avrebbe senso riconoscere il diritto di riscatto agli altri soci nel caso in cui le azioni riscattate siano destinate all'annullamento, dall'altro non si vede il motivo per cui la società non possa attribuire il potere (*melius* il diritto potestativo) di riscatto agli altri soci in tutte le altre ipotesi. Tale scelta, ad esempio, potrebbe rispondere all'interesse della società ad evitare che all'uscita dell'azionista correlato corrisponda necessariamente un depauperamento del patrimonio sociale, preferendo piuttosto che siano gli altri soci ad acquistare- in tutto o in parte- le partecipazioni correlate- eventualmente destinate alla conversione- così incrementando la misura della propria partecipazione al capitale sociale. Né gli altri soci possono considerarsi inevitabilmente e necessariamente disinteressati al riscatto di partecipazioni azionarie incorporanti diritti patrimoniali correlati ad un settore dell'attività divenuto- in

---

<sup>278</sup> La sola improseguibilità dell'attività settoriale, eventualmente conseguente all'atto dispositivo del comparto correlato, non sarebbe di per sé idonea a rendere necessario il successivo annullamento o la successiva conversione delle azioni correlate all'uopo riscattate dalla società, ove si tratti di azioni correlate partecipanti. La riduzione del valore delle azioni riscattate, determinata dal più basso rendimento con esse conseguibile, non sarebbe, infatti, di per sé idonea a rendere ingiustificata la loro permanenza nel patrimonio della società. Di diverso avviso sembra: P. Sfamèni, *sub art. 2350*, cit., 355 nt. 482.

<sup>279</sup> Sostiene che *il riscatto, nella fattispecie in questione, si potrebbe giustificare solo là dove esercitata dalla società, non da parte dei soci*: P. Sfamèni, *sub art. 2350*, cit., 355.



tutto o in parte- improseguibile. L'operazione, infatti, necessita di una considerazione complessiva, dovendosi tener conto- nel caso in cui, ad esempio, sia prevista la successiva conversione delle azioni riscattate in azioni di altra categoria- non solo del valore di riscatto delle azioni correlate ma anche dei diritti incorporati nelle azioni destinate ad essere assegnate in conversione.

Quanto alle condizioni economiche del riscatto, poi, rinviando l'art. 2437 sexies c.c. alla disciplina di cui all'art. 2437 ter c.c., possono considerarsi valide le considerazioni già svolte in tema di recesso, con la conseguenza che il corrispettivo può essere legittimamente correlato al valore del settore tracciato.

L'autonomia statutaria può, inoltre, considerarsi libera di determinarne il corrispettivo in natura, purchè il valore dei beni da assegnare in cambio delle azioni correlate sia almeno pari al valore di liquidazione di cui all'art. 2437 ter c.c. Si pensi alla clausola statutaria che preveda, per il caso di conferimento del ramo d'azienda in altra società, l'annullamento delle azioni correlate a seguito del loro riscatto da parte della società, da compiersi verso un corrispettivo costituito da tutte o parte delle azioni- eventualmente anch'esse correlate- emesse dalla conferitaria (operazione che realizzerebbe, in sostanza, uno scambio di azioni).

In caso di predisposizione delle già analizzate clausole di cumulo degli utili arretrati e di destinazione delle riserve da utili accantonati, risulta- poi- opportuno regolare statutariamente la sorte delle posizioni giuridiche che- al momento della conversione o del riscatto- *eventualmente* risultino, per effetto delle stesse, essersi originate in capo agli azionisti correlati. L'esito di tali situazioni giuridiche, dipendendo- in

mancanza di un'espressa disciplina statutaria- dalla natura giuridica che alle medesime si ritenga di dover attribuire, merita qualche considerazione.

Essendo il diritto alla distribuzione di utili settoriali arretrati ovvero alla destinazione della riserva da accantonamento utili settoriali o, ancora, alla ricostituzione di quest'ultima, subordinato al verificarsi di un evento condizionale- rispettivamente la produzione e (almeno normalmente) distribuzione negli esercizi successivo di utili riferibili alla restante gestione, ovvero la distribuzione, l'imputazione a capitale o l'erosione per perdite della riserva da accantonamento utili, o, ancora, l'erosione della riserva utili destinata per effetto di perdite dell'altra gestione- la posizione giuridica *eventualmente* originata in capo ai soci correlati dovrebbe qualificarsi come aspettativa di diritto<sup>280</sup> (e non mera aspettativa di fatto), in quanto tale insuscettibile d'essere sacrificata in ipotesi di conversione delle azioni correlate.

La questione assume particolare rilevanza se si tiene conto che la conversione- secondo l'impostazione qui assunta- costituisce rimedio legale residuale da attuarsi in tutte le operazioni incompatibili con la stessa esistenza di azioni correlate.

È opportuno, dunque, che lo statuto disciplini anche questo aspetto, prevedendo ad esempio la conservazione del diritto agli utili arretrati già maturati, ovvero la sua liquidazione al momento della conversione; la conservazione della destinazione impressa alla riserva da utili settoriali già formata, ovvero la sua liquidazione al momento della conversione. Delle due soluzioni prospettate, tra l'altro, pare preferibile- per la società- optare per la prima, potendo la società non disporre della

---

<sup>280</sup> Si veda: U. La Porta, *Il trasferimento delle aspettative. Contributo allo studio delle situazioni soggettive attive*, Napoli, 1995.

liquidità necessaria ad adempiere ai propri obblighi.

Il problema della sorte delle posizioni giuridiche in parola emerge anche nel caso in cui delle azioni correlate sia prevista la riscattabilità, da parte della società o degli altri soci, ai sensi dell'art. 2437 sexies c.c.

Per tale ipotesi, determinando l'eventuale esercizio del riscatto l'uscita dalla società degli azionisti correlati, non di conservazione delle aspettative di diritto di questi ultimi potrà parlarsi, ma di effettività della tutela per essi ideata dalla statuto. Perché questa sia assicurata, dunque, sarà opportuno che degli utili settoriali arretrati o accantonati lo statuto preveda si tenga conto nella determinazione del valore di riscatto.

## **6. L'accertamento del risultato settoriale e le modalità di rendicontazione**

La bozza della riforma Vietti era ancora in discussione, quando autorevole dottrina<sup>281</sup> osservava che il destino delle azioni correlate nel nostro Paese sarebbe dipeso dalla disciplina statutaria all'uopo predisposta dalle società emittenti. L'affermazione si manifesta oggi pienamente corretta, e può dirsi riguardare ogni aspetto della disciplina, compreso quello relativo all'accertamento dei risultati settoriali ed alle modalità di rendicontazione.

L'art. 2350 secondo comma c.c., difatti, lascia all'autonomia statutaria la

---

<sup>281</sup> M. Lamandini, *Nello statuto i destini delle azioni correlate*, in *Il sole 24 ore*, 12 ottobre 2002.

determinazione dei *criteri di individuazione dei costi e ricavi imputabili al settore e delle modalità di rendicontazione*.

Gli itinerari interpretativi disegnati, al riguardo, dalla dottrina sono diversi.

Secondo un primo orientamento il rendiconto settoriale dovrebbe essere redatto come documento autonomo e secondo la disciplina del bilancio d'esercizio.

Alla conclusione si giungerebbe, secondo i percorsi argomentativi dei relativi sostenitori:

- a) ora dalla nozione di risultato del settore<sup>282</sup>, intesa in termini di identità concettuale rispetto al risultato sociale complessivo- quale *somma algebrica dei risultati realizzati dalle varie divisioni*- da cui conseguirebbe la *funzione organizzativa* del rendiconto settoriale- quale *fenomeno idoneo a realizzare l'imputazione* del risultato di settore *all'utile d'esercizio*- e, per questa via, la necessaria uniformazione dei criteri di accertamento del primo rispetto al secondo;
- b) ora dalla nozione di rendiconto<sup>283</sup>, intesa- mutuando dalla tesi elaborata da autorevole dottrina in tema di società di persone<sup>284</sup>- come *una situazione patrimoniale che documenta, in base al raffronto con la situazione patrimoniale precedente, le variazioni globali intervenute nella consistenza di un complesso dei beni* permettendo così *un consuntivo dei risultati della gestione*, da cui si

<sup>282</sup> In questo senso: A. Paciello, *Le azioni correlate*, cit. 226.

<sup>283</sup> In questo senso: U. Patroni Griffi, *Le azioni correlate*, cit., 141; M. Marocchi, *Il rendiconto dell'art. 2350, comma secondo, c.c.: un bilancio per gli azionisti correlati*, in *Contratto e impresa*, n.3/2009, 739 ss.

<sup>284</sup> Schlesinger, *L'approvazione del rendiconto annuale nelle società di persone*, in *Riv. soc.*, 1965, 809.

evincerebbe l'essere *il termine "rendiconto" sinonimo di "bilancio"*.

Simili ricostruzioni conducono- coerentemente- a considerare estremamente ristretto l'ambito di operatività dell'autonomia negoziale: questa, infatti, non potrebbe che rinviare alla disciplina legale in tema di bilancio<sup>285</sup>, riducendosi il riferimento operato dalla norma alle *modalità di rendicontazione* da stabilirsi statutariamente, a nient'altro che al riconoscimento della possibilità di determinare le *modalità di presentazione e comunicazione* del rendiconto settoriale<sup>286</sup>.

I percorsi argomentativi così tracciati non si ritengono convincenti.

Essi si fondano, infatti, su mere interpretazioni letterali delle nozioni di risultato e rendiconto settoriale (nonché su di una interpretazione funzionale del medesimo rendiconto di settore), che si scontrano con l'impossibilità di considerare le medesime nozioni concetti giuridico-contabili predefiniti.

Del tutto discutibili, dunque, le premesse da cui traggono spunto i richiamati itinerari esegetici, così come la validità di un metodo che pretenda di risolvere la questione in discorso da assunti di carattere puramente letterale.

Al fine di sciogliere il nodo circa i limiti che il legislatore ha inteso imporre all'autonomia statutaria nella determinazione delle modalità di rendicontazione- senza cadere in meri concettualismi ed in un ingiustificato restringimento della libertà negoziale- pare piuttosto necessario adottare un approccio di tipo funzionale.

---

<sup>285</sup> Disciplina, tra l'altro, tassativa ed inderogabile, anche se aperta sul piano dei contenuti per l'operare delle clausole generali, delle deroghe consentite (ex art. 2423 secondo comma c.c.) e del potere conformativo delle autorità di vigilanza (art. 114, comma quinto, T.u.f.; regolamento Consob 11971/1999).

<sup>286</sup> In questo senso, coerentemente: U. Patroni Griffi, *Le azioni correlate*, cit., 142-143.

La domanda da cui pare doveroso prendere le mosse, dunque, concerne la funzione del rendiconto di settore, e dell'accertamento del risultato settoriale che con il primo si mira ad ottenere.

La funzione- come può risultare chiaro, a questo punto dell'indagine, avendo più volte evidenziato la natura virtuale della separazione patrimoniale realizzata con l'emissione di azioni correlate- è solo interna.

Il rendiconto settoriale, infatti, è funzionale alla sola individuazione del parametro- il risultato generato dal settore tracciato, appunto- in base al quale devono essere calcolati i diritti patrimoniali dell'azionista correlato.

Una funzione (organizzativa ed informativa) interna<sup>287</sup>, dunque, lontana dalla funzione informativa esterna tipica del bilancio d'esercizio.

Certo, l'impiego delle regole dettate per il bilancio d'esercizio, sia per dare conto del risultato del settore tracciato che per fissare il risultato complessivo della società, renderebbe i due risultati facilmente comparabili.

La comparazione dei due dati sarebbe agevolata anche dalla facilità di lettura del bilancio, per la sua predefinita struttura schematica.

L'utilizzo di strumenti e regole diverse per l'accertamento dei due risultati renderebbe la comparazione più difficile tanto per gli amministratori quanto, in generale, all'*outsider* interessato alle *performances* del settore.

Da tali osservazioni, tuttavia, con sembra possibile dedurre l'assoluta necessità di un

---

<sup>287</sup> Constata l'esigenza di tenere distinta la *funzione organizzativa ed informativa interna- assegnata dallo statuto ai criteri di accertamento del risultato di settore e alle modalità di rendicontazione- rispetto alla funzione informativa esterna, tipicamente contenuta nel bilancio di esercizio*, altresì: P.Sfameni, *sub art. 2350*, cit., 361. Per spunti anche: C. Angelici, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003, 76.

rendiconto redatto secondo le regole del bilancio d'esercizio.

Il rilievo solo interno della correlazione dei diritti patrimoniali di talune azioni ai risultati di uno specifico settore, e la mancanza di una separazione patrimoniale ad efficacia reale conseguente all'emissione di azioni correlate, consentono di rifiutare ogni tentativo esegetico volto a restringere gli spazi concessi dalla legge all'autonomia statutaria. Lo conferma, in una lettura di ordine sistematico, la disciplina dettata per i cd. patrimoni destinati- istituto affine alle azioni correlate, ma, come già rilevato- all'opposto caratterizzati da un effetto segregativo reale. Per questi il legislatore ha sentito l'esigenza di dettare una disciplina *ad hoc* per la rendicontazione relativa all'affare (artt. 2447 sexies e septies c.c.), imponendo all'organo amministrativo, per ciascun patrimonio destinato, di tenere separatamente i libri e le scritture contabili prescritti dagli artt. 2214 e seguenti, di indicare distintamente nello stato patrimoniale della società i beni e i rapporti compresi, di redigere un separato rendiconto, da allegarsi al bilancio, secondo quanto previsto dagli artt. 2423 e seguenti, nonché di illustrare nella nota integrativa del bilancio della società il valore e la tipologia dei beni e dei rapporti giuridici compresi (ivi inclusi quelli apportati da terzi), i criteri adottati per l'imputazione degli elementi comuni di costo e di ricavo, ed il corrispondente regime di responsabilità.

Il legislatore, insomma, tenendo bel presente il *discrimen* tra i due istituti, l'uno a rilievo esterno e l'altro a rilievo solo interno, ha sentito l'esigenza di regolare espressamente l'aspetto della rendicontazione solo per il primo, lasciando invece l'autonomia statutaria libera di fissare le modalità di rendicontazione considerate più

idonee ed adeguate ai fini che si volessero di volta in volta realizzare per il secondo. Liberamente determinabili *ex statuto* risultano, quindi, non solo i diritti patrimoniali da correlare ai risultati di uno specifico settore, il settore stesso, ed il criterio di correlazione, ma altresì i criteri per la misurazione del risultato del settore correlato. Né l'evidenziata facilitazione che, dalla misurazione del risultato settoriale secondo regole dettate per il bilancio d'esercizio, conseguirebbe ai fini della comparazione tra risultato di settore e risultato complessivo della società, sembra sufficiente a sostenere la necessità che il bilancio d'esercizio- quale che siano i criteri di misurazione e la nozione di risultato incorporati nello statuto- contenga *informazioni di natura contabile e descrittiva concernente l'andamento del settore e il risultato stesso, redatte in conformità agli artt. 2423 ss. e, ove assente una disciplina normativa, specifica, ai principi contabili relativi all'informazione settoriale*<sup>288</sup>.

Fermi restando, ovviamente, gli obblighi di informativa settoriale derivanti dai principi contabili internazionali, oltre che dall'art. 2428 primo comma c.c., non sembra si possano desumere obblighi di informazione contabile da ragioni di mera opportunità.

Il fatto che possa essere preferibile- nella scelta, tra i vari modi in astratto possibili, per misurare il risultato della gestione del comparto- il rinvio statutario alle regole di redazione del bilancio d'esercizio, per i vantaggi che ne possono derivare in termini

---

<sup>288</sup> L'opinione è espressa da: P. Sfamini, *sub art. 2350*, cit., 363. Dalla richiamata ricostruzione degli obblighi informativi connessi all'emissione di azioni correlate, deriva, per l'A., che (cit., 368) "là dove, quindi, i criteri di determinazione del risultato di settore, dettati a livello statutario, divergono, ai fini organizzativi, dai corretti principi contabili, un necessario documento di raccordo e di riconciliazione dovrà essere oggetto di specifica informazione nel contesto del bilancio d'esercizio. Ciò al fine di rendere possibile la comparazione tra risultato complessivo dell'attività e risultato settoriale. Una comparazione che, per quanto non strumentale al calcolo dei diritti corporativi, si rivela, però, necessaria ai fini informativi".



di agevolazione delle operazioni di confronto tra i risultati generati dal settore e quelli complessivamente riferibili alla società, nonché in termini di trasparenza<sup>289</sup>, non sembra sufficiente né a configurare il rendiconto settoriale come documento autonomo da redigersi necessariamente secondo le regole del bilancio d'esercizio, né ad introdurre per via interpretativa nuovi ed ulteriori contenuti obbligatori del medesimo bilancio d'esercizio.

In altre parole l'informativa settoriale è e resta obbligatoria nei modi, nei contenuti, ed ai presupposti di legge, non potendosi considerare l'emissione di azioni correlate di per sé sufficiente a circostanziare obblighi informativi specifici.

La società è pertanto libera nella determinazione dei criteri e delle modalità di rendicontazione del settore tracciato, che devono- e questo è l'unico obbligo informativo nello specifico imposto *ex lege*- risultare dal regolamento statutario perché tutti i soci abbiano la giusta consapevolezza delle prerogative finanziarie connesse al proprio investimento.

Allo stesso modo, liberamente determinabili *ex statuto* devono ritenersi *i criteri di individuazione dei costi e ricavi imputabili al settore*<sup>290</sup>, dovendo solo escludersi- per l'inaammissibilità (già ad altri fini rilevata) del deferimento della determinazione della misura del diritto patrimoniale degli azionisti, oltre che per il contrasto con la *ratio*

---

<sup>289</sup> I medesimi vantaggi possono scaturire, nell'ipotesi di *subsidiary tracking stocks*, dalla sostituzione statutaria (possibile ma, per le stesse ragioni esposte nel testo, non necessaria) del rendiconto settoriale con il bilancio d'esercizio della società controllata.

<sup>290</sup> Così, a titolo di esempio, laddove lo statuto opti per una nozione di *risultato operativo* di settore, ne seguirà l'esclusione di voci di costo e ricavo comuni e di natura straordinaria, finanziaria o tributaria; nel caso in cui, invece, lo statuto opti per una nozione di *utile o perdita netta di settore*, anche le componenti indicate potranno essere oggetto di computo e di espressa indicazione (P.Sfameni, *sub art. 2350*, cit., 366).

normativa- la legittimità di previsioni statutarie operanti un mero rinvio ai criteri di volta in volta determinati dall'organo amministrativo.

Quanto fin qui detto conduce a ritenere che solo in presenza di una clausola statutaria che prescriva, per la misurazione del risultato di settore, l'osservazione della disciplina legale in tema di bilancio d'esercizio, configurando il rendiconto settoriale come elemento integrativo del bilancio ovvero come allegato allo stesso, il rendiconto del settore tracciato risulterà sottoposto all'approvazione dell'assemblea ordinaria (ai sensi e per gli effetti dell'art. 2364 , primo comma n. 1, c.c.), ed al deposito presso il registro delle imprese (ai sensi e per gli effetti dell'art. 2435 c.c.).

Nulla sarebbe d'ostacolo, tuttavia, ad una normativa statutaria che attribuisse all'assemblea ordinaria la competenza ad approvare il rendiconto settoriale diversamente configurato (ex art. 2364, primo comma, n. 5, c.c.).

Pacifica può ritenersi, invece, l'applicazione al rendiconto settoriale del controllo contabile, in particolare dell'art. 2409 c.c., dovendosi tuttavia distinguere a seconda che lo stesso sia configurato o non come elemento integrativo del bilancio ovvero come allegato allo stesso: nel primo caso ritenendosi applicabile l'intero come prima della norma richiamata, e nel secondo, invece, la sola lett. a.

Il contenuto del rendiconto settoriale, anche una volta scelta la strada del rinvio statutario alla disciplina legale dettata per la redazione del bilancio d'esercizio, non risulterebbe pienamente coincidente con lo schema previsto dall'art. 2424 c.c..

Questo, infatti, andrebbe necessariamente adattato alle peculiarità e diversità del

settore<sup>291</sup>.

Lo stato patrimoniale risulterebbe in gran parte mutilato: la lettera A.I del passivo, relativa al capitale sociale, dovrebbe, ad esempio, restare priva di indicazione, come la lettera A dell'attivo, concernente i crediti verso soci per versamenti ancora dovuti<sup>292</sup>.

Lo stesso deve dirsi per tutte le poste riferibili esclusivamente alla società nel suo complesso e non ad un singolo comparto, come - sempre a titolo esemplificativo- quelle riguardanti le immobilizzazioni finanziarie, le emissioni obbligazionarie, ed i debiti tributari.

Il conto economico, invece, risulterebbe presumibilmente più completo, dovendo nello stesso essere descritti i risultati economici del comparto: valore e costi della produzione (lett. A e B dell'art. 2425 c.c.), infatti, sono entrambi poste riferibili – non solo alla società *tout court*- ma anche ad un singolo comparto, con la conseguenza che del conto economico risulterebbero prive di indicazione solo le poste che si riferissero a partecipazioni in altre società, rientranti nelle lettere C (proventi ed oneri finanziari) e D (rettifiche di valore di attività finanziarie)<sup>293</sup>.

Mutilato sarebbe altresì il contenuto della nota integrativa, essendo destinate a restare prive di indicazione diverse delle poste previste all'art. 2427 c.c.: si pensi alle poste di cui ai numeri 5, 6, 14, lettere *a* e *b* della norma, riferibili solo alla società nel suo complesso.

---

<sup>291</sup> In questo senso anche: M. Marocchi, cit., 745 ss.

<sup>292</sup> La ragione, evidentemente, è da rintracciare nella mancanza di una separazione patrimoniale e di conferimenti destinati allo specifico settore.

<sup>293</sup> M. Marocchi, cit., 747.

## 7. Il diritto di voto

Come anticipato, elemento essenziale della speciale categoria azionaria è la correlazione ai risultati del settore tracciato di (uno o più) diritti patrimoniali incorporati nell'azione e, dunque, non anche dei diritti amministrativi, di cui l'autonomia statutaria- salvi i generali limiti di legge- può liberamente determinare il contenuto.

In ordine al principale dei diritti amministrativi, il diritto di voto, l'indagine circa le soluzioni statutarie ammissibili nel nostro ordinamento impone una (sia pur breve) ricostruzione delle novità legislative introdotte con la riforma del diritto societario del 2003.

L'art. 2351 c.c. è stato profondamente innovato dal legislatore della riforma<sup>294</sup>: pur restando confermati il principio per cui *ogni azione attribuisce il diritto di voto* (primo comma) ed il divieto di emissione di *azioni a voto plurimo* (quarto comma), risultano tipizzate talune categorie di azioni a voto non pieno (precisamente: le azioni completamente prive del diritto di voto, quelle con voto limitato a particolari argomenti e quelle con voto condizionato al verificarsi di determinate condizioni non meramente potestative) cui viene riferito il (ribadito) limite quantitativo pari alla metà del capitale

---

<sup>294</sup> Si riporta qui di seguito il testo dell'art. 2351 nella sua formulazione originaria: 1. *Ogni azione attribuisce il diritto di voto.* 2. *L'atto costitutivo può tuttavia stabilire che le azioni privilegiate nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento della società abbiano diritto di voto soltanto nelle deliberazioni previste nell'articolo 2365. le azioni con voto limitato non possono superare la metà del capitale sociale.* 3. *Non possono emettersi azioni a voto plurimo.*

sociale, mentre abbandonato è il principio della necessaria compensazione delle limitazioni del diritto di voto con privilegi di natura patrimoniale.

Estremamente potenziata risulta l'autonomia statutaria.

Il principio di proporzionalità tra rischio e potere deliberativo era ed è- oggi ancora di più- solo tendenziale: lo si evince- come in passato- già dal primo comma che- riproducendo la formula originaria- collega a ciascuna partecipazione azionaria *il* (e non *un*) diritto di voto<sup>295</sup>, e la percezione è confermata dalla lettura dei commi successivi. Tipizzate talune categorie di azioni a voto non pieno (secondo comma), il legislatore ripropone il vecchio limite quantitativo rappresentato dal tetto massimo pari alla metà del capitale sociale, lasciando tuttavia liberi i privati di non compensare le limitazioni del diritto di voto con privilegi di natura patrimoniale.

La tendenziale proporzionalità tra rischio e potere deliberativo, insomma, risulta garantita dal solo tetto quantitativo massimo di cui al secondo comma e dal divieto di emissione di azioni a voto plurimo di cui al quarto comma.

Sorvolando sulla coerenza (o, forse, incoerenza) del mantenimento di tali limiti<sup>296</sup>-

<sup>295</sup> Per una ricostruzione del principio *one share-one vote* nella letteratura italiana: M. Ventrizzo, *“listing standards” nell’esperienza statunitense*, in AGE, 2002, 337 ss.

<sup>296</sup> Entrambi i limiti, rispondenti alla volontà legislativa di mantenere un sia pur minimo equilibrio tra rischio e potere- ossia tra chi conferisce il capitale di rischio e chi ha il potere di decidere la gestione sociale- appare invero in contrasto con altre più coraggiose scelte del legislatore della riforma. Ci si riferisce, in particolare, alla disposizione dell’art. 2346 quarto comma c.c. che, ammettendo l’assegnazione di azioni in misura non proporzionale ai conferimenti, legittima una sproporzione- secondo molti anche estrema- tra rischio e potere.

Nelle società quotate, inoltre, il divieto di voto plurimo risponde- per alcuni- all’interesse di favorire la contendibilità del controllo: la scelta legislativa di vietarne in modo assoluto ed indiscriminato l’emissione non sembra tuttavia coerente con l’ampia libertà che con la riforma si è voluto riconoscere all’autonomia statutaria. Il divieto avrebbe, infatti, potuto essere limitato alle sole società “chiuse” (analogamente a quanto si è fatto per le clausole di voto massimo e le clausole di voto a scalare di cui si parlerà in prosieguo), ovvero si sarebbe potuto optare per una soluzione analoga a quella prevista a livello comunitario con la XIII direttiva in tema di o.p.a., che all’art. 11 prevede la neutralizzazione del voto plurimo in occasione di offerte pubbliche di acquisto. Per un commento sulla XIII direttiva

che esula dall'oggetto della presente indagine- appare necessario tener presente un ulteriore limite di recente introduzione legislativa: il riferimento è al terzo comma della disposizione normativa che riconosce alle sole società "chiuse" (ossia le società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio ai sensi dell'art. 2325 bis c.c.) la possibilità di limitare il diritto di voto ad una misura massima ( cd. clausola di voto massimo) o di disporre scaglionamenti ( cd. clausola di voto a scalare) *in relazione alla quantità di azioni possedute da uno stesso soggetto*.

Il fondamento del limite va rintracciata nel *favor* legislativo per la contendibilità del controllo, ossia nella volontà legislativa di evitare gli effetti antiscalata che potrebbero derivare dalla presenza di clausole del genere negli statuti delle società "aperte". Queste, infatti, sterilizzando il diritto di voto al di sopra di una certa aliquota di possesso azionario ovvero limitando progressivamente il diritto di voto al crescere del numero delle azioni possedute da un determinato soggetto, avrebbero- tra l'altro- l'effetto di disincentivare l'acquisto della maggioranza delle azioni<sup>297</sup>.

---

comunitaria in materia di o.p.a., ed in particolare per una critica alla disposizione- frutto di compromesso- contenuta all'art. 12, che lascia gli Stati membri liberi di decidere in ordine al recepimento del regime di sterilizzazione di cui all'art. 11: M. Ventoruzzo, *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends*, in 41 Texas Int. L. J., 2006, 171 ss.

<sup>297</sup> La contendibilità del controllo costituisce, difatti, un valore per il mercato: la possibilità che vengano lanciate ed attuate offerte pubbliche di acquisto, generando una significativa pressione sull'organo amministrativo delle società- che rischia di mutare di pari passo con il mutamento della maggioranza azionaria- favorisce ed incentiva l'efficienza gestionale. Sulle tecniche di difesa contro le o.p.a. ostili, si vedano in particolare: L. A. Bianchi, *Le tecniche di difesa dalle scalate nella recente esperienza statunitense*, in Riv. soc. 1987, 506 ss.; C. Mosca, *Commento all'art. 104*, in Commentario al testo unico della finanza Marchetti-Bianchi, 273 ss. ; E. Desana, *Opa e tecniche di difesa. Dalle misure difensive "successive" a quelle "preventive"*, Milano, 2003, 200 ss.

Non sembra condivisibile la posizione di chi individua, invece, il fondamento del limite legale in discorso in ragioni di trasparenza: essa si scontra, infatti, con l'osservazione per cui pur essendo il contenuto delle azioni a voto condizionato ugualmente variabile nel tempo, ed in quanto tale idoneo a disattendere le esigenze di trasparenza del mercato, la circostanza non è stata dal legislatore considerata rilevante al punto da riservare alle sole società "chiuse" la possibilità di emettere azioni

Nel nostro ordinamento, allora, le novità introdotte dalla riforma del diritto societario in materia di diritto di voto (art. 2351 c.c.), rendono certamente possibile la configurazione statutaria di azioni correlate, oltre che fornite di un diritto di voto pieno: i) senza diritto di voto; ii) con diritto di voto limitato a particolari argomenti, verosimilmente attinenti al settore tracciato<sup>298</sup>; iii) con diritto di voto subordinato al verificarsi di una particolare condizione non meramente potestativa, verosimilmente afferente il comparto virtualmente separato<sup>299</sup>.

Le azioni correlate in ipotesi così configurate sarebbero- senza alcun dubbio- soggette al limite quantitativo di cui all'art. 2351 secondo comma c.c., non potendo essere emesse per un valore (nominale) superiore alla metà del capitale sociale, e dovendo il relativo valore (nominale) essere considerato nel medesimo computo nel caso di coesistenza con altre categorie di azioni a voto non pieno<sup>300</sup>.

Tanto chiarito ci si può interrogare sulla legittimità, e sui limiti: i) di clausole statutarie che, con riferimento alle delibere dell'assemblea ordinaria relative alla destinazione degli utili d'esercizio, limitino il diritto di voto degli azionisti correlati alla destinazione della sola quota di utili che dal rendiconto settoriale risultino generati dalla divisione

---

a voto condizionato.

<sup>298</sup> La limitazione statutaria del diritto di voto alle sole delibere assembleari riguardanti l'attività del settore tracciato- pare opportuno rilevare- potrebbe invero generare (o meglio incrementare) la conflittualità tra le diverse categorie azionarie, con ripercussioni altamente pericolose per la stessa vita della società: ciascuna classe di azionisti, infatti, condividendo con l'altra (o le altre) le perdite ma non i profitti eventualmente generati dall'attività settoriale (direttamente o indirettamente) correlata, sarebbe naturalmente indotta a privilegiare politiche gestionali più rischiose.

<sup>299</sup> Ad esempio, la mancata distribuzione di utili protratta per un certo periodo di tempo.

<sup>300</sup> Il valore delle azioni che non può superare la metà del capitale sociale ai sensi dell'art. 2351 secondo comma c.c., infatti, deve intendersi in senso cumulativo, riferendosi a tutte le azioni a voto non pieno. Si veda per tutti: A. Angelillis-M.L.Vitali, *sub art. 2351*, in Commentario alla riforma delle società diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, 412, per i quali "depongono in questo senso, infatti, sia la lettera del comma 2 che utilizza la locuzione "tali azioni"- implicitamente riferendosi a tutte le fattispecie elencate nella prima proposizione del comma 2- nonché la *ratio* stessa della norma".

tracciata; ii) di clausole che prevedano la variazione del peso deliberativo degli azionisti correlati in corrispondenza del peso, variamente determinato, del settore tracciato (cd. voto fluttuante).

Una disposizione statutaria del primo tipo, attribuendo in definitiva a ciascuna categoria di azionisti il potere di decidere sulla destinazione degli utili prodotti dal relativo settore d'attività, sarebbe in grado di attenuare i conflitti tra soci che possono derivare dall'emissione di azioni con diritto agli utili correlato ai risultati di uno specifico settore dell'attività sociale. Essa, tuttavia, necessita di particolare attenzione. Non può non rilevarsi, infatti, la circostanza per cui- come la correlazione del diritto agli utili ai risultati di un determinato settore stabilita per una determinata categoria azionaria comporta indirettamente la correlazione ai risultati della residua gestione del diritto agli utili delle restanti azioni, così- la limitazione del diritto di voto alla destinazione dei soli utili settoriali, eventualmente stabilita per le azioni correlate, comporterebbe indirettamente la limitazione del diritto di voto delle restanti azioni alla destinazione dei soli utili residui.

Il diritto di voto, in altre parole, per effetto di una clausola del tipo in discorso, risulterebbe limitato per tutte le categorie azionarie rappresentanti l'intero capitale sociale, con la conseguente violazione del menzionato limite quantitativo di cui all'art. 2351 secondo comma c.c.<sup>301</sup>

---

<sup>301</sup> Di diverso avviso: U. Patroni Griffi, *Le azioni correlate*, cit., 87, nt. 11, per il quale si può legittimamente sostenere che l'attribuzione a ciascuna categoria di azioni del diritto di voto sulla destinazione dell'utile di settore non costituisca tecnicamente una limitazione del diritto di voto. L'A. se bene si è inteso, considera la clausola in parola idonea a violare il limite quantitativo posto dall'art. 2351 secondo comma solo sulla base di una- rigettata- interpretazione strettamente letterale della norma.



Più difficile da districare il nodo della questione relativa all'ammissibilità, nel nostro ordinamento giuridico, del cd. voto fluttuante, questione che ha impegnato parte della dottrina ancor prima dell'entrata in vigore della riforma<sup>302</sup>, e vede gli interpreti tuttora divisi<sup>303</sup>.

<sup>302</sup> Prima ancora che la disciplina delle azioni correlate fosse tradotta in legge, l'ammissibilità nell'ordinamento giuridico italiano del cd. *floating vote* era negata da: G.B. Portale, *Dal "capitale assicurato" alle "tracking stocks"*, in Riv. soc., 2002, 164 ss. Proponeva, invece, di inserire all'art. 2351 un comma che riconoscesse la possibilità di attribuire statutariamente "a ciascuna delle azioni emesse ai sensi dell'art. 2350, secondo comma (...) una frazione di voto, anche variabile nel tempo secondo i criteri previsti dall'atto costitutivo": L. Enriques, *Audizione Commissioni Giustizia-Finanze sulla riforma societaria*, (Camera dei deputati, 27.11.02), reperibile sul sito [www.associazionepreite.it](http://www.associazionepreite.it)

<sup>303</sup> Ritiene possibile ancorare il rapporto quantità di azioni correlate possedute/voti esercitabili in assemblea ai risultati economici e/o al valore relativo del comparto economico a cui esse fanno riferimento *combinando- possibilità senz'altro ammessa- lo strumento del voto condizionato e del voto scalare*, con la conseguente applicazione tanto della limitazione quantitativa prevista dall'art. 2351 secondo comma c.c., quanto della riserva in favore delle sole società "chiuse" sancita al terzo comma della medesima disposizione normativa: U. Patroni Griffi, *Le azioni correlate*, cit., 88. L'osservazione dell'A. è corretta, ma pare opportuno rilevare- riguarda un'ipotesi diversa dalla fattispecie base del cd. voto fluttuante. Quest'ultimo, infatti, nella sua configurazione di base, si caratterizza per la parametrizzazione del peso deliberativo ad uno specifico dato naturalmente variabile (ossia soggetto per sua natura ad oscillazioni di valore) e soggetto ad accertamento periodico, e, dunque, con riferimento specifico alle azioni correlate, per la parametrizzazione del peso deliberativo ai risultati economici del settore tracciato e/o al valore del settore e/o al valore di mercato di ciascuna azione correlata (ovvero di qualsiasi altro valore statutariamente individuato come idoneo a rappresentare nel tempo il mutevole valore del settore tracciato e/o delle azioni correlate, in rapporto alla restante attività sociale e/o delle restanti partecipazioni azionarie). L'ancoramento ai risultati economici e/o al valore del comparto economico tracciato non semplicemente dei voti esercitabili in assemblea, ma, piuttosto, del rapporto quantità di azioni correlate possedute/voti esercitabili in assemblea, costituisce, invero, una complicazione della fattispecie del voto fluttuante. Complicazione certamente ammissibile- come evidenziato dall'A. attraverso la combinazione di due figure tipizzate di voto limitato, ossia quella del voto condizionato e quella del voto scalare- ma diversa da quella base di cui si vuole e si deve qui discorrere.

Non si ritiene di poter condividere, poi, l'opinione di: M. Colonnelli De Gasperis, cit., 79, il quale nega l'ammissibilità in generale di una clausola di voto fluttuante argomentando dal sostenuto contrasto con il divieto di emissione di azioni a voto plurimo di cui all'art. 2351 quarto comma c.c.: pur dovendo rispettarsi l'inderogabile limite di legge menzionato dall'A., la violazione del medesimo non può considerarsi connaturata a meccanismi di ridefinizione periodica del diritto di voto finalizzati a far seguire all'incremento o diminuzione del rilievo economico del settore tracciato un aumento o una diminuzione del potere deliberativo della speciale categoria azionaria. Basti un esempio: a ciascuna azione correlata è attribuito un quarto di voto per un valore (in termini patrimoniali o reddituali) del settore tracciato da 0 ad 100, mezzo voto per un valore del settore tracciato fino da 101 a 500, un voto per un valore del settore tracciato superiore a 500. Né sembra possa aver seguito la proposta avanzata dal medesimo A. *per replicare-* di fatto, ma senza incorrere nella violazione del divieto del voto plurimo- *il meccanismo di floating voting*, consistente *in presenza di azioni senza valore nominale in una conversione di azioni correlate in un numero maggiore (o minore) di azioni ordinari*. Il meccanismo, certo, può funzionare in quanto, in presenza di azioni senza valore nominale, la misura

A parere di chi scrive un meccanismo di ridefinizione periodica del diritto di voto incorporato in ciascuna azione correlata- finalizzato a far seguire all'incremento o diminuzione del rilievo economico del settore tracciato, un aumento o una diminuzione del potere deliberativo della speciale categoria azionaria- potrebbe essere realizzato statutariamente attraverso uno scaglionamento del diritto di voto parametrato al valore dei titoli azionari correlati (variamente determinabile) ovvero al valore (in termini patrimoniali o reddituali) del medesimo settore tracciato.

Sia consentito un esempio: il capitale sociale è rappresentato da n. 1000 azioni di cui 500 azioni ordinarie di categoria A e 500 azioni correlate al settore X di categoria B. Le azioni di categoria B sono fornite di un diritto di voto parametrato al valore reddituale del settore X secondo il seguente scaglionamento: primo scaglione: utili settoriali d'esercizio risultanti dal rendiconto settoriale regolarmente approvato da 0 a 250 mila euro = un quarto di voto; secondo scaglione: utili settoriali d'esercizio risultanti dal rendiconto settoriale regolarmente approvato superiori a 250 mila euro e fino a 500 mila euro = mezzo voto; terzo scaglione: utili settoriali d'esercizio risultanti dal rendiconto settoriale regolarmente approvato superiori a 500 mila euro = un voto.

L'ammissibilità di un simile scaglionamento sembra dipendere dall'esito dell'indagine circa la tassatività o non delle fattispecie tipizzate dal legislatore, all'art. 2351 c.c.,

---

della partecipazione è data dalla divisione del capitale per il numero complessivo delle azioni, sicché il potere di voto attribuito alle azioni correlate in esito alla conversione in azioni ordinarie risulterebbe maggiorato o diminuito a seconda che la conversione sia stata operata in un numero maggiore o minore di azioni ordinarie. La conversione in azioni ordinarie, tuttavia, sembra un effetto eccessivo e soprattutto incompatibile con le esigenze che si possono porre a fondamento di una clausola di voto fluttuante. Ciò che potrebbe rispondere agli interessi del caso appare essere, piuttosto, la previsione di un frazionamento (*stock split*) o raggruppamento (*reverse stock split*) di tipo parziale- cioè un aumento o riduzione del numero d'azioni, limitatamente alla sola categoria di azioni correlate- in corrispondenza dell'incremento o diminuzione del rilievo economico del settore tracciato.

come deviazioni dalla regola per cui ogni azione attribuisce il diritto di voto e dal collegato principio di proporzionalità tra rischio e potere deliberativo.

Tassatività che ritengo possa escludersi sulla base delle seguenti argomentazioni:

- a) l'art. 2348 c.c., riconoscendo all'autonomia statutaria la facoltà di creare categorie di azioni fornite di *diritti diversi*, sembra porre un principio generale per cui- salvi i limiti espressamente sanciti dalla legge, nonché quelli desumibili dal tipo s.p.a. e da principi generali di rango superiore- è consentita ai privati la libera modulazione dei diritti- senza distinguere tra diritti patrimoniali e diritti amministrativi- incorporati nei titoli azionari;
- b) con specifico riferimento al diritto di voto il legislatore non sancisce un assoluto principio di proporzionalità tra rischio e potere, imponendo soltanto una tendenziale e parziale proporzionalità attraverso il limite quantitativo di cui al secondo comma dell'art. 2351 c.c. ed il divieto di emissione di azioni a voto plurimo di cui al quarto comma dello stesso articolo;

Una volta esclusa la tassatività delle deroghe tipizzate dal legislatore, è necessario, tuttavia, considerato il limite posto dal terzo comma dell'art. 2351 c.c., distinguere tra società "chiuse" e società "aperte" secondo la definizione contenuta all'art. 2325 bis c.c.

Per le prime, infatti, l'autonomia statutaria può ritenersi legittimata a qualunque limitazione del diritto di voto, sia oggettiva- ossia attinente all'azione e perciò in grado

di seguire l'azione stessa nelle sue vicende circolatorie<sup>304</sup> - che soggettiva- ossia connessa alla quantità del possesso azionario e perciò suscettibile di venir meno con il mutamento parziale della titolarità delle azioni<sup>305</sup> - con gli unici limiti della soglia della metà del capitale sociale (secondo comma) per le limitazioni oggettive<sup>306</sup> e del divieto del voto plurimo (quarto comma) tanto per quelle oggettive quanto per quelle soggettive.

Per le seconde, invece, l'ulteriore limite sancito al terzo comma dell'art. 2351 c.c. induce a ritenere l'autonomia statutaria legittimata alla formulazione non di qualunque atipica limitazione del diritto di voto, ma- piuttosto- solo di limitazioni di natura oggettiva (con esclusione di quelle connesse alla quantità del possesso azionario), e fermi restando i limiti della soglia della metà del capitale sociale (secondo comma) e del divieto del voto plurimo (quarto comma).

Tornando all'ipotesi di uno scaglionamento del voto parametrato al valore dei titoli azionari correlati (variamente determinabile) ovvero al valore (in termini patrimoniali o

<sup>304</sup> Appartengono a questo tipo le fattispecie tipizzate al secondo comma dell'art. 2351 c.c. ossia le azioni senza diritto di voto, le azioni con voto limitato a particolari argomenti e quelle con voto condizionato. Quanto a queste ultime, in particolare, pare opportuno precisare che la limitazione è e resta oggettiva- nel senso precisato nel testo- anche nel caso in cui la condizione apposta attenga ad una situazione soggettiva dei titolari delle azioni (ad esempio il conseguimento di una licenza o il compimento di una certa attività in favore della società): al medesimo evento, infatti, risulterebbe condizionato il diritto di voto incorporato nelle azioni in caso di loro circolazione.

<sup>305</sup> Appartengono a questo tipo le fattispecie tipizzate al terzo comma dell'art. 2351 c.c. ossia le clausole di voto massimo e le clausole di voto a scalare. Dette limitazioni non incidono una volta per tutte sul contenuto dei diritti incorporati nei titoli azionari, dipendendo la loro operatività dal possesso di un determinato quantitativo di azioni da parte di un soggetto in un dato momento: così, ad esempio, ove il socio A, titolare di n. 1000 azioni con voto a scalare (con due scaglioni: il primo da 0 a 500 azioni = un voto ed il secondo al di sopra di 500 azioni = mezzo voto) trasferisse al terzo Caio 500 delle sue azioni, quest'ultimo, rientrando interamente nel primo scaglione di possesso azionario, risulterebbe titolare di un voto per ciascuna azione (e dunque di 500 voti, al pari del trasferente che manterrebbe le restanti 500 azioni).

<sup>306</sup> Nel limite quantitativo di cui al secondo comma dell'art 2351 c.c., è necessario tener presente, la dottrina non ritiene possano considerarsi incluse le fattispecie tipizzate al terzo comma. L'esclusione non può, pertanto, che valere anche per le altre limitazioni soggettive non tipizzate.

reddituale) del settore tracciato, dunque, non si può che ammetterne l'ammissibilità nel nostro ordinamento giuridico.

Si tratterebbe, infatti, di una limitazione del diritto di voto non tipizzata di natura oggettiva (nel senso sopra chiarito)- di per sé non in contrasto con espressi divieti di legge<sup>307</sup>, né con le caratteristiche essenziali del tipo s.p.a., né, tanto meno, con principi generali di rango superiore- in quanto tale impiegabile tanto da società chiuse quanto da società aperte nel rispetto del limite quantitativo pari alla metà del capitale sociale e del divieto di voto plurimo.

Riconosciuta l'ammissibilità nel nostro ordinamento giuridico del voto fluttuante- così congegnato- non ci si può sollevare dall'esprimere qualche considerazione in ordine alla sua efficacia in una prospettiva di *corporate governance*, nonché in un'ottica di contenimento dei problemi di *agency* che l'emissione di azioni correlate inevitabilmente solleva.

Qualche precisazione merita, in particolare, l'opinione della dottrina italiana espressasi sul punto<sup>308</sup>, per la quale "(...) il voto fluttuante pare maggiormente conforme al tradizionale principio di proporzionalità tra rischio e potere deliberativo. E concorre, inoltre, a contenere i problemi di *agency* sollevati dalle azioni correlate (...)".

Quanto al primo aspetto, infatti, è facile evidenziare che all'aumento (o alla diminuzione) del valore del settore tracciato non corrisponde un aumento (o una

---

<sup>307</sup> La precisazione sembra opportuna: nel disporre l'atipico scaglionamento, infatti, deve tenersi conto del divieto di voto multiplo, sicché la misura massima del voto, da collegarsi allo scaglione più elevato, non può essere superiore ad un voto per azione.

<sup>308</sup> U. Patroni Griffi, *Le azioni correlate*, cit., 89.

diminuzione) del rischio- come ordinariamente inteso- cui gli azioni correlati sono esposti. L'ammontare del rischio, infatti, dipende dalla quantità di capitale- di rischio appunto- investito- o meglio posseduto- nella società. Esso, in quanto tale, è uguale per tutte le azioni, non potendo queste che avere tutte un uguale valore nominale. All'aumento (o diminuzione) del valore del settore tracciato corrisponde, piuttosto, l'aumento (o la riduzione) del valore reale delle azioni correlate, monetizzabile attraverso la relativa cessione onerosa.

Quanto al secondo profilo, poi, sembra invero emergere il timore che un meccanismo di ridefinizione periodica del diritto di voto incorporato in ciascuna azione correlata- finalizzato a far seguire all'incremento o diminuzione del rilievo economico del settore tracciato, un aumento o una diminuzione del potere deliberativo della speciale categoria azionaria- possa ingenerare un circolo vizioso- e viziato- per cui ad una maggiore (ed iniqua) allocazione di risorse attuata dall'organo amministrativo in un dato comparto corrisponde un maggior valore del medesimo comparto ed un maggiore peso deliberativo degli azionisti al medesimo comparto correlati.

Al contenimento dei problemi di agenzia sollevati dall'emissione di azioni correlate sembrano, piuttosto, funzionali il meccanismo del *cumulative voting*, ovvero l'istituzione di un organo *ad hoc* con compiti di monitoraggio e controllo sull'operato dell'organo amministrativo<sup>309</sup>, come l'ampliamento negoziale delle competenze deliberative delle assemblee speciali<sup>310</sup>.

---

<sup>309</sup> Così alcune società emittenti nella prassi nordamericana: AT&T (2000); GM (2000); Sprint (1998).

<sup>310</sup> La subordinazione di talune operazioni dell'organo amministrativo all'approvazione della maggioranza degli azionisti settoriali è soluzione adottata da: CMS Energy Corp (1995); Ralston Purina (1993).

Tutte soluzioni, queste, in grado di tutelare ciascun gruppo di azionisti, garantendo loro, rispettivamente, una rappresentanza equilibrata nel *board*, ovvero un'attività di continuo monitoraggio sulle decisioni gestionali, una più estesa tutela di gruppo tale da ricomprendere anche decisioni chiave dell'organo amministrativo.

Particolarmente efficace per il contenimento delle conflittualità infrasocietarie e degli *agency costs*- in un approccio di tipo contrattuale- inoltre, potrebbe essere la dettagliata disciplina statutaria delle *policies* gestionali che l'organo amministrativo debba osservare nelle operazioni salienti della gestione settoriale quali, ad esempio: l'allocazione delle risorse tra i vari settori; la ripartizione delle spese comuni, le transazioni commerciali intersettoriali ecc.

L'autonomia statutaria dovrà prestare particolare attenzione a questi aspetti, essendo forte la sensazione- corroborata dall'opinione di taluni analisti<sup>311</sup>- che lo scarso successo di mercato delle azioni correlate- riscontrato nella prassi statunitense- sia in gran parte dipeso dalla spesso inefficiente gestione della società multicomparto emittente.

---

<sup>311</sup> E.C. Dahlheim-M.L. Ericson-F.A. Humphries, *Long-term effect on shareholder value in a tracking stock equity structure- confusion or solution?*, tesi di master, Stockholm School of Business, 2001, reperibile all'url [www.dahlheim.com/ced/Tracking Stock.pdf](http://www.dahlheim.com/ced/Tracking%20Stock.pdf), ai quali si deve l'osservazione del dato per cui le società multicomparto emittenti *tracking stocks* tendono a trasferire risorse economiche dai settori più profittevoli a quelli meno profittevoli, con la conseguenza di "*an insufficient cross-subsidization and investment strategy*".

## Appendice

### A. TRACKING STOCK DEFINITION

<http://www.sec.gov/answers/track.htm>

Many companies issue "tracking" stocks—also known as "targeted" stocks—in addition to their traditional common stock. A tracking stock is a type of common stock that "tracks" or depends on the financial performance of a specific business unit or operating division of a company—rather than the operations of the company as a whole. Tracking stocks trade as separate securities. As a result, if the unit or division does well, the value of the tracking stock may increase—even if the company as a whole performs poorly. The opposite may also be true.

Shareholders of tracking stocks have a financial interest only in that unit or division of the company. Unlike the common stock of the company itself, a tracking stock usually has limited or no voting rights. In the event of a company's liquidation, tracking stock shareholders typically do not have a legal claim on the company's assets. If a tracking stock pays dividends, the amounts paid will depend on the performance of the business unit or division. But not all tracking stocks pay dividends.

The SEC's registration and reporting requirements for tracking stocks are basically no different from the requirements for any company issuing a new class of common stock. Unless an exemption applies, a tracking stock must be registered under the



Securities Act of 1933 if it is publicly offered. The reporting requirements under the Securities Exchange Act of 1934 extend to the company that offered the tracking stock to the public. In most cases, since the company is already filing reports with the SEC, the only effect of issuing a tracking stock is that the company must include financial statements about the tracking stock in its reports.

## **B. SEC ACCOUNTING STAFF MEMBERS-DIVISION OF CORPORATE FINANCE**

### ***Current Accounting and Disclosure Issues, Disclosure about "targeted stocks"***

***[http://www.sec.gov/divisions/corpfin/acctdisc\\_old.htm](http://www.sec.gov/divisions/corpfin/acctdisc_old.htm)***

#### *Overview*

Some registrants have issued classes of stock which they characterize as "targeted" or "tracking" stock because they are referenced in some manner to a specific business unit, activity or assets of the registrant. The staff is concerned that the style and content of disclosures about the operations referenced by a class of common stock may give the inaccurate impression that the investor has a direct or exclusive financial interest in that unit.

Notwithstanding the title given to a particular class of stock, an investor in any of a registrant's classes of common stock has a financial interest only in the residual net assets of the registrant, allocated among the shareholder classes in accordance with

the formulae stipulated in the corporate charter. Assets and income attributed to units referenced by each class typically are available to all of the registrant's creditors, and even other classes of shareholders, in the event of liquidation. While dividends declared on each class may not exceed some measure of the performance of the referenced business unit, no dividends need be declared at all. Moreover, the dividend declaration policies typically are subject to change and need bear no relationship to the relative performance of the referenced businesses. Methods and assumptions that can significantly affect measurement of the referenced unit's performance typically can be changed at any time without the consent of the security holders.

*Characterizations of the security as "tracking" a business unit*

If no term of the targeted stock requires or assures that potential distributions will correlate with the performance of the business unit nominally associated with the security, implications that the market value of the security will "track," or is otherwise linked with, a business unit are subject to challenge. The staff has asked registrants to explain in their filings why the formula for determining the amount available for dividends (or any other term or feature of the security) can be expected to link in some fashion the market value of a class of common stock with the value or performance of any subpart of the registrant, or state clearly that management does not intend to imply such a linkage.

### *Recommended approach to disclosure about targeted stock*

While the staff encourages robust disclosure about the registrant's operating segments, presenting information about the referenced businesses as if distinct from the registrant may confuse investors about the nature of the security. We believe companies should integrate discussions and quantitative data about the referenced business units more closely within a comprehensive discussion of the registrant's financial condition and operating results. While schedules or condensed financial information demonstrating the calculation of earnings available for each class of the registrant's common stock are relevant, more extensive presentations can be misunderstood and should be reconsidered. If a company chooses to present more than condensed financial data, the staff has recommended that companies present no greater detail than "consolidating financial statements" that include the referenced businesses together with the financial statements of the registrant. That presentation would show explicitly how management and the board have allocated and attributed revenues, expenses, assets, liabilities, and cash flows, but will not necessarily reflect earnings applicable to the different classes of stock due to features of the allocation formula which are incompatible with GAAP.

### *Use of separate full financial statements for a referenced business unit*

Notwithstanding our recommendation to the contrary, some issuers of targeted stock have chosen to present complete separate audited financial statements of the referenced units. In this case, the staff believes that financial statements of the

referenced unit furnished to investors should be accompanied always by financial statements of the registrant, as issuer of the security. Most auditors will permit use of their report on the financial statements of the referenced business only in those circumstances. EPS of one class of stock should not be presented alone or within the separate financial statements of the referenced business security because that business did not issue the security. EPS with respect to any class of the issuer's securities should be presented only with the issuer's consolidated financial statements or with its related consolidated information.

#### *Consequences of formula-based financial statements*

In some cases, separate financial statements presented in an issuer's filing do not appear to be an actual business or division, but rather an elaborate depiction of the earnings allocation formula for a class of stock, as if those legal terms defined an accounting entity. For example, sometimes that formula results in the depiction of one of the issuer's businesses as if it had a financial interest in another of its businesses. Financial statements prepared in accordance with the dictates of management, the board and the corporate charter for the purpose of measuring earnings available to a class of shareholders do not necessarily present fairly the financial condition, cash flows and operating results of an actual business unit within the registrant.

The staff has raised a number of questions in these circumstances: Do financial statements based on these formulae comply with GAAP? Does the association of the

auditor with these presentations give unwarranted comfort to investors about the fairness to the different shareholder groups of management's assignment of revenues and expenses and its allocation of capital and other costs. Are the financial statements "special purpose" financial statements that are prepared on a basis of accounting prescribed in a contractual agreement, requiring special considerations for disclosure and auditor association?

### *Non-GAAP measures of performance*

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 not 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.

### *Cost allocations*

The units referenced by the targeted stock may share many common costs, such as general and administrative and interest costs. As required by SAB Topic 1B, 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 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 allocations of debt and corporate expenses may change without security holder 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 in estimate or principle, how the auditor will determine whether a change is a "better" method of calculating earnings attributable to a particular shareholder group.

### *Other disclosure issues*

Other areas of disclosure that are of particular significance for issuers of targeted stock include the following:

- Policies for the management of cash generated by and capital investment in the referenced units, and for the pricing of "transactions" between the referenced units.
- Conflicts of interest.
- Effects of corporate events (mergers, tender offers, changes in control, adverse tax rulings, liquidation) on rights of the security holders.
- Terms under which one class may be converted into another class.
- Effects of changes in relative market values of the registrant's outstanding classes of stock on rights of the security holders.

### *Gain on Sale or Securitization of Financial Assets*

- At the March 1998 meeting of the Emerging Issues Task Force, the SEC staff reminded registrants of the requirements of GAAP in accounting for a sale or securitization of financial assets and any assets that are retained or received or liabilities that are incurred.
- Recognition of gains or losses on the sale of financial assets is not elective.

Paragraph 11 of FASB Statement No. 125, Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities, requires that upon completion of a transfer of financial assets that satisfies the conditions for a sale, the transferor shall (a) derecognize all assets sold, (b) recognize and initially measure at their fair value all assets obtained and liabilities incurred, and (c) recognize in earnings any gain or loss on the sale. The transferor should not defer in the balance sheet a gain or loss resulting from the sale of financial assets.

- In estimating the fair value of retained and new interests, the assumptions used in those valuations must be consistent with market conditions. In accounting for a sale of financial assets, fair value is used in allocating the carrying amount of the financial assets between the assets sold and the interests retained. Fair value also is used in the initial measurement of assets obtained and liabilities incurred in a sale. Fair value is the amount at which an item could be bought or sold in a current transaction between willing parties, that is, other than in a forced or liquidation sale. Paragraph 43 of Statement 125 prescribes that if quoted market prices are not available, the estimate of fair value shall be based on the best information available, which may include the results of valuation techniques. If fair values are estimated, those valuations should incorporate assumptions that market participants would use in their estimates of values, future revenues, and future expenses, including assumptions about interest rates, default, prepayment, and volatility. Thus,



using assumptions that are not consistent with current market conditions in order to ascribe intentionally low or high values to new or retained interests is not appropriate.

- Assumptions and methodologies used in estimating the fair value of similar instruments should be consistent. The discussion of fair value in paragraph 43 of Statement 125 provides useful guidance in the determination of fair value for both initial and subsequent measurements. That guidance indicates that in estimating the fair value of instruments that do not have quoted market prices, the quoted market prices of similar investments or the current market information assumed in valuing similar instruments may be considered. Likewise, it would be inappropriate to use significantly different values or assumptions for new or retained instruments that are similar.
- Significant assumptions used in estimating the fair value of retained and new interests at the balance sheet date should be disclosed. Significant assumptions generally include quantitative amounts or rates of default, prepayment, and interest. FASB Statement No. 107, Disclosures about Fair Value of Financial Instruments, requires the disclosure of fair values at the balance sheet date for retained and new interests that are financial instruments. In addition, paragraph 10 of Statement 107 requires the disclosure of significant assumptions used to estimate the fair value of those instruments. Paragraph 17(e)(2) of Statement 125 requires similar disclosure of fair value and significant assumptions for recognized servicing assets and

servicing liabilities. Assumptions regarding defaults, prepayments, and discount rates generally are significant in estimating the fair values of financial instruments, servicing assets, and servicing liabilities and, therefore, should be disclosed.

### **C. INTERNATIONAL FINANCIAL REPORTING STANDARD 8**

#### **Settori operativi**

##### **PRINCIPIO BASE**

1. Un'entità deve fornire le informazioni che consentano agli utilizzatori del suo bilancio di valutare la natura e gli effetti sul bilancio delle attività imprenditoriali che intraprende e i contesti economici nei quali opera.

##### **AMBITO DI APPLICAZIONE**

2. Il presente IFRS si applica:

a) al bilancio separato o individuale di un'entità:

- i) i cui titoli di debito o strumenti rappresentativi di capitale sono negoziati in un mercato pubblico (una borsa valori nazionale o estera ovvero mercato «over-the-counter», compresi i mercati locali e regionali); o
- ii) che deposita il proprio bilancio, o ha in corso il deposito del proprio

bilancio, presso una Commissione per la borsa valori o altro organismo di regolamentazione al fine di emettere una qualsiasi categoria di strumenti finanziari in un mercato pubblico; e

b) al bilancio consolidato di un gruppo avente un capogruppo:

- i) i cui titoli di debito o strumenti rappresentativi di capitale sono negoziati in un mercato pubblico (una borsa valori nazionale o estera ovvero mercato «over-the-counter», compresi i mercati locali e regionali); o
- ii) che deposita il bilancio consolidato, o ha in corso il deposito del bilancio consolidato, presso una Commissione per la borsa valori o altro organismo di regolamentazione al fine di emettere una qualsiasi categoria di strumenti finanziari in un mercato pubblico.

3. Se un'entità che non è tenuta ad applicare il presente IFRS decide di fornire informazioni sui settori che non sono conformi al presente IFRS, non deve definire tali informazioni come informativa di settore.

4. Se il fascicolo di bilancio contiene sia il bilancio consolidato di una controllante che rientra nell'ambito di applicazione del presente IFRS, sia il bilancio separato di tale controllante, l'informativa di settore deve essere presentata solo con riferimento al bilancio consolidato.

## SETTORI OPERATIVI

5. Un settore operativo è una componente di un'entità:

- a) che intraprende attività imprenditoriali generatrici di ricavi e di costi (compresi i ricavi e i costi riguardanti operazioni con altre componenti della medesima entità);
- b) i cui risultati operativi sono rivisti periodicamente al più alto livello decisionale operativo ai fini dell'adozione di decisioni in merito alle risorse da allocare al settore e della valutazione dei risultati; e
- c) per la quale sono disponibili informazioni di bilancio separate. Un settore operativo può intraprendere attività imprenditoriali dalle quali non ha ancora ottenuto ricavi: le attività in fase di avviamento (start-up) possono essere, ad esempio, settori operativi prima della generazione di ricavi.

6. Ciascuna parte di un'entità non è necessariamente un settore operativo o parte di un settore operativo. Ad esempio, la direzione di una società o alcuni dipartimenti funzionali possono non conseguire ricavi o possono conseguire ricavi che sono solo accessori rispetto alle attività dell'entità e non sarebbero settori operativi. Ai fini del presente IFRS, i piani a benefici successivi al rapporto di lavoro di un'entità non sono settori operativi.

7. L'espressione «più alto livello decisionale operativo» identifica una funzione, non necessariamente un manager con un titolo specifico. Tale funzione consiste

nell'allocare le risorse ai settori operativi di un'entità e valutarne i risultati. Spesso essa compete all'amministratore delegato, ma potrebbe spettare, ad esempio, ad un gruppo di amministratori esecutivi o ad altri.

8. Per molte entità, le tre caratteristiche dei settori operativi descritte nel paragrafo 5 identificano chiaramente i loro settori operativi. Tuttavia, un'entità può presentare relazioni nelle quali le sue attività imprenditoriali sono descritte in una varietà di modi. Se il più alto livello decisionale operativo utilizza più di un set di informativa di settore, altri fattori possono identificare un unico set di componenti costituenti i settori operativi di un'entità, compresa la natura delle attività imprenditoriali di ciascuna componente, l'esistenza di manager per esse responsabili e le informazioni presentate al consiglio di amministrazione.

9. Generalmente un settore operativo ha un manager di settore che risponde direttamente al più alto livello decisionale operativo e mantiene contatti periodici con esso per discutere le attività operative, i risultati di bilancio, le previsioni o i piani per il settore. Il termine «manager di settore» identifica una funzione, non necessariamente un manager con un titolo specifico. Il più alto livello decisionale operativo può essere altresì il manager di settore per taluni settori operativi. Un unico manager può essere il manager di settore per più di un settore operativo. Se le caratteristiche di cui al paragrafo 5 portano ad identificare più di un set di componenti di un'organizzazione ma vi è un unico set per il quale i manager di settore sono considerati responsabili, quest'ultimo set di componenti costituisce il settore operativo.

10. Le caratteristiche di cui al paragrafo 5 possono essere riconducibili a due o più set di componenti parzialmente coincidenti la cui responsabilità spetta a manager. Tale struttura viene talvolta definita come forma di organizzazione a matrice. Ad esempio, in talune entità alcuni manager sono responsabili di diverse linee di prodotto e di servizi in tutto il mondo, mentre altri sono responsabili per determinate aree geografiche. Il più alto livello decisionale operativo rivede periodicamente i risultati operativi di entrambi i set di componenti e per entrambi sono disponibili informazioni di bilancio. In tal caso l'entità deve determinare quale set di componenti costituisca il settore operativo con riferimento al principio base.

#### SETTORI OGGETTO DI INFORMATIVA

11. Un'entità deve fornire informazioni separate in merito a ciascun settore operativo che:

a) sia stato identificato conformemente ai paragrafi da 5 a 10 o derivi dall'aggregazione di due o più di tali settori conformemente al paragrafo 12;

e

b) superi le soglie quantitative di cui al paragrafo 13.

I paragrafi da 14 a 19 indicano altre situazioni in cui devono essere fornite informazioni separate in merito ad un settore operativo.

### *Criteria di aggregazione*

12. I settori operativi presentano spesso risultati di bilancio simili nel lungo periodo se hanno

caratteristiche economiche simili. Ad esempio, ci si dovrebbero attendere margini lordi medi simili nel lungo termine per due settori operativi se le loro caratteristiche economiche fossero simili. Due o più settori operativi possono essere aggregati in un unico settore operativo se l'aggregazione è compatibile con il principio base del presente IFRS, se i settori hanno caratteristiche economiche simili e se i settori sono simili per quanto riguarda ciascuno dei seguenti aspetti:

- a) natura dei prodotti e dei servizi;
- b) natura dei processi produttivi
- c) tipologia o classe di clientela per i loro prodotti e servizi;
- d) metodi usati per distribuire i propri prodotti o fornire i propri servizi; e
- e) natura del contesto normativo, se applicabile, ad esempio bancario, assicurativo o dei servizi pubblici.

### *Soglie quantitative*

13. Un'entità deve fornire informazioni separate in merito ad un settore operativo che soddisfi una qualsiasi delle seguenti soglie quantitative:

- a) i ricavi oggetto di informativa, comprese sia le vendite a clienti esterni sia le vendite o i trasferimenti tra settori, sono almeno il 10% dei ricavi complessivi, interni ed esterni, di tutti i settori operativi;
- b) l'importo in valore assoluto del relativo utile o perdita è almeno il 10% del maggiore, in valore assoluto, tra i seguenti importi: i) l'utile complessivo relativo a tutti i settori operativi in utile; e ii) la perdita complessiva relativa a tutti i settori operativi in perdita;
- c) le sue attività sono almeno il 10% delle attività complessive di tutti i settori operativi.

I settori operativi che non soddisfano alcuna delle soglie quantitative possono essere considerati oggetto di informativa separata se la direzione aziendale ritiene che le informazioni relative al settore siano utili per gli utilizzatori del bilancio.

14. Un'entità può aggregare informazioni sui settori operativi che non soddisfano le soglie quantitative ed informazioni relative ad altri settori operativi che non soddisfano tali soglie in modo da ottenere un settore oggetto di informativa solo se i settori operativi hanno caratteristiche economiche simili e condividono la maggior parte dei criteri di aggregazione di cui al paragrafo 12.

15. Se il totale dei ricavi esterni presentati dai settori operativi costituisce meno del 75% dei ricavi dell'entità, ulteriori settori operativi devono essere identificati come settori oggetto di informativa (anche se non soddisfano ai criteri di cui al paragrafo 13 fino a che almeno il 75% dei ricavi dell'entità non sia incluso nei settori oggetto di



informativa.

16. Le informazioni relative ad altre attività imprenditoriali e settori operativi che non sono oggetto di informativa devono essere aggregate e presentate nella classe «tutti gli altri settori» separatamente da altri elementi di riconciliazione nelle riconciliazioni previste nel paragrafo 28. Le fonti dei ricavi inclusi nella classe «tutti gli altri settori» devono essere descritte.

17. Se la direzione aziendale ritiene che un settore operativo identificato come settore oggetto di informativa nell'esercizio immediatamente precedente continui a essere importante, le informazioni relative a tale settore devono continuare ad essere presentate separatamente nell'esercizio in corso anche se il settore non soddisfa più ai criteri di rilevanza di cui al paragrafo 13.

18. Se un settore operativo è identificato come un settore oggetto di informativa nell'esercizio in corso perché rispetta le soglie quantitative, i dati del settore di un esercizio precedente presentati a fini comparativi devono essere rideterminati per riflettere il nuovo settore oggetto di informativa come un settore separato, anche se tale settore non rispettava, nell'esercizio precedente, i criteri di rilevanza di cui al paragrafo 13, a meno che le informazioni necessarie non siano disponibili e la loro elaborazione sarebbe eccessivamente onerosa.

19. Vi può essere un limite pratico al numero di settori oggetto di informativa che un'entità presenta separatamente, al di là del quale le informazioni di settore potrebbero diventare troppo dettagliate. Sebbene non sia stato determinato alcun limite preciso, quando il numero dei settori oggetto di informativa conformemente ai

paragrafi da 13 a 18 è superiore a dieci, l'entità dovrebbe considerare se un limite pratico sia stato raggiunto.

## INFORMAZIONI INTEGRATIVE

20. Un'entità deve fornire le informazioni che consentano agli utilizzatori del suo bilancio di valutare la natura e gli effetti sul bilancio delle attività imprenditoriali che intraprende e i contesti economici nei quali opera.

21. Per conferire efficacia al principio di cui al paragrafo 20, un'entità deve fornire quanto segue per ciascun esercizio per il quale venga presentato un conto economico:

a) le informazioni generali di cui al paragrafo 22;

b) le informazioni in merito all'utile o alla perdita di settore presentati, compresi i ricavi e le spese specificati inclusi nell'utile o nella perdita di settore presentati, alle attività di settore, alle passività di settore e alla base di valutazione, come descritto nei paragrafi da 23 a 27; e

c) le riconciliazioni dei totali dei ricavi di settore, dell'utile o perdita di settore presentati, delle attività di settore, delle passività di settore e di altre voci di settore significative con i corrispondenti importi dell'entità come descritto nel paragrafo 28.

Le riconciliazioni degli importi dello stato patrimoniale relativi ai settori oggetto di informativa con gli importi dello stato patrimoniale dell'entità sono necessarie per ciascuna data di presentazione dello stato patrimoniale. Le informazioni per gli

esercizi precedenti devono essere riviste come descritto nei paragrafi 29 e 30.

### *Informazioni generali*

22. Un'entità deve fornire le seguenti informazioni generali:

- a) i fattori utilizzati per identificare i settori oggetto di informativa dell'entità, compresa la base di organizzazione (ad esempio, se la direzione aziendale abbia scelto di organizzare l'entità in funzione delle differenze dei prodotti e servizi, delle aree geografiche, del contesto normativo o di una combinazione di fattori e se i settori oggetto di informativa siano stati aggregati); e
- b) i tipi di prodotti e servizi da cui ciascun settore oggetto di informativa ottiene i propri ricavi.

### *Informazioni in merito a utili o perdite, attività e passività*

23. Un'entità deve fornire una valutazione dell'utile o della perdita e delle attività totali per ciascun settore oggetto di informativa. Un'entità deve fornire una valutazione delle passività di ciascun settore oggetto di informativa se tale importo viene fornito periodicamente al più alto livello decisionale operativo. Un'entità deve inoltre fornire i seguenti elementi in merito a ciascun settore oggetto di informativa se gli importi specificati sono inclusi nella valutazione dell'utile o della perdita di settore esaminati dal più alto livello decisionale operativo o vengono forniti periodicamente al più alto

livello decisionale operativo, anche se non inclusi in tale valutazione dell'utile o della perdita di settore:

- a) ricavi da clienti esterni;
- b) ricavi da operazioni con altri settori operativi della medesima entità;
- c) interessi attivi;
- d) interessi passivi;
- e) svalutazioni e ammortamenti;
- f) voci significative di ricavo e di costo fornite conformemente al paragrafo 86 dello IAS

*Presentazione del bilancio;*

- g) quota di pertinenza dell'entità nell'utile o nella perdita di società collegate o joint venture contabilizzate con il metodo del patrimonio netto;
- h) oneri o proventi fiscali; e
- i) voci non monetarie rilevanti diverse da svalutazioni e ammortamenti.

Un'entità deve indicare separatamente interessi attivi e interessi passivi per ciascun settore oggetto di informativa a meno che la maggior parte dei ricavi del settore provengano da interessi e il più alto livello decisionale operativo si basi principalmente sugli interessi attivi netti per valutare i risultati del settore e prendere decisioni in merito alle risorse da allocare al settore. In tal caso un'entità può indicare gli interessi attivi del settore al netto degli interessi passivi purché lo specifichi.

24. Un'entità deve fornire i seguenti elementi in merito a ciascun settore oggetto di informativa se gli importi specificati sono inclusi nella valutazione delle attività di settore esaminate dal più alto livello decisionale operativo o vengono forniti periodicamente al più alto livello decisionale operativo anche se non inclusi nella valutazione delle attività di settore:

- a) l'importo dell'investimento in società collegate e joint venture contabilizzate con il metodo del patrimonio netto; e
- b) gli importi sommati alle attività non correnti<sup>(1)</sup> diversi da strumenti finanziari, attività fiscali differite, attività relative a benefici successivi al rapporto di lavoro (cfr. IAS 19 *Benefici per i dipendenti*, paragrafi da 54 a 58) e diritti derivanti da contratti assicurativi.

## VALUTAZIONE

25. L'importo di ciascuna voce di settore presentata deve corrispondere alla valutazione fornita al più alto livello decisionale operativo ai fini dell'adozione di decisioni in merito all'allocazione di risorse al settore e della valutazione dei suoi risultati. Le rettifiche e le eliminazioni operate nella preparazione del bilancio e nelle allocazioni di ricavi, costi, utili o perdite di un'entità devono essere incluse nella determinazione dell'utile o perdita di settore presentata soltanto se sono incluse nella valutazione dell'utile o perdita di settore utilizzata dal più alto livello decisionale operativo. Analogamente, solo le attività e passività che sono incluse nelle

valutazioni delle attività e passività di settore che sono utilizzate dal più alto livello decisionale operativo devono essere indicate per tale settore. Se importi sono allocati all'utile o perdita di settore, alle attività o passività presentati, tali importi devono essere allocati su base ragionevole.

26. Se il più alto livello decisionale operativo utilizza un'unica valutazione dell'utile o perdita, delle attività o passività di un settore operativo per valutare i risultati di settore e decidere come allocare le risorse, devono essere presentate tali valutazioni di utile o perdita, attività e passività di settore. Se il più alto livello decisionale operativo utilizza più di una valutazione di utile o perdita, attività e passività di settore, le valutazioni fornite sono quelle che la direzione aziendale ritiene siano determinate conformemente ai principi di valutazione maggiormente coerenti con quelli utilizzati nella valutazione degli importi corrispondenti nel bilancio dell'entità.

27. Un'entità deve fornire una spiegazione delle valutazioni di utile o perdita, attività e passività di settore per ciascun settore oggetto di informativa. Come minimo, un'entità deve indicare quanto segue:

a) la base di contabilizzazione di qualsiasi operazione tra settori oggetto di informativa;

b) la natura di qualsiasi differenza tra le valutazioni degli utili o perdite di settori oggetto di informativa e l'utile o la perdita dell'entità ante oneri o proventi fiscali e attività operative cessate (qualora non sia evidente dalle riconciliazioni di cui al paragrafo 28). Tali differenze potrebbero includere i principi contabili e i principi per l'allocazione di costi sostenuti a livello centrale che sono necessari per la

comprensione delle informazioni di settore presentate;

c) la natura di qualsiasi differenza tra le valutazioni delle attività dei settori oggetto di informativa e delle attività dell'entità (qualora non sia evidente dalle riconciliazioni di cui al paragrafo 28). Tali differenze potrebbero includere i principi contabili e i principi per l'allocazione di attività utilizzate congiuntamente che sono necessari per la comprensione delle informazioni di settore presentate;

d) la natura di qualsiasi differenza tra le valutazioni delle passività dei settori oggetto di informativa e delle passività dell'entità (qualora non sia evidente dalle riconciliazioni di cui al paragrafo 28). Tali differenze potrebbero includere i principi contabili e i principi per l'allocazione di passività utilizzate congiuntamente che sono necessari per la comprensione delle informazioni di settore presentate;

e) la natura di qualsiasi cambiamento rispetto ad esercizi precedenti nei metodi di valutazione utilizzati per determinare utile o perdita di settore presentato e l'eventuale effetto di tali cambiamenti sulla valutazione di utile o perdita di settore;

f) la natura e l'effetto di qualsiasi allocazione asimmetrica rispetto ai settori oggetto di informativa. Ad esempio, un'entità potrebbe allocare l'ammortamento ad un settore senza allocare le relative attività a tale settore.

### *Riconciliazioni*

28. Un'entità deve fornire le riconciliazioni di tutte le seguenti voci:

- a) il totale dei ricavi dei settori oggetto di informativa rispetto ai ricavi dell'entità;
- b) il totale delle valutazioni dell'utile o della perdita dei settori oggetto di informativa rispetto all'utile o alla perdita dell'entità ante oneri (proventi) fiscali e attività operative cessate. Tuttavia, se un'entità alloca a settori oggetto di informativa voci come oneri (proventi) fiscali, l'entità può riconciliare il totale delle valutazioni di utile o perdita di settore con l'utile o perdita dell'entità al netto di tali voci;
- c) il totale delle attività dei settori oggetto di informativa rispetto alle attività dell'entità;
- d) il totale delle passività dei settori oggetto di informativa rispetto alle passività dell'entità se le passività di settore sono presentate conformemente al paragrafo 23;
- e) il totale degli importi di qualsiasi altro elemento informativo rilevante presentato per i settori oggetto di informativa rispetto al corrispondente importo per l'entità.

Tutti gli elementi di riconciliazione rilevanti devono essere identificati e descritti separatamente. Ad esempio, l'importo di ciascuna rettifica rilevante necessaria per riconciliare l'utile o la perdita del settore oggetto di informativa con l'utile o la perdita dell'entità derivante da diversi principi contabili deve essere identificato e descritto separatamente.



### *Rideterminazione di informazioni fornite in precedenza*

29. Se un'entità modifica la struttura della sua organizzazione interna in modo da modificare la composizione dei suoi settori oggetto di informativa, le informazioni corrispondenti per gli esercizi precedenti, inclusi i periodi intermedi, devono essere rideterminate a meno che le informazioni non siano disponibili e la loro elaborazione sarebbe eccessivamente onerosa. Per stabilire se le informazioni non siano disponibili e se la loro elaborazione sarebbe eccessivamente onerosa, si deve esaminare individualmente ciascuna voce. In seguito ad una modifica della composizione dei suoi settori oggetto di informativa, un'entità deve indicare se abbia rideterminato le corrispondenti voci delle informazioni di settore per gli esercizi precedenti.

30. Se un'entità ha modificato la struttura della sua organizzazione interna in modo da modificare la composizione dei suoi settori oggetto di informativa e se le informazioni di settore per gli esercizi precedenti, compresi i periodi intermedi, non vengono rideterminate per riflettere la modifica, l'entità deve fornire, nell'esercizio in cui si verifica la modifica, le informazioni di settore per l'esercizio in corso in base sia alla vecchia che alla nuova suddivisione settoriale, a meno che le informazioni necessarie non siano disponibili e la loro elaborazione sarebbe eccessivamente onerosa.

## INFORMAZIONI RIGUARDANTI L'ENTITÀ NEL SUO INSIEME

31. I paragrafi da 32 a 34 si applicano a tutte le entità soggette al presente IFRS, comprese quelle che hanno un unico settore oggetto di informativa. Le attività imprenditoriali di talune entità non sono organizzate in funzione delle differenze nei relativi prodotti e servizi o delle differenze nelle aree geografiche di attività. I settori oggetto di informativa di tali entità possono presentare ricavi da un'ampia gamma di prodotti e servizi sostanzialmente diversi o più di uno dei suoi settori oggetto di informativa può fornire essenzialmente gli stessi prodotti e servizi. Analogamente, i settori oggetto di informativa di un'entità possono detenere attività in diverse aree geografiche e presentare ricavi da clienti di diverse aree geografiche o più di uno dei suoi settori oggetto di informativa può operare nella stessa area geografica. Le informazioni richieste nei paragrafi da 32 a 34 devono essere fornite soltanto se non sono già contenute nelle informazioni sul settore oggetto di informativa richieste dal presente IFRS.

### *Informazioni in merito ai prodotti e ai servizi*

32. Un'entità deve indicare i ricavi da clienti esterni per ciascun prodotto e servizio, o per ciascun gruppo di prodotti e servizi simili, a meno che le informazioni necessarie non siano disponibili e la loro elaborazione sarebbe eccessivamente

onerosa, nel qual caso tale fatto deve essere indicato. Gli importi dei ricavi presentati devono essere basati sulle informazioni di bilancio utilizzate per produrre il bilancio dell'entità.

### *Informazioni in merito alle aree geografiche*

33. Un'entità deve indicare le seguenti informazioni geografiche, a meno che le informazioni necessarie non siano disponibili e la loro elaborazione sarebbe eccessivamente onerosa:

a) i ricavi da clienti esterni attribuiti: i) al paese in cui ha sede l'entità; e ii) a tutti i paesi esteri, in totale, da cui l'entità ottiene ricavi. Se i ricavi da clienti esterni attribuiti ad un singolo paese estero sono significativi, tali ricavi devono essere indicati separatamente. Un'entità deve indicare la base per l'attribuzione dei ricavi da clienti esterni ai singoli paesi;

b) le attività non correnti<sup>(1)</sup> (1) diverse da strumenti finanziari, attività fiscali differite, attività relative a benefici successivi al rapporto di lavoro e diritti derivanti da contratti assicurativi: i) presenti nel paese in cui ha sede l'entità; e ii) presenti in tutti i paesi esteri, in totale, in cui l'entità detiene attività. Se le attività di un singolo paese estero sono significative, tali attività devono essere indicate separatamente.

Gli importi presentati devono essere basati sulle informazioni di bilancio utilizzate per produrre il bilancio dell'entità. Se le informazioni necessarie non sono disponibili e la loro elaborazione sarebbe eccessivamente onerosa, tale fatto deve essere indicato.

Un'entità può fornire, oltre alle informazioni richieste dal presente paragrafo, subtotali per le informazioni geografiche relative a gruppi di paesi.

#### *Informazioni in merito ai principali clienti*

34. Un'entità deve fornire informazioni in merito al grado di dipendenza dai suoi principali clienti. Se i ricavi provenienti da operazioni con un singolo cliente esterno sono pari o superiori al 10% dei ricavi di un'entità, l'entità deve indicare tale fatto, l'importo totale dei ricavi da ciascuno di tali clienti e l'identità del settore o dei settori che presentano i ricavi. L'entità non è tenuta a comunicare l'identità di un cliente importante o l'importo dei ricavi che ciascun settore ottiene da tale cliente. Ai fini del presente IFRS, un gruppo di entità che un'entità sa essere soggette ad un controllo comune devono essere considerate come un cliente unico ed entità che l'entità sa essere soggette al controllo di un governo (nazionale, statale, provinciale, territoriale, locale o estero) devono essere considerate come un cliente unico.

#### DISPOSIZIONI TRANSITORIE E DATA DI ENTRATA IN VIGORE

35. Un'entità deve applicare il presente IFRS a partire dai bilanci degli esercizi con inizio il 1<sup>o</sup> gennaio 2009. È consentita un'applicazione anticipata. Qualora l'entità applichi il presente IFRS per un esercizio che ha inizio prima del 1<sup>o</sup> gennaio 2009, tale fatto deve essere indicato.

36. Le informazioni di settore per esercizi precedenti che sono presentate come

informazioni comparative nell'esercizio di applicazione iniziale devono essere rideterminate alla luce delle disposizioni del presente IFRS, a meno che le informazioni necessarie non siano disponibili e la loro elaborazione sarebbe troppo onerosa.

## SOSTITUZIONE DELLO IAS 14

37. Il presente IFRS sostituisce lo IAS 14 *Informativa di settore*.

## APPENDICE A

### *Definizione dei termini*

*La presente appendice costituisce parte integrante dell'IFRS.*

### Settore operativo

Un settore operativo è una componente di un'entità:

- a) che intraprende attività imprenditoriali generatrici di ricavi e di costi (compresi i ricavi e i costi riguardanti operazioni con altre componenti della medesima entità);
- b) i cui risultati operativi sono rivisti periodicamente al più alto livello decisionale operativo ai fini dell'adozione di decisioni in merito alle risorse da allocare al settore e della valutazione dei risultati; e
- c) per la quale sono disponibili informazioni di bilancio separate.

## BIBLIOGRAFIA

ABBADESSA P., *L'assemblea nella s.p.a.: competenza e procedimento nella legge di riforma*, in Giur. Comm. 2004, supplemento al n.3, 542 ss.

ABBADESSA P., *La gestione dell'impresa nella società per azioni: profili organizzativi*, Milano 1975.

ABRIANI N., *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, in Quaderni di giurisprudenza commerciale, Milano, 1994.

AMMANN-HOECHLE-SCHMID, *Is there really no conglomerate discount?*, working paper, ottobre 2009.

ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003.

ANGELICI C., *Le azioni della società per azioni*, in Il codice civile: Commentario diretto da P. Schlesinger, Milano, 1992.

ANGELICI C., *Commento all'art. 2350*, in Le azioni, Artt. 2346-2356, in Il codice civile. Commentario diretto da P. Schlesinger, Milano, 1992.

ANGELICI C., *Sulla "inscindibilità" della partecipazione azionaria*, in Riv. dir. comm., 1985, I, 123.

ANGELILLIS A.-VITALI M.L., *Sub art. 2351*, in *Azioni* a cura di M. Notari, in Commentario alla riforma delle società diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 371.

ANGIOLA N., *las 14: segment reporting*, Milano, 2004.

ANGIOLA N., *Imprese diversificate e informativa settoriale*, Torino, 2004.

ANNUNZIATA F., *Commento agli artt. 2437-2437 quinquies*, in Commentario alla riforma delle società a cura di P.Marchetti-L.A.Bianchi-F.Ghezzi-M.Notari, Milano, 2005.

ASCARELLI T., *Sui poteri della maggioranza nelle società per azioni e alcuni loro limiti*, in Riv. dir. comm., 1950, I.

ASCARELLI T., *Interesse sociale e interesse comune nel voto*, in Riv. trim. dir. e proc. civ., 1951, 1149 ss.

ASSOCIAZIONE D. PREITE , *Il diritto delle società*, Bologna, 2006.

BIANCHI DI GIULIO-BRUNO, *Dalle tracking shares alle azioni correlate:brevi riflessioni sull'esperienza domestica italiana*, in Società, 2009, 137.

BIANCHI L.A., *Le tecniche di difesa dalle scalate nella recente esperienza statunitense*, in Riv. soc. 1987, fasc. 2, 506 ss.

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, 79.

BIGELLI M., *Le azioni di risparmio: un'analisi economica e gli effetti sulla governance dell'impresa*, Bologna, 2003.

BILLET-MAUER, *Diversification and value of internal capital markets: the case of tracking stock*, in 24 Journal of Banking and Finance, 2000, 1457.

BLACK, *Corporate dividends and stock repurchases*, Eagan MN, 1990, agg. 2004.

BORSA ITALIANA S.P.A., *Riforma del diritto societario. Osservazioni sulle bozze dei*

*decreti legislativi 2 dicembre 2002*, in Riv. soc., 2002, 1564.

BREALEY R.A., MYERS S.C., SANDRI S., *Principi di finanza aziendale*, McGraw Hill, Milano, 1999.

BUZZI U., *Azioni privilegiate e azioni speciali nella pratica statutaria*, in Riv. Soc. 1959.

CALANDRA BUONAURA V., *Il recesso del socio di società di capitali*, in Giur. Comm., 2005, I, 291.

CALANDRA BUONAURA V., *Gestione e rappresentanza degli amministratori*, in *Trattato delle società per azioni diretto da Colombo-Portale*, vol. IV.

CALIFANO G.V., *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2010.

CAMPA-KEDIA, *Explaining the diversification discount*, in 57 J. Fin. 2002, 1731.

CAMPOBASSO G.F., in *Manuale di diritto commerciale, Diritto delle società (vol 2)*, ediz. 6.

CAMPOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, in *Trattato delle società per azioni diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale*, vol.5, Torino, 1988.

CARBONE C., *Le azioni correlate quale forma di finanziamento finalizzato*, in *Società*, 2008, 797.

CARMIGNANI S., *sub art. 2437 ter*, in *Riforma delle società diretto da Sandulli-Santoro*, vol.2.

CERA M., *Il passaggio delle riserve a capitale*, Milano, 1980;

CHEMAUR T.J.-PAEGLIS I., *Why issue tracking stock? Insights from a comparison with spin-offs and carve-outs*, in 14 Journal of applied corporate finance,



2001, 108.

CHIAPPETTA F., *Finanziamento della società per azioni e interesse sociale*, in Riv. Soc. 2006, fasc. 4, 668 ss.

COB, *L'introduction en France d'actions traçant*, Julliet, 2000, 10 ss.

COLOMBO G.E., *La disciplina contabile dei patrimoni destinati: prime considerazioni*, in Banca, borsa, tit. cred., 2004, I, 30.

COLOMBO G.E., *Il bilancio d'esercizio*, in Trattato delle società per azioni diretto da G.E. Colombo e G. Portale, 7, Torino, 1994.

COLOMBO G.E., *Il bilancio e le operazioni sul capitale*, Relazione al Convegno su "Aumenti e riduzioni di capitale" organizzato dal Consiglio notarile lombardo (Milano, 19 maggio 1984).

COLONNELLI DE GASPERIS M., *Le azioni correlate: tracking stocks*, Napoli, 2010.

CONFORTINI M., *La multiproprietà azionaria al vaglio della Cassazione*, in Riv. dir. priv., 1998, 127 ss.

CONSIGLIO NOTARILE DI FIRENZE, *Azioni speciali e loro conversione automatica in ordinarie a seguito di trasferimento*, pubblicata in Riv. dir. soc. 2009, vol 2, 403 ss.

D'SOUZA J.-JACOB J., *Why firms issue targeted stock*, in 56 Journal of financial economics, 2000, 459.

DAHLHEIM C.-ERICSON M.L.-HUMPHRIES F.A., *Long-term effect on shareholder value in a tracking stock equity structure- confusion or solution?*, tesi di master, Stockholm School of Business, 2001, [www.dahlheim.com/ced/Tracking Stock.pdf](http://www.dahlheim.com/ced/Tracking Stock.pdf)

DANIELOVA, *Tracking stocks or spin off? Determinants of choice*, in 37 Fin. Manag.,

2008, 125.

DE ACUTIS M., *L'associazione in partecipazione*, Padova, 1999.

DE ACUTIS M., *Le azioni di risparmio*, Milano, 1981.

DE BIASI, *Patrimoni separati e Alphabet stock, nuove norme e vecchi problemi*, in Vita Not., 2003, 457.

DE BIASI, "*Burro e cannoni*": *le alphabet stock*, in Società, 2002, 815.

DE NOVA G., *Il diritto di recesso parziale nella nuova società a responsabilità limitata*, in Riv. dir. priv. 2004, II, 329.

DENTAMARO, *sub art. 2384 c.c.*, in Nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza. Commentario diretto da G. Cottino, Bologna, 2009.

DESANA E., *Opa e tecniche di difesa. Dalle misure difensive "successive" a quelle "preventive"*, Milano, 2003.

DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, 3, Torino, 2006, 219.

DONNA G., *L'impresa multibusiness. La diversificazione crea o distrugge valore?*, Università Bocconi editore, Milano, 2003.

ELDER J.-JAIN P.K.-KIM J.C., *Do Tracking stocks reduce informational asymmetries? An analysis of liquidity and adverse selection*, in 28 Journal of financial research, 2005, 197.

ELDER J.-WESTRA P., *The reaction of security price to tracking stock announcements*, Journal of economics and finance, 2000, 36.

ENRIQUES L., *Audizione dinanzi alle Commissioni Giustizia-Finanze sulla riforma*

*societaria*, (Camera dei deputati, 27.11.02), [www.associazionepreite.it](http://www.associazionepreite.it)

ENRIQUES L., *Quantum non datur: appunti in tema di strumenti finanziari partecipativi in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in Banca, borsa, tit. cred., 2005, I, 166.

FAMA E.F., *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*, in 25 J. Fin. 1970, 387.

FERRARA F.JR.-CORSI F., *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2001.

FERRI G.JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in Riv. dir. comm., 2003, I, 805.

FERRI G., *Delle società*, in Commentario del codice civile a cura di A. Scialoja-G.Branca, Bologna-Roma, 1981.

FILKEINSTEIN-HANDLER-TODD, *Tracking stock*, in Tax strategies for corporate acquisitions, dispositions, spin-offs, joint ventures, financings, reorganizations & restructurings, PLI Handbook, 2007, 843.

FIMMANÒ F., *Le destinazioni "industriali" dei patrimoni sociali*, in Riv. dir. priv., 2004, fasc. 4, 813.

FRÈ G., *Commento all'art. 2348 c.c.*, in Società per azioni, in Commentario del codice civile Scialoja-Branca, Roma, 1997, 230.

FUCHS, *Tracking stock – Spartenaktein als Finanzierungsinstrument für deutsche Altiengesellschaften*, in ZGR, 2003, 169.

GALGANO F., *Le clausole statutarie sulla ripartizione degli utili*, in Riv. soc. 1982, 1160.

GALGANO F., *Le società in genere. Le società di persone*, in Trattato di diritto civile e commerciale diretto da Cicu-Messineo, Milano, 1982.

GALGANO F., *Gli amministratori*, in Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico economico diretto da F. Galgano, vol. VII.

GALLETTI, *sub art. 2437 ter - criteri di determinazione del valore delle azioni*, in Il nuovo diritto societario. Commento sistematico, a cura di A. Maffei Alberti, vol. 2, Padova, 2005, 1472.

GIANNELLI A., *Commento all'art. 2447 bis*, in Società di capitali. Commentario a cura di G. Niccolini- A. Stagno D'Alcontres, II, Napoli, 2004, 1210.

GRAHAM-LEMMON-WOLF, *Does corporate diversification destroy value?*, in 57 J. Fin. 2002, 695.

GREENWALD B., *New York Times*, 12 luglio 1994.

GUYON Y., *Les tracking stocks*, in Droit bancaire et financier. Mélanges AE-DBF-France, III, sous la direction de Vauplane et Daigre, Paris, 2001, 180.

HARPER J.T.-MADURA J., *Sources of hidden value and risk within tracking stocks*, in 31 Fin. Manag., 2002, 91

HASHIMOTO, *Commercial code revisions: Promoting the evolution of japanese companies*, NRI Paper n. 48, maggio 2002, 6, [www.nri.co.jp/english/opinion/papers/2002/pdf/np200248.pdf](http://www.nri.co.jp/english/opinion/papers/2002/pdf/np200248.pdf)

HASS J., *How quantum, DLJ, and Ziff-Davis are Keeping on track with tracking stock: Part II*, New York Law school Working Paper, ottobre 1999, in [www.wallstreetlawyer.com](http://www.wallstreetlawyer.com).

HASS J., *Directorial fiduciary duties in a tracking stock equity structure: the need for a duty of fairness*, in 94 Mich. L. Rev., 1996, 2090.

HUANG P.H.-KNOLL M.S., *Corporate finance, corporate law and finance theory*, in 74 South. Cal.L.Rev., 2000, 175.

I.F.A., *Dividend access shares (Stapled stock)*, Proceedings of seminar held in Cannes, France, in 1995 during the 49<sup>th</sup> Congress of the International Fiscal Association, The Hague, 1996.

IOVENITTI P.M., *Il nuovo diritto di recesso: aspetti valutativi*, in Riv. soc. 2005, fasc.2-3, 459.

JAEGER P.G., *L'interesse sociale*, Milano, 1963.

JAEGER P.G., *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, Giur. Comm., 2000, I, 795.

LA PORTA U., *Il trasferimento delle aspettative. Contributo allo studio delle situazioni soggettive attive*, Napoli, 1995.

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 tit. cred., 2003, I, 519.

LAMANDINI M., *Nello statuto i destini delle azioni correlate*, in Il sole 24 ore, 12 ottobre 2002.

LIBONATI B., *L'impresa e le società: lezioni di diritto commerciale*, Milano, 2005.

MANZO-SCIONTI, *Patrimoni dedicati e azioni correlate: "cellule" fuori controllo?*, in Le società 2003, fasc. 10, 1329.

MARCHETTI P., *Conversione automatica al momento della quotazione di azioni di altra categoria in azioni di risparmio: uno statuto*, in Riv. soc. 1984, 1042.

MARCHETTI P., *Profili di diritto societario*, in Consiglio nazionale del notariato, spontaneità del mercato e regole giuridiche, coordinato da P. Schlesinger, Milano, 2002.

MARCOVITZ, *Portfolio selection*, in J.Fin., 1952, 7, 77.

MAROCCHI M., *Il rendiconto dell'art. 2350, comma secondo, c.c.: un bilancio per gli azionisti correlati*, in Contratto e impresa, n.3/2009, 728.

MARTORANO F., *Sub art. 2350*, in La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003 n.6 a cura di M. Sandulli-V. Santoro, I, Torino, 2003, 143.

MAUGERI M., *Sulle competenze "implicite" dell'assemblea nella società per azioni*, in Riv. dir. soc., 2007, 86 ss.

MAUZ R.K., *Bases for more detailed reporting by diversified companies*, in Financial reporting by diversified company, Financial Executives Research Foundation, New York, 1968.

MIGNOLI A., *La nozione di categoria e le categorie di azioni ai sensi degli artt. 2348 e 2376 c.c.*, in Riv. dir. comm., 1953, I, 450.

MIGNOLI A., in *Le assemblee speciali*, Milano, 1960.

MIGNOLI A., *Le "partecipazioni agli utili" nelle società di capitali*, Milano, 1966.

MIGNOLI A., *L'interesse sociale*, in Riv. Soc., 1958, 748.

MIGNONE G., *"Tracking shares" e "actions reflet" come modelli per le nostre "azioni correlate"*, in Banca, borsa e titoli di credito, 2003, 610.

MIGNONE G., *sub art. 2350*, in Il nuovo diritto societario. Commentario diretto da G. Cottino-G. Bonfante- O. Cagnasso- P. Montalenti, edizione 2004.

MIGNONE G., *sub art. 2350*, in Il nuovo diritto societario, Commentario diretto da G. Cottino, G Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, edizione 2009.

MODIGLIANI F. - MILLER M., *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, in American Economic Review, 1963, 433.

MODIGLIANI F. - MILLER M., *The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment*, in 48 American Economic Review, 1958, 261.

MONDINI P.F., in *Le azioni correlate ai sensi dell'art. 2350, comma 2, c.c.: brevi considerazioni sulle prime esperienze applicative*, Riv. soc. 2007, II vol, 899.

MONDINI P.F., *Le azioni correlate*, Milano, 2009.

MOSCA C., *Commento all'art. 104*, in La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza. Commentario a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, 1999.

NICOLÒ D., in *Il reporting per segmenti e l'informativa settoriale secondo l'IFRS 8*, Milano, 2009.

NOTARI M., *Commento all' art. 2348*, in Commentario alla riforma delle società, diretto da P.G. Marchetti-L.A. Bianchi-F. Ghezzi-M. Notari, Milano, 2008.

NOTARI M., *Commento all'art. 145*, in La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza. Commentario a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, Milano, 1999.

NOTARI M.-BERTONE J., *Commento all'art. 2359*, in Commentario alla riforma delle società diretto da P. Marchetti, L.A.Bianchi, F. Grezzi, M. Notari, Milano, 2008.

NOTARI M.- GIANNELLI A., *art. 2346 comma 6*, in Commentario alla riforma delle

- società diretto da P. Marchetti-L.A. Bianchi-F.Ghezzi-M.Notari, Milano, 2008.
- OPPO G., *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, Riv. Dir. civ., 2004, II, 57.
- OTTAVIANO-SUZZI, *I diritti patrimoniali inerenti le azioni correlate: ripartizione degli utili e delle perdite*, in Amm. Fin., fasc. 6, 2008, 24.
- PACIELLO A., *Le azioni correlate*, in Giurisprudenza commerciale, Profili patrimoniali e finanziari della riforma, a cura di Montagnani, 2004, 219.
- PACIELLO A., *sub art. 2437*, in Società di capitali. Commentario a cura di G.Niccolini-A.Stagno D'Alcontres, Napoli, 2004.
- PALASH R. GHOSH, *An epitaph for tracking stocks*, 11 agosto 2010, <http://m.ibtimes.com/stocks-42398.html>
- PATRONI GRIFFI U., in *Commento allo statuto Cape Listed Investment Vehicle in Equity S.p.A.: un esempio di azioni correlate*, Riv. dir. soc., 2007/3, 176.
- PATRONI GRIFFI U., *Le azioni correlate*, Napoli, 2005.
- PESCATORE S., *Le azioni riscattabili e le azioni correlate*, in A.A. V.V., La riforma del diritto societario, a cura di M. de Tilla-G. Alpa-S. Patti, 2003, 89.
- PETTITI D., *Contributo allo studio del diritto dell'azionista al dividendo*, Milano, 1957.
- PISANI MASSAMORMILE A., in *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, Riv. soc., 2003, 1268.
- PORTALE G.B., *Conversione automatica al momento della quotazione di azioni di altra categoria in azioni di risparmio*, in Riv. soc. 1986, 569.
- PORTALE G.B., *Dal capitale "assicurato" alle "tracking stocks"*, Riv. Soc. 2002, 146.



PORTALE G.B., *Rapporti tra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Liber amicorum Campobasso*, vol. II, 2006, 5.

RIAHI-BELKAOUI A., *The nature and consequences of multidivisional structure*, London, 1995.

RORDORF R., *Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la riforma*, in *Le società 2003*, vol 7, 923.

SACCHI, in *Autonomia statutaria, competizione fra ordinamenti e giurisprudenza comunitaria*, Riv. dir. civ., 2004, II, 69.

SALAFIA V., *Conversione di azioni di risparmio in ordinarie*, in *Società*, 1994, 527.

SALAMONE L., *Il finanziamento dei patrimoni destinati a "specifici affari"*, in *Giur. Comm.* 2006, I, 235.

SANTAGATA R., *sub art. 145*, in *Testo unico della finanza*, Commentario diretto da G. F. Campobasso, Torino, 2001, 1170.

SANTOSUOSSO D.U., *Il nuovo diritto societario. I principi della legge delega e le linee guida della riforma*, in *Dir. e giust.*, 2003, suppl. al fasc. 9, 31.

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.

SBISÀ G., *Commento all'art. 2359*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna, 1997.

SCHLESINGER P., *L'approvazione del rendiconto annuale nelle società di persone*, in *Riv. soc.*, 1965, 809.

SERAFINI S., *Le azioni correlate e i diritti patrimoniali sui risultati del settore*, in *Riv. Dir. Comm.* 2005, I, 787.

SFAMENI P., *Le fonti della disciplina del bilancio delle società*, in *La disciplina giuridica del bilancio di esercizio* a cura di L. A. Bianchi,, Milano, 2001, 16.

SFAMENI P., *Commento all' art. 2350*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P.G. Marchetti-L.A. Bianchi-F. Ghezzi-M. Notari, Milano, 2008, 202.

SHLEIFER A., *Inefficient markets. An introduction to behavioral finance*, Oxford, 2000.

SPADA P., *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1985, fasc. 2, 95.

STELLA RICHTER M.JR., *Società (riforma delle)*, in *Enc. Giur.*, XXIX, Roma, 2004, 4 ss.

STELLA RICHTER, *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, vol. 1, 399 ss.

STRAMPELLI G., *Le riserve da fair value: profili di disciplina e riflessi sulla configurazione e natura del patrimonio netto*, in *Riv. soc.* 2006, 243.

TEDESCHI F., *Sulla conversione delle azioni di risparmio in azioni ordinarie*, in *Giur. Comm.*, 1978, fasc. 4, 589.

VENTORUZZO M., *Europe's Thirteenth Directive and U.S. Takeover Regulation: Regulatory Means and Political and Economic Ends*, in *41 Texas Int. L. J.*, 2006, 171.

VENTORUZZO M., *I "listing standards" nell'esperienza statunitense*, in *AGE*, 2002, 337.

VENTORUZZO M., *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso*, in *Riv. soc.*

2005, fasc. 2-3, 309.

VIANDIER A., *Les actions reflet*, in *Reveu de jurisprudence de droit des affaires*, 2001, 4 ss.

WEI HE-TARUN K. MUKHERJEE-PEIHWANG WEI, *Examining the choice between tracking stocks and minority carve-outs and their relative performances*, Working Paper, 2006.

WILLIAMSON O.E., *The economic institutions of capitalism. Firms, markets, relational contracting*, Yale University, 1985, 279.