

V CONVEGNO ANNUALE DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI
PROFESSORI UNIVERSITARI DI DIRITTO COMMERCIALE
"ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

"L'IMPRESA E IL DIRITTO COMMERCIALE: INNOVAZIONE, CREAZIONE DI
VALORE, SALVAGUARDIA DEL VALORE NELLA CRISI"

Roma, 21-22 febbraio 2014

ANDREA SACCO GINEVRI

**Attivismo degli azionisti di risparmio e operazioni
straordinarie: dal *non voting-discount* al *veto-premium***

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Il problema del *veto-premium*. - 3. Un possibile *mitigant*: l'interpretazione sistematica del concetto di «pregiudizio» ai diritti della categoria. - 4. Una possibile soluzione: la riscattabilità delle azioni di risparmio. - 5. Sintetiche considerazioni conclusive.

1. Premessa.

L'occasione di un convegno incentrato su *innovazione, salvaguardia e creazione di valore* nell'impresa, che si tiene a quarant'anni dall'introduzione delle azioni di risparmio nell'ordinamento delle società quotate italiane ⁽¹⁾, stimola una riflessione su quali siano le ragioni per cui tale categoria azionaria stia andando incontro a una progressiva e inesorabile estinzione e, in subordine, su quali possano essere le soluzioni (ermeneutiche, normative o statutarie) idonee a rivitalizzare tale strumento di investimento nell'impresa quotata ⁽²⁾.

¹ Come noto, le azioni di risparmio sono state introdotte nell'ordinamento societario italiano dalla legge 7 giugno 1974, n. 216 (artt. 14 e ss.).

² Che le azioni di risparmio meritino una rivitalizzazione è uno degli assunti da cui muove il presente contributo, e poggia sulla convinzione che tanto maggiore è lo spettro degli strumenti di investimento nelle imprese organizzate in forma societaria, tanto più efficiente può essere la

Poiché l'argomento è particolarmente ampio, si è scelto di concentrare l'indagine sulla comprensione di un fenomeno che pare sempre più ricorrente nei mercati finanziari italiani, vale a dire la tendenza ad attribuire un plusvalore ("*veto-premium*") alle azioni di risparmio rispetto alle azioni ordinarie in prossimità, o in costanza, di talune operazioni straordinarie cui partecipi l'emittente.

Il ragionamento prende le mosse dall'osservazione di alcuni elementi che, letti congiuntamente, spiegano le ragioni generatrici del *veto-premium* e dei suoi effetti potenzialmente distorsivi.

L'esperienza degli anni recenti mostra un progressivo decremento delle azioni di risparmio in circolazione, derivante da operazioni di conversione obbligatoria sempre più diffuse ⁽³⁾ a fronte di operazioni di nuova emissione sempre più rare ⁽⁴⁾. Conseguenza di tale graduale ipotrofia è che, a fine 2012, la categoria *de qua* era presente solo nel 12,3 per cento degli emittenti quotati sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. e rappresentava in media solo il 4,7 per cento del loro capitale sociale complessivo ⁽⁵⁾.

politica di patrimonializzazione delle medesime e, pertanto, il loro sviluppo imprenditoriale (in questi termini si esprime, *ex multis*, U.TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 984: «*in una s.p.a. che si apre al mercato dei capitali – l'emissione di categorie speciali di azioni allarga i canali di finanziamento dell'impresa, dal momento che, secondo gli insegnamenti della finanza aziendale, maggiore è la diversità dei prodotti finanziari che una società (per azioni) può offrire, più ampia è la tipologia di investitori che verso quelle società possono far affluire risorse a titolo di finanziamento/investimento*»).

³ V. ad es. le conversioni obbligatorie di azioni di risparmio in azioni ordinarie realizzate dai seguenti emittenti: Exor (2013); Fiat (2012); BMPS (2012); Jolly Hotels (2007); BNL (2006); SOPAF (2005); Valentino Fashion Group (2005); Intek (2004); Pininfarina (2004); Mondadori (2003).

⁴ Non sono considerate, a questi fini, vere e proprie *nuove emissioni* di azioni di risparmio quelle operazioni che hanno portato alla creazione di una nuova categoria di titoli di risparmio offerti in opzione alle azioni di risparmio già esistenti (in luogo dell'offerta in opzione di ulteriori azioni di risparmio della categoria già esistente).

⁵ I dati numerici indicati nel testo sono tratti dal Rapporto Consob sulla *corporate governance* delle società quotate italiane (cfr. spec. p. 10) redatto e presentato dalla Consob in data 18 novembre 2013 e reperibile sul sito *internet* dell'Autorità all'indirizzo www.consob.it. Il rapporto Consob illustra la progressiva riduzione delle azioni di risparmio in circolazione: (i) nel 1992 erano presenti nel 36,9 per cento degli emittenti quotati sul MTA, e rappresentavano in media il 10,8 per cento del relativo capitale

Mentre la mancanza di nuove operazioni di emissione è giustificata, *inter alia*, dall'inidoneità delle azioni di risparmio a reperire nuovo capitale di rischio sul mercato ⁽⁶⁾, diversamente la loro conversione obbligatoria è spesso funzionale alla soppressione di un'"arma di ricatto" significativa nelle mani di minoranze organizzate, che si rivela particolarmente efficiente in un sistema societario in cui pare ancora oggi prevalente una lettura piuttosto estensiva della nozione di "pregiudizio" rilevante ai diritti degli azionisti di risparmio – tale da ricomprendervi, secondo i più, anche il pregiudizio di diritto "indiretto" (v. *infra*) – e, dunque, del presupposto che rende necessaria l'approvazione dell'assemblea speciale anche in ipotesi di operazioni attuative del migliore interesse sociale ⁽⁷⁾.

E poiché può accadere che gli emittenti progettino operazioni straordinarie, anche dall'elevato valore strategico e imprenditoriale per tutti i soci (ordinari e di risparmio), che tuttavia arrechino un pregiudizio formale ai diritti legali o

sociale; (ii) nel 1998 erano presenti nel 31,9 per cento degli emittenti quotati sul MTA, e rappresentavano in media l'8,2 per cento del relativo capitale sociale; (iii) nel 2011 erano presenti nel 13,8 per cento degli emittenti quotati sul MTA, e rappresentavano in media il 5,5 per cento del relativo capitale sociale. Cfr. anche S.ALVARO, A.CIAVARELLA, D.D'ERAMO, N.LINCIANO, *La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, in *Quaderni giuridici Consob*, reperibile in www.consob.it, 2014, p. 43.

⁶ Cfr. sul punto, *ex multis*, N.ABRIANI, voce *Azioni di risparmio*, nel *Digesto delle discipline privatistiche, sez. comm.*, Giuffrè, Milano, 2000, spec. p. 53, nt. 10; M.NOTARI, *Sub art. 146 Tuf*, in P.MARCHETTI e L.A.BIANCHI (a cura di), *La disciplina delle società quotate*, Giuffrè, Milano, 1999, II, spec. p. 1533.

⁷ V. gli artt. 146, comma 1, lett. b, del Tuf e 2376 cod. civ. In letteratura si v., in arg., in luogo di molti, A.MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Giuffrè, Milano, 1960, p. 205 ss.; P.GROSSO, *Categorie di azioni ed assemblee speciali*, Giuffrè, Milano, 1999, p. 135 ss.; R.COSTI, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. comm.*, 1990, I, p. 569 ss.; F.D'ALESSANDRO, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. comm.*, 1990, I, p. 583 ss.; G.B.PORTALE, *Uguaglianza e contratto*, in *Riv. dir. comm.*, 1990, I, p. 726 ss.; G.FERRI, *Le società*, nel *Trattato di diritto civile*, Utet, Torino, 1985, p. 474 ss.; B.LIBONATI-P.FERRO-LUZZI, *Categorie di azioni e aumento del capitale con emissione di sole azioni ordinarie*, in *Riv. dir. comm.*, 1990, I, p. 703 ss.; A.M.LEOZAPPA, *Diritti di categoria ed assemblee speciali*, Giuffrè, Milano, 2008, p. 60 ss.; M.DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, Giuffrè, Milano, 1981, p. 137 ss.; G.NICCOLINI, *Assemblea speciale*, in G.ALPA e F.CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Cedam, Padova, 1998, p. 1341 ss.

statutari degli azionisti di risparmio, in dette circostanze la realizzazione degli interessi economici sottesi a tali operazioni societarie è condizionata al potenziale veto (di natura *reale* e inderogabile) spettante all'assemblea speciale dei soci di categoria.

A ciò si aggiunga che, secondo la normativa applicabile (cfr. art. 146, comma 1, lett. b, del Tuf), qualora una deliberazione sia idonea a "pregiudicare" i diritti della categoria speciale, spetterà a una maggioranza di almeno il *venti* per cento della categoria medesima il potere di approvare la realizzazione dell'operazione (8).

In concreto, attesa la scarsa affluenza che generalmente si registra nelle assemblee speciali (9), accade sovente che un numero di voti pari al *venti* per cento della categoria sia sufficiente a determinare l'esito dell'adunanza assembleare, con l'effetto che, nelle circostanze qui in esame, meno dell'*uno* per cento del capitale sociale complessivo dell'emittente (10) potrà impedire la realizzazione di operazioni societarie tali da pregiudicare i diritti legali o statutari degli azionisti di categoria, e ciò a prescindere dalla valenza strategica e imprenditoriale dell'operazione di specie così come della sua reale (e non semplicemente formale) incidenza sulla posizione sostanziale degli azionisti giuridicamente pregiudicati.

⁸ Secondo l'interpretazione prevalente in dottrina, il *quorum* del venti per cento indicato nel testo ha applicazione esclusiva, fungendo da *quorum* costitutivo e deliberativo al contempo, e quindi deroga in materia alle norme sui *quorum* delle assemblee straordinarie (cfr. M.MAUGERI, *Azioni di risparmio e assemblee di categoria: prime note sul coordinamento tra t.u.f. e nuovo diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, spec. p. 1312-3; P.MARCHETTI, *D.Lgs. 58/1998. L'incidenza sulla disciplina delle assemblee: primi commenti*, in *Società*, 1998, p. 560-1; P.FERRO-LUZZI, *Sui quorum delle assemblee degli azionisti di risparmio (parere pro veritate)*, reperibile in www.dircomm.it, 2005).

⁹ V. ad es., di recente, l'assemblea speciale di Exor S.p.A. che ha approvato un'operazione di conversione obbligatoria ex art. 146, comma 1, lett. b), del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 con una presenza in detta adunanza assembleare del 23,46 per cento del capitale di categoria (adunanza del 19 marzo 2013).

¹⁰ Nel testo si fa riferimento a poco meno dell'uno per cento del capitale complessivo dell'emittente assumendo che (i) una maggioranza del 20% della categoria sia in concreto sufficiente ad approvare l'operazione, e che (ii) le azioni di risparmio siano in media pari al 4,7 per cento del capitale sociale complessivo dell'emittente [v. nt. 5] (di talché, un quinto del 4,7% porta alla percentuale indicata).

Per far fronte al rischio che una netta minoranza del capitale sociale possa impedire la realizzazione di operazioni virtuose, l'azionista di maggioranza è tipicamente disposto a farsi carico dei costi necessari ad acquisire il comando (anche) dell'assemblea speciale (*i.e.* un numero di voti sufficienti ad esprimere una maggioranza che sia almeno pari al 20% della categoria) – onde consentire l'approvazione dell'operazione anche in quella sede – e, se necessario, a pagare anche un premio di “controllo”, giacché un'analisi costi/benefici complessiva gli impone di valutare l'intero spettro di vantaggi conseguenti alla realizzazione dell'operazione (generalmente elevati) rispetto ai costi necessari per addivenirvi (che dovrebbero essere assai minori rispetto ai vantaggi, alla luce delle percentuali piuttosto marginali di azioni di categoria sufficienti a controllare l'assemblea speciale).

È così che, in scenari siffatti, si spiega l'apparente schizofrenia dei corsi di borsa delle azioni di risparmio (ove rapportati a quelli delle azioni ordinarie corrispondenti), e cioè la circostanza che i primi non sempre scontano l'assenza dei diritti di voto (*c.d. non voting-discount*) – come invece dovrebbe accadere in un mercato azionario efficiente in ragione della mancata partecipazione delle azioni di risparmio ai benefici privati del controllo nonché alla distribuzione *pro quota* del relativo premio di controllo in caso di un'eventuale OPA obbligatoria ⁽¹¹⁾ – ma anzi, talvolta, quotano a prezzi superiori rispetto alle corrispondenti azioni ordinarie ⁽¹²⁾.

¹¹ Cfr. N.LINCIANO, *Azioni di risparmio e valore del controllo: gli effetti della regolamentazione*, in *Quaderni di finanza Consob*, reperibile in www.consob.it, 2002; L.ZINGALES, *The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience*, in *7 Review of Financial Studies*, 1994, p. 125 ss.; L.ENRIQUES, *Gruppi piramidali, operazioni intragruppo e tutela degli azionisti esterni: appunti per un'analisi economica*, in *Giur. comm.*, 1997, I, p. 698 ss.; U.TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azione quotate)*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 1084-5, spec. nt. 52; F.BRAGGION-M.GIANNETTI, *On the determinants of the Non-Voting Shares' Discount: Investor Preferences and Fundamentals*, reperibile in www.ssrn.com, 2003; *amplius* cfr. M.MAUGERI, *Partecipazione sociale, quotazioni di borsa e valutazione delle azioni*, in corso di pubblicazione in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, consultato grazie alla cortesia dell'Autore.

¹² *Amplius* v. nt. 14 *infra*. Ma v. anche l'andamento delle azioni di risparmio di Telecom Italia Mobile S.p.A. (“TIM”) nel periodo ottobre 2004-gennaio 2005, e cioè nel contesto dell'operazione di fusione per

In altre parole, qualora una società quotata che abbia emesso azioni di risparmio si trovi in condizioni tali da ingenerare nel mercato il convincimento, o anche semplicemente l'aspettativa, che a breve possa progettare (o esser bersaglio di) un'operazione straordinaria tale da poter ipoteticamente pregiudicare i diritti della categoria speciale, in tali circostanze accade sovente che i corsi di borsa delle azioni di risparmio emesse da tale società si impennino, in misura tale da non quotare più a sconto rispetto alle azioni ordinarie bensì a premio rispetto a queste ultime (e dunque il fisiologico *non voting-discount* delle azioni di risparmio si trasforma in un *veto-premium* rispetto ai corsi delle azioni con diritto di voto) ⁽¹³⁾.

Tali osservazioni trovano conferma nella prassi del mercato azionario italiano, tant'è che un esame dell'andamento borsistico delle azioni di risparmio in taluni emittenti mostra come, in prossimità di operazioni straordinarie in qualche modo già pronosticate dal mercato e potenzialmente idonee a determinare un possibile pregiudizio per i diritti degli azionisti speciali, il prezzo delle azioni di risparmio si sia impennato, costringendo il socio di maggioranza attuale o potenziale a pagare un ingente *premio* per l'acquisto di tali azioni al fine di poter indirizzare

incorporazione di TIM nella controllante Telecom Italia S.p.A. ("Telecom") - annunciata in data 3 novembre 2004 - in cui (aa) per un verso la controllante-incorporante Telecom non deteneva azioni di risparmio di TIM e (bb) per altro verso, era prevista la convocazione dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio di TIM per approvare la predetta fusione poiché l'operazione avrebbe cagionato un pregiudizio di diritto diretto alla categoria *de qua*. I dettagli sul premio offerto da Telecom con l'OPA lanciata nel gennaio 2005 sulle azioni di risparmio di TIM (pari al 21%) e sull'andamento dei prezzi di borsa delle suddette azioni di risparmio rispetto alle azioni ordinarie nei giorni a ridosso dell'annuncio dell'operazione (che attestano il sorpasso della quotazione delle azioni di risparmio su quella delle azioni ordinarie nel mese di annuncio dell'operazione) sono illustrati a pag. 42-3 dell'apposito documento d'OPA reperibile in www.consob.it.

¹³ In sostanza, non sembra essere un caso che il plusvalore incorporato dall'andamento borsistico delle azioni di risparmio si riscontri sovente in prossimità o nel corso di operazioni straordinarie che, comportando un pregiudizio di diritto talvolta "diretto" talaltra "indiretto" ai diritti dei risparmiatori, richiedano in entrambi i casi - secondo gli orientamenti come detto ancora oggi prevalenti, e seguiti dalla prassi delle società quotate italiane - l'approvazione da parte dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio *ex art. 146, comma 1, lett. b), del Tuf*.

l'assemblea speciale di categoria verso l'approvazione dell'operazione virtuosa ⁽¹⁴⁾ (e ciò a prescindere dalla *performance* dell'impresa partecipata) ⁽¹⁵⁾.

È pertanto intuitivo che l'azionista di risparmio *sofisticato* abbia assunto consapevolezza del fatto che, onde evitare il rischio che operazioni straordinarie dalla valenza strategica e imprenditoriale possano essere impedita da una netta minoranza del capitale sociale complessivo ⁽¹⁶⁾, il socio di maggioranza attuale o potenziale tipicamente accetti di acquistare un numero di azioni di risparmio tale da consentirgli di approvare l'operazione prospettata nell'assemblea speciale, anche a costo di pagare il *veto-*

¹⁴ Si v., ad es., l'offerta pubblica di acquisto volontaria promossa nel 2005 da Allianz AG per l'acquisto delle azioni di risparmio della controllata RAS S.p.A., funzionale alla realizzazione della fusione di RAS in Allianz, che incorporava un premio d'offerta pari a circa il 138% per cento del prezzo di quotazione delle azioni risparmio *ante* annuncio dell'OPA (v. p. 6 del documento d'OPA, reperibile sul sito *internet* della Consob). Si v., anche, di recente, i comunicati *internal dealing* con cui la Giovanni Agnelli & C. Sapaz ha comunicato di aver acquistato un numero consistente di azioni di risparmio della controllata Exor S.p.A., nel contesto della conversione obbligatoria delle predette azioni di risparmio in azioni ordinarie (2013).

¹⁵ La convinzione che il plusvalore del titolo di risparmio non derivi esclusivamente dalla mera aspettativa di redditività dell'impresa scaturente dall'attualizzazione dei benefici dell'operazione strategica prospettata bensì anche dal sopra descritto fenomeno del *veto-premium* emerge dalla circostanza che l'incremento del prezzo di borsa dei titoli di risparmio avviene in maniera *più che proporzionale* rispetto a quello dei titoli ordinari (tenuto anche conto della diversa incidenza della maggiore redditività dell'impresa sulle due categorie azionarie in dipendenza del rendimento privilegiato dei titoli di risparmio).

¹⁶ Nel dibattito statunitense è noto che categorie azionarie privilegiate e senza voto possano dar luogo a «*minority representation schemes [that] expose the firm to an uncompensated risk of making inconsistent or illogical decisions*» (così F.H.EASTERBROOK-D.R.FISCHEL, *Voting in Corporate Law Corporations and Private Property*, in 26 *J.L. & Econ.*, 1983, p. 410), anche in considerazione della loro natura azionaria ma, nella sostanza, per certi aspetti ibrida (v. infatti l'efficace osservazione di M.BAINBRIDGE, *Corporate law*, Foundation Press, NY, 2009, p. 32: «*Preferred stock is an odd beast, neither wholly fish nor wholly fowl, which lies on the boundary between debt and equity*»). Cfr. anche M.BUXBAUM, *Preferred Stock-Law and Draftsmanship*, in 42 *Cal. L. Rev.*, 1954, p. 243 («*Preferred Stock is an anomalous security. It is a debt security when it claims certain absolute rights, especially its right to an accumulated return or to throw the enterprise into receivership for failing to meet its obligations. It is an equity security when it tries to control the enterprise through a practical voting procedure or to share in excess distributions of corporate profits*»).

premium (che appunto incorpora l'aspettativa del mercato di un'imminente proposta di acquisto a premio).

In estrema sintesi, l'attuale interpretazione dell'assetto normativo in materia di azioni speciali genera un fenomeno di arricchimento immediato di *taluni* azionisti di risparmio (*i.e.* quelli che monetizzano il *veto-premium*, acquistando consistenti pacchetti di azioni speciali prima che il mercato incorpori l'aspettativa sopra illustrata, e riescano a venderli a premio) a spese del socio di controllo interessato alla realizzazione dell'operazione, che pur sobbarcandosi i costi del *veto-premium* beneficia comunque, in ultima analisi, del delta (x) fra sinergie/benefici dell'operazione (che altrimenti potrebbe essere impedita dal suddetto veto) e (y) costi dell'acquisto massiccio di azioni di risparmio a premio (che comunque concerne pacchetti azionari complessivamente di netta minoranza), il tutto in ossequio al principio dell'ottimo paretiano ⁽¹⁷⁾.

2. Il problema del *veto-premium*.

Il fenomeno del *veto-premium* rivela connotati "problematici" se si passa dall'analisi teorica all'applicazione pratica, e si guarda a quale sia la platea di azionisti di risparmio che realmente beneficia di tale plusvalore.

Si è detto che i potenziali acquirenti sono disposti a sostenere i costi d'acquisto di un pacchetto di titoli di risparmio idoneo a garantir loro il raggiungimento del *quorum*, necessario ma anche sufficiente, ad approvare

¹⁷ Sulla rilevanza dell'efficienza paretiana nell'interpretazione del diritto dei mercati finanziari si v. W.T.ALLEN-R.KRAAKMAN-G.SUBRAMANIAN, *Commentaries and cases on the law of business organization*, Aspen Publisher, NY, 2009, p. 4-5, nonché, per l'importanza che la trasparenza nei mercati finanziari assume ai fini dell'allocazione ottimale del risparmio, v. G.GUIZZI, voce "*Mercato finanziario*", in *Enc. dir.*, Giuffrè, Milano, aggiornamento V, 2001, spec. p. 747 ss. Evidenza infatti R.COSTI, *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2010, p. 290-1, che nella disciplina delle società quotate si intersecano norme proprie dell'ordinamento del mercato e norme di diritto societario, le quali - pur diverse tra loro (essendo ad es. solo le prime, e non anche le seconde, applicabili anche alle imprese estere) - «dovrebbero tendere ad un unico obiettivo: quello di favorire gestioni le più efficienti possibili delle attività imprenditoriali (...) [i]n entrambe le prospettive l'obiettivo è la gestione più efficiente possibile dell'impresa».

l'operazione ⁽¹⁸⁾ e, auspicabilmente, senza dover pagare i costi ulteriori tipicamente sottesi al lancio di un'offerta pubblica d'acquisto volontaria ⁽¹⁹⁾.

A tal fine gli azionisti di maggioranza prediligono l'acquisto di pacchetti consistenti di azioni di risparmio attraverso compravendite sul mercato o con controparti qualificate (non *retail*) ⁽²⁰⁾.

E poiché la scelta di investire in azioni di risparmio anticipando l'imminenza di un'operazione straordinaria non ancora annunciata al mercato è valutazione prognostica che generalmente richiede una certa sofisticatezza, a beneficiare del *veto-premium* pagato dall'acquirente sono tipicamente i soli azionisti di risparmio *qualificati* e non anche l'intero spettro degli azionisti di risparmio *retail* (*pro rata*).

Le conseguenze di tutto quanto precede sono essenzialmente le seguenti:

(aa) i piccoli risparmiatori continuano a non investire in azioni di risparmio poiché non sono in possesso dei requisiti di professionalità necessari per pronosticare l'avvento imminente di operazioni straordinarie tali da generare un *veto-premium* ⁽²¹⁾;

(bb) le aggregazioni di maggioranza non promuovono l'emissione di nuove azioni di risparmio – bensì ne favoriscono l'estinzione – poiché sono consapevoli di potersi trovare nelle condizioni di doverne acquistare in futuro una parte consistente pagando il *veto-premium*, qualora intendessero realizzare talune operazioni strategiche (idonee a pregiudicare formalmente i diritti di categoria) o comunque intendessero cedere le proprie partecipazioni di

¹⁸ *Quorum* che, come detto, si attesta al venti per cento del capitale di categoria, e cioè, in media, a un quinto del 4,7% del capitale complessivo dell'emittente (che è pari a 0,94% del capitale complessivo dell'emittente).

¹⁹ Essendo noto che, dover acquistare nel rispetto delle norme sull'OPA, comporta un notevole aggravio di tempi, costi procedurali e complessità.

²⁰ Entrambe le soluzioni consentono infatti all'acquirente di non dover procedere alla proposta di acquisto attraverso il lancio di un'OPA volontaria.

²¹ Tipico esempio di tale genere di operazioni è la fusione per incorporazione in cui le azioni di risparmio dell'incorporanda-controllata vengano concambiate con azioni dell'incorporante-controllante aventi diritti diversi e formalmente deteriori rispetto a quelli delle azioni che si estinguono per fusione.

maggioranza ad acquirenti che potrebbero avere interesse a porre in essere siffatte operazioni ⁽²²⁾;

(cc) le azioni di risparmio attualmente in circolazione sono quindi sempre più concentrate nelle mani di *investitori qualificati*, che da un lato non abbisognano delle prerogative storicamente a tutela dei possessori di tali titoli azionari (rendimenti privilegiati, rappresentante comune, ecc.) e, dall'altro lato, pur non potendo in astratto partecipare al controllo vero e proprio sull'emittente (diversamente dagli azionisti con diritto di voto nell'assemblea ordinaria), possono comunque condizionare – col loro voto in assemblea speciale – la realizzazione di obiettivi di crescita imprenditoriale della società (e quindi, paradossalmente, di obiettivi aventi valenza gestionale e strategica);

(dd) l'acquisto o la cessione di un numero consistente di titoli di risparmio sono meno trasparenti rispetto alle compravendite su azioni con diritto di voto, e ciò in quanto i trasferimenti dei titoli di risparmio, quand'anche rilevanti (*i.e.* superiori al 2%), non sono soggetti all'obbligo di comunicazione alla Consob *ex art.* 120 Tuf ⁽²³⁾;

(ee) la potenzialità ostativa degli azionisti di risparmio "speculatori" è ancor più incisiva se si guarda alla disciplina dell'OPA, considerato che l'offerente che volesse ottenere il *delisting* di un emittente per poi deliberare più agevolmente operazioni straordinarie (per es. tali da richiedere l'approvazione dell'assemblea speciale) non disporrebbe del *diritto di acquisto* coatto (c.d. *squeeze-out*) sulle azioni di risparmio in circolazione, poiché l'art. 111 del Tuf si applica solo al superamento del 95% di "titoli" che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti,

²² Giacché l'acquirente della partecipazione di maggioranza potrebbe avere interesse a richiedere – in sede di negoziazione – l'eliminazione della categoria speciale quale condizione sospensiva dell'acquisto.

²³ Tale circostanza fa gioco, soprattutto, agli investitori sofisticati e speculatori – i quali possono acquistare pacchetti consistenti di azioni di risparmio senza comunicarlo al mercato, puntando così a realizzare il *veto-premium* "a fari spenti" –, mentre gli azionisti ordinari rilevanti (con partecipazioni superiori al 10% del capitale) sono comunque tenuti agli obblighi di cui all'art. 114, comma 7, del Tuf (*internal dealing*). Inoltre, la capogruppo e le altre società appartenenti al gruppo sono tenuti a informare il pubblico attraverso appositi comunicati stampa di eventuali acquisti di azioni di risparmio emesse dall'emittente qualora siano superiori alle soglie di rilevanza dal 2% in su (v. Comunicazione Consob n DME/6027054 del 28 marzo 2006).

nell'assemblea ordinaria o straordinaria ⁽²⁴⁾. A ciò si aggiunga che gli azionisti di risparmio "speculatori" sanno bene che il potenziale offerente/acquirente interessato a realizzare l'operazione straordinaria sarà libero di acquistare da loro a premio anche un pacchetto di azioni di risparmio significativo (*i.e.* superiore al 30% del capitale di categoria, e quindi in concreto idoneo a governare tale assemblea speciale) senza per questo incorrere nell'obbligo di lanciare un'OPA totalitaria a prezzo imposto, dato che l'OPA obbligatoria concerne solo i titoli di cui all'art. 105, co. 2, del Tuf (a cui non afferiscono le azioni di risparmio); e, soprattutto,

(ee) poiché - alla luce di quanto osservato in precedenza - accade sovente che un numero di azioni di risparmio sufficiente a garantire al titolare la maggioranza nella relativa assemblea speciale è nelle mani di (relativamente) pochi investitori qualificati e sofisticati, l'azionista di controllo attuale o potenziale che volesse acquistare tale pacchetto azionario per realizzare l'operazione societaria programmata potrebbe legittimamente procedere al rastrellamento di un pacchetto consistente di azioni di risparmio senza dover ricorrere nemmeno allo strumento dell'OPA volontaria - dato che la proposta di acquisto rivolta ai soli investitori *qualificati* non costituisce *offerta pubblica di acquisto* rilevante ai fini della disciplina dell'OPA -, con la conseguenza che, ancora una volta, del *veto-premium* beneficerebbero esclusivamente gli azionisti di risparmio qualificati, i quali di fatto deciderebbero le sorti dell'intera categoria speciale ⁽²⁵⁾.

²⁴ V. art. 101-bis, comma 2, del Tuf. In arg. C.F.GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 84 ss.

²⁵ Con il che si viene a confondere «*la posizione dell'azionista risparmiatore e quella del risparmiatore-azionista, cioè dello speculatore: vale a dire tra colui che si caratterizza, nell'ambito degli azionisti, per la funzione di risparmio del suo impegno finanziario, in contrapposizione dunque con gli azionisti che mirano ad influire sulla gestione della attività*», mentre, quantomeno in linea di principio, è «*la tutela dell'azionista-risparmiatore [che] si ritroverà preferibilmente sul piano della disciplina dell'organizzazione societaria, nell'ambito della quale costui è destinato a permanere "durevolmente"*» a differenza di «*quella del risparmiatore-azionista [che] dovrà invece rinvenirsi sul piano del mercato essenzialmente nell'ambito della disciplina di quest'ultimo*» (così G.FERRI JR, *Autonomia statutaria e mercato a confronto*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, I, p. 924-5).

Non convince appieno, infine, l'obiezione di chi inferirebbe un beneficio indiretto anche per gli azionisti di risparmio *retail* nell'evenienza in cui la proposta d'acquisto a premio fosse rivolta ai soli azionisti di risparmio "speculatori", nell'assunto che in siffatto scenario anche il pubblico dei risparmiatori *retail* si avvantaggerebbe *sia* del fisiologico innalzamento dei corsi azionari dei titoli nel periodo in cui il mercato incorpora l'aspettativa dell'acquisto massiccio a valori premianti *sia* dell'*exit* attraverso il diritto di recesso che tipicamente viene riconosciuto in tali situazioni (*i.e.* in caso di operazioni che possano richiedere l'approvazione dell'assemblea speciale poiché *pregiudicano* i diritti della categoria, e che quindi generalmente comportano quella modifica dei *diritti di partecipazione* che aziona il diritto di recesso *ex art. 2437, comma 1, lett. g, cod. civ.*).

Ciò in quanto, per un verso, la dinamica del mercato porta ragionevolmente a ritenere che l'azionista di risparmio *retail* coincida tipicamente con la parte negoziale che vende i propri titoli all'azionista di risparmio "speculatore" in un momento anteriore a quello in cui si verifica l'innalzamento del relativo prezzo in borsa - e che quindi, nella sostanza, a beneficiare del *veto-premium* sia ancora una volta esclusivamente l'investitore qualificato (parte acquirente), a detrimento (non solo dell'azionista di controllo, ma anche) dell'investitore "debole" (parte venditrice) - e, per altro verso, il valore di liquidazione della partecipazione sociale in ipotesi di recesso non incorpora, quantomeno per l'intero, il plusvalore derivante dal *veto-premium*, poiché è calcolato in maniera tale da mirare ad essere insensibile ai riverberi scaturenti dalla vicenda societaria che lo origina (cfr. art. 2437-*ter*, comma 3, cod. civ., su cui v. *infra* al par. 4).

È così che l'intepretazione ancora oggi prevalente della materia in disamina consente ai soli azionisti di risparmio sofisticati e speculatori di estrarre i benefici di posizione derivanti dalla detenzione di un pacchetto azionario sufficiente a determinare l'esito dell'assemblea speciale, e ciò a spese *sia* del socio di controllo (che si troverà costretto a pagare un premio ulteriore per l'esercizio concreto di quel controllo di cui, in teoria, dovrebbe già poter disporre avendolo in ipotesi già acquistato in precedenza pagandone il relativo plusvalore), *sia* di tutti gli altri azionisti di risparmio, i quali corrono il rischio o di vendere sul mercato le proprie azioni (a beneficio degli

acquirenti speculatori) a un prezzo che non incorpora ancora alcun *veto-premium* ovvero di ritrovarsi comunque in minoranza nell'assemblea speciale qualora non abbiano ceduto in precedenza le proprie azioni sul mercato agli azionisti speculatori (e ciò in quanto il pacchetto di comando dell'assemblea speciale verrà verosimilmente acquistato *prima* dagli azionisti di risparmio speculatori a valori di mercato, e *successivamente* ceduto da questi ultimi, stavolta a premio, al socio di controllo).

Tutto quanto precede, altrettanto verosimilmente e per i motivi dianzi indicati, è in grado di disincentivare sia nuove emissioni di azioni di risparmio da parte degli emittenti (trattandosi di strumenti che potrebbero rivelarsi onerosi per la compagine di controllo), sia l'investimento in azioni di risparmio da parte del pubblico dei risparmiatori *retail* (i quali probabilmente non disporranno degli strumenti idonei a pronosticare, né a monetizzare, il *veto-premium*).

Da ciò emerge l'inefficienza dell'attuale equilibrio normativo ed ermeneutico in materia, e segnatamente di un sistema che riconosce un plusvalore solo a taluni operatori del mercato (*i.e.* gli azionisti speculatori) – a detrimento diretto e indiretto di altri (*i.e.*, rispettivamente, della compagine di controllo e degli azionisti di risparmio *retail*) – che, oltre ad essere scollegato dalla *performance* dell'impresa partecipata può rivelarsi poco trasparente e in grado di incidere sulla realizzazione di operazioni societarie propedeutiche alla crescita aziendale, tanto da aver portato gli emittenti a ridurre drasticamente la raccolta del risparmio attraverso l'emissione di titoli azionari di categoria.

Per far fronte ai profili di problematicità dianzi descritti, il presente contributo delinea due possibili percorsi, che paiono entrambi perseguibili già *de iure condito*, di cui (i) il primo di natura ermeneutica, volto non tanto ad eliminare integralmente il problema, bensì semplicemente a ridurre gli scenari in cui un *veto-premium* potrebbe configurarsi (percorso descritto al par. 3 che segue), e (ii) il secondo, rimesso all'autonomia statutaria, volto a evitare in radice la potenziale speculazione degli investitori qualificati sull'andamento delle azioni di risparmio in prossimità, o in costanza, di operazioni dall'elevato contenuto strategico e idonee a realizzare il migliore interesse imprenditoriale dell'emittente (percorso descritto al par. 4 *infra*).

3. *Un possibile mitigant: l'interpretazione sistematica del concetto di «pregiudizio» ai diritti della categoria.*

Quanto al primo percorso prospettato in chiusura del paragrafo precedente (quello di natura ermeneutica), si invita a valutare quale debba essere – nell'ordinamento societario vigente – l'interpretazione da attribuirsi alla nozione di "pregiudizio" dei diritti di categoria che aziona il rimedio dell'assemblea speciale.

Come noto, il rimedio offerto alla categoria azionaria dall'assemblea speciale ha natura *reale* e inderogabile, e, quindi, rappresenta per certi versi un elemento di discontinuità con la filosofia del diritto azionario moderno, volto a promuovere la migliore *gestione* e il più efficiente *finanziamento* dell'impresa organizzata in forma societaria⁽²⁶⁾, sia potenziando il ruolo della maggioranza del relativo capitale di rischio – con conseguente attribuzione alle *minorities* di strumenti di natura per lo più risarcitoria – sia fluidificando i canali di finanziamento dell'impresa attraverso una maggiore flessibilità nel reperimento dei relativi investimenti⁽²⁷⁾.

²⁶ Su tale impostazione di fondo cfr., in luogo di molti, P.FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma; I: La società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2005, p. 673 ss.; ID, *I contratti associativi*, Giuffrè, Milano, 1971; B.LIBONATI, *Diritto commerciale. Impresa e società*, Giuffrè, Milano, 2005, p. 144; P.SPADA, *Provvista del capitale e strumenti finanziari*, in *Banca e borsa*, 2009, p. 621 ss.; G.FERRI, cit. (nt. 7), p. 63 ss.; C.ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, nel *Trattato di diritto civile e commerciale* Cicu-Messineo, Giuffrè, Milano, 2012, p. 345 ss.; M.MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Giuffrè, Milano, 2010; G.FERRI JR., *Brevi osservazioni in tema di impresa e società*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, p. 541 ss.; ID, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, p. 805 ss.; ID, *Investimento e conferimento*, Giuffrè, Milano, 2001.

²⁷ A conferma di quanto osservato nel testo si è soliti rammentare che la riforma societaria del 2003: (aa) ha ampliato il potere della maggioranza del capitale votante di "governare" la società per azioni a prescindere dal voto delle minoranze (attribuendo, ad es., alla maggioranza il potere di adottare talune deliberazioni su cui un tempo si discuteva se richiedessero il "consenso unanime", come la revoca dello stato di liquidazione, ovvero che un tempo erano considerate addirittura vietate, come per es. le trasformazioni eterogenee; (bb) ha limitato le forme di tutela reale dei diritti degli azionisti, riconoscendo alle minoranze insoddisfatte un più ampio diritto di recesso (si pensi all'introduzione di un *quorum* per l'esercizio dell'azione di annullamento delle deliberazioni; alla limitazione delle ipotesi di nullità e, in compenso, all'ampliamento

Siffatta *discontinuità*, se si vuole, è rinvenibile nella circostanza che a una netta minoranza del capitale sociale è consentito di impedire la realizzazione di obiettivi di natura gestionale (come, ad es., in ipotesi di operazioni industriali e strategiche), qualora essi siano in conflitto con i diritti di categoria, così da disincentivare l'emissione di strumenti di raccolta del capitale di rischio che incorporino *pro quota* un siffatto *veto-power*.

Ebbene, una delle idee di fondo da cui muove la presente analisi è la convinzione che sarebbe auspicabile interpretare la nozione di *pregiudizio* ai diritti della categoria speciale avendo in mente che, nel sistema societario vigente, le ragioni dell'impresa hanno un ruolo dominante rispetto a quelle delle minoranze di blocco con esse confliggenti, registrandosi per l'effetto un tendenziale sbilanciamento dell'equilibrio in favore delle *liability rules* nel rapporto con le *property rules* (28).

In tale ottica dovrebbe essere (re)inquadrato l'annoso dibattito sulla rilevanza del c.d. *pregiudizio di diritto indiretto* – e cioè dell'unica fra le tre classi di pregiudizio su cui ancora oggi la discussione sembra accesa – riflettendo pertanto se un'interpretazione *estensiva* dei presupposti che azionano l'obbligatoria approvazione dell'assemblea speciale continui ancora oggi ad essere conforme al sistema vigente.

Come noto, è convinzione diffusa in letteratura che le situazioni potenzialmente in grado di dar luogo a "pregiudizio" possano essere tripartite nelle seguenti fattispecie (29): (x) quelle che danno luogo a un "*pregiudizio di*

delle cause legali legittimanti l'esercizio del diritto di recesso da parte dei soci di minoranza); (cc) ha dilatato i canali di finanziamento dell'impresa azionaria (si pensi agli strumenti finanziari partecipativi o ai patrimoni destinati ad uno specifico affare), accrescendo l'autonomia e la flessibilità statutaria nella creazione delle singole categorie azionarie.

²⁸ Valgano per tutti le considerazioni di G.CALABRESI-A.D.MELAMED, *Property rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, in 85 *Harvard Law Review*, 1972, p. 1089 ss.; nonché in Italia più di recente F.D'ALESSANDRO, *La tutela delle minoranze tra strumenti ripristinatori e strumenti risarcitori*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, p. 707 ss.; R.SACCHI, *Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza*, in P.ABBADESSA e G.B.PORTALE (a cura di), *Il nuovo diritto delle società liber amicorum* G.F.Campobasso, Utet, Torino, 2006, I, p. 133 ss.; L.ENRIQUES-A.ZORZI, *Spunti in tema di rimedi risarcitori contro l'invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, p. 1 ss.

²⁹ V., *ex multis*, A.MIGNOLI, cit. (nt. 7), p. 205 ss.; P.GROSSO, cit. (nt. 7), p. 135 ss.

diritto diretto"⁽³⁰⁾, (y) quelle che producono un "*pregiudizio di diritto indiretto*", e (z) quelle infine che integrano un "*pregiudizio di mero fatto*"⁽³¹⁾.

Ed è altrettanto noto come sia pacifico in letteratura che mentre la "deliberazione dell'assemblea" dei soci ordinari idonea ad arrecare un "pregiudizio di diritto diretto" richiede necessariamente l'approvazione dell'assemblea speciale della categoria pregiudicata, diversamente nessun obbligo di convocare l'assemblea speciale sorge per l'ipotesi in cui il pregiudizio arrecato, o minacciato, sia "di mero fatto"⁽³²⁾.

Più complessa è, invece, l'identificazione della figura dogmatica conosciuta come "*pregiudizio di diritto indiretto*", così come assai dibattuta è la sua afferenza, ovvero la sua estraneità, alla nozione di pregiudizio rilevante ai fini degli artt. 146, comma 1, lett. b), del Tuf e 2376, comma 1, cod. civ.⁽³³⁾.

³⁰ Con "*pregiudizio di diritto diretto*" si è soliti identificare ogni ipotesi di modificazione diretta e *in peius* dei diritti attribuiti dalla legge o dallo statuto alle azioni di categoria speciale (ad es., un'eventuale riduzione della percentuale di privilegio sull'utile di esercizio spettante alla categoria speciale ovvero l'eliminazione dell'eventuale postergazione nella partecipazione alle perdite). In sintesi, un siffatto pregiudizio ricorre ogni qualvolta venga alterato in negativo e in via diretta un diritto espressamente attribuito a una determinata categoria azionaria.

³¹ Con "*pregiudizio di (mero) fatto*" si è soliti qualificare tutte le conseguenze negative che derivino, esclusivamente in fatto, per le aspettative e gli interessi economici in capo agli azionisti speciali (ad es., la fusione per incorporazione di una società *in bonis* in una società indebitata e il conseguente decremento dell'utile prospettico a cui applicare il privilegio degli azionisti di risparmio dell'incorporanda). In tali circostanze, pur non essendo intaccati i "diritti" della categoria, si verifica un effetto pregiudizievole per le aspettative economiche del possessore dei titoli privilegiati.

³² Cfr. Trib. Torino, 24 novembre 2000, in *Società*, 2001, p. 991 ss.; Trib. Roma, 20 marzo 1995, in *Dir. fall.*, 1995, II, p. 910 ss.; Trib. Milano, 26 maggio 1990, in *Giur. it.*, 1991, I, 2, p. 590 ss.

³³ Anche il contenuto stesso della nozione di "*pregiudizio di diritto indiretto*" è oggetto di discussione: da un lato vi è chi attribuisce rilievo soltanto al pregiudizio conseguente alla introduzione di categorie di azioni fornite di diritti poziori o all'incremento dei diritti attribuiti a una categoria azionaria già esistente [cfr., *ex multis*, R.COSTI, *Aumento di capitale*, cit. (nt. 7), p. 569 ss.]; dall'altro lato, vi è chi, invece, afferma la necessità dell'approvazione dell'assemblea speciale ogni qualvolta una delibera dell'assemblea generale sia idonea «*a toccare in modo differenziato le situazioni degli azionisti appartenenti alle diverse categorie*» [v. ad es. F.D'ALESSANDRO, *Aumento di capitale*, cit. (nt. 7), p. 583], o a determinare

A tale riguardo, preme rammentare quanto segue.

Secondo l'orientamento prevalente, ricorre un "pregiudizio di diritto indiretto" ogni qualvolta una delibera dell'assemblea dei soci ordinari incida - seppur indirettamente - sulla posizione giuridica delle azioni speciali, e non dunque meramente sui loro interessi e/o aspettative, e segnatamente quando «*pur lasciandosi formalmente inalterati i diritti della categoria, essi subiscano una compressione ricollegabile ad una operazione societaria (...) che modifichi il rapporto tra le categorie esistenti, o che crei nuove categorie dotate di un trattamento preferenziale rispetto a quelle, o ad alcune di quelle, esistenti*» (34).

Inoltre, sembra esservi una tendenziale prevalenza di opinioni sulla circostanza che dinanzi a un pregiudizio indiretto ai *diritti* della categoria ci si trovi qualora lo statuto venga modificato attraverso un'emissione di una nuova e diversa categoria di azioni dotata di privilegi poziori rispetto a quelli delle categorie speciali già esistenti (35). In tale evenienza, infatti, pur non intaccandosi in via diretta il corpo di diritti statutari e legislativi spettanti alle categorie già esistenti, si verrebbero a introdurre nuove previsioni statutarie atte a dotare - sul piano giuridico-formale - taluni titoli partecipativi di prerogative idonee a depotenziare, sempre sul piano giuridico-formale, quelle delle categorie diverse e preesistenti.

Diversamente, e benché sussistano alcune autorevoli opinioni contrarie, sembrerebbe oggi prevalente l'orientamento secondo cui non integrerebbero un pregiudizio rilevante le operazioni idonee a determinare una mera alterazione quantitativa della proporzione esistente fra

un'alterazione del rapporto percentuale, in relazione al totale del capitale sociale, tra le diverse categorie, sì che tra i diritti della categoria idonei ad essere pregiudicati rientrerebbe anche il c.d. diritto al mantenimento del capitale [così, in luogo di molti, A.MIGNOLI, cit. (nt. 7), p. 251 ss.].

³⁴ Così C.COSTA, *Le assemblee speciali*, in G.E.COLOMBO e G.B.PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Utet, Torino, 3^{**}, 1993, p. 537; nonché, *ex plurimis*, P.GROSSO, cit. (nt. 7), p. 178, ove più ampi riferimenti.

³⁵ In questo senso si v. M.LIBERTINI-A.MIRONE-P.M.SANFILIPPO, *Sub art. 2376 c.c.*, in F.D'ALESSANDRO (diretto da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, Piccin, Padova, vol. II, to. I, 2010, p. 832; C.COSTA, cit. (nt. 34), p. 547 ss.; F.D'ALESSANDRO, *Aumento di capitale*, cit. (nt. 7), p. 588; G.B.PORTALE, cit. (nt. 7), 711 ss.; M.NOTARI, *Sub art. 2348 c.c.*, in P.MARCHETTI-L.A.BIANCHI-F.GHEZZI-M.NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Egea, Milano, 2005, p. 173 ss.

le categorie azionarie già in circolazione, come tipicamente avviene ogni qual volta l'emittente aumenti il proprio capitale senza rispettare la proporzione preesistente fra le diverse categorie ⁽³⁶⁾.

Ma come si raccorda quanto appena osservato in merito alla rilevanza del "pregiudizio di diritto indiretto" con il problema del *veto-premium* ?

È intuitivo che tanto più si estende il perimetro applicativo del rimedio offerto dall'assemblea speciale, tanto più si moltiplicano i casi in cui gli azionisti di risparmio speculatori possono scommettere sul *veto-premium* e in cui, di riflesso, la crescita imprenditoriale può rimanere ostaggio di arbitraggi di mercato e della volontà di una netta minoranza.

Un modo per mitigare tale inefficienza potrebbe risiedere nell'accostarsi a un'interpretazione teleologicamente orientata della nozione di *pregiudizio rilevante* dei diritti di categoria, che tenga in maggior considerazione l'equilibrio sistematico in cui oggi si colloca l'art. 2376 cod. civ. (e quindi l'art. 146, comma 1, lett. b, del Tuf) e che, pertanto, suggerisca una sua lettura restrittiva ogni qual volta non ricorra un vero e proprio "pregiudizio di diritto diretto" alla posizione giuridica degli azionisti di categoria e dunque la fattispecie concreta consenta all'interprete di effettuare un giudizio di bilanciamento dei valori in gioco.

In sintesi, un'interpretazione non estensiva della nozione di *pregiudizio rilevante* permetterebbe di ridurre le inefficienze del mercato sopra descritte e conseguentemente i vincoli alla realizzazione della migliore gestione dell'impresa.

La soluzione ermeneutica appena delineata non dovrebbe invece incidere sull'interpretazione dell'altro rimedio offerto individualmente agli azionisti di categoria dall'art. 2437, comma 1, lett. g), cod. civ., che riconosce il recesso in ipotesi di modifiche statutarie concernenti i "diritti di partecipazione" ⁽³⁷⁾.

³⁶ Cfr. G.FERRI, cit. (nt. 7), p. 475; R.COSTI, *Aumento di capitale*, cit. (nt. 7), p. 572 ss.; A.STAGNO D'ALCONTRES, *Sub art. 2376 c.c.*, in G.NICCOLINI e A.STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali*, Jovene, Napoli, 2004, I, p. 543; B.LIBONATI- P.FERRO-LUZZI, cit. (nt. 7), p. 708.

³⁷ In arg. v. U.TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit. (nt. 2), spec. p. 997.

In sostanza, un *favor* per l'interpretazione restrittiva dei presupposti di applicazione dell'art. 2376 cod. civ. qualora ricorra un pregiudizio *meramente indiretto* non dovrebbe di per sé restringere anche il campo d'applicazione della causa di recesso dianzi richiamata, poiché quest'ultimo rimedio, non avendo natura reale, per un verso non consente alle minoranze di impedire col proprio veto l'operazione strategica, e quindi la realizzazione dell'interesse imprenditoriale – pur permettendo loro di disinvestire in conseguenza del mutamento significativo delle condizioni di rischio del proprio investimento – e, per altro verso, non è pertanto idoneo a generare sul mercato quel fenomeno di arbitraggio sopra descritto in termini di *veto-premium* né i suoi conseguenti effetti distorsivi ⁽³⁸⁾.

Vien da sé che la realizzazione di un'operazione societaria dall'elevato contenuto industriale e strategico ma tale da comportare un mero *pregiudizio di diritto indiretto* per le azioni speciali dovrebbe auspicabilmente sfuggire alle maglie dell'art. 2376 cod. civ. ma non per questo automaticamente impedire il recesso per modifica dei diritti di partecipazione degli azionisti speciali qualora ne ricorrano in concreto le relative condizioni di applicazione ⁽³⁹⁾.

4. Una possibile soluzione: la riscattabilità delle azioni di risparmio.

Il secondo percorso auspicato in chiusura del paragrafo 2 che precede (quello di natura statutaria) pare anch'esso

³⁸ La convinzione espressa nel testo - secondo cui le operazioni suscettibili di arrecare un pregiudizio rilevante ai diritti della categoria *ex art. 2376 cod. civ.* e quelle in grado di attribuire il diritto di recesso *ex art. 2437, comma 1, lett. g), cod. civ.* non debbano combaciare perfettamente – non incide tuttavia sull'interpretazione ancora oggi necessariamente restrittiva delle cause di recesso dell'azionista giacché permane, seppur in ultima analisi, il rischio che il pagamento del valore di liquidazione della quota del recedente venga addossato al patrimonio sociale (v. art. 2437-*quater* cod. civ.) con eventuale sottrazione di risorse all'attività imprenditoriale e alla garanzia generica offerta dal patrimonio sociale alle ragioni dei creditori.

³⁹ Seppur con ragionamento diverso e con riferimento a questioni differenti, distingue il campo d'applicazione del rimedio offerto dall'assemblea speciale da quello offerto dal diritto di recesso per modifica dei diritti di partecipazione anche A.A.AWWAD, «Diritti di voto e di partecipazione» *fra recesso e assemblee speciali*, in *Banca e borsa*, 2009, I, p. 327 ss.

realizzabile nel quadro normativo vigente e trae spunto, per certi versi, dalla prassi statutaria rinvenibile – in situazioni simili – nei principali ordinamenti di *common law*, e, segnatamente, in quello del Delaware negli Stati Uniti e in quello del Regno Unito in Europa (40).

Negli ordinamenti societari richiamati è prassi che le azioni privilegiate vengano accompagnate, già in sede di emissione, da previsioni statutarie che riconoscono un potere di riscatto azionario (in favore della società emittente e/o della maggioranza degli azionisti ordinari) esercitabile ogni qual volta determinati interessi (gestionali o finanziari) della società lo esigano.

A dire il vero, l'utilizzo delle clausole di riscatto azionario trova origine nei citati ordinamenti – che ne sono i precursori – proprio nel contesto dell'emissione di azioni privilegiate e, solo molti anni più tardi, si è esteso anche alle azioni ordinarie.

Il binomio “azione privilegiata/soggezione al riscatto” consente all'impresa organizzata in forma societaria di realizzare i propri obiettivi di crescita aziendale nell'immediato (attraverso i fondi derivanti dall'emissione azionaria *de qua*) senza pregiudicarlo nel futuro qualora una sopravveniente insostenibilità (giuridica o finanziaria) delle azioni privilegiate dovesse compromettere un efficiente sviluppo imprenditoriale. Rischio, quest'ultimo, che verrebbe appunto rimosso attraverso l'esercizio del potere di riscatto.

Le finalità appena rammentate – rinvenibili, come detto, nella prassi di ordinamenti esteri attenti alle esigenze di finanziamento dell'impresa societaria – paiono degne di trasposizione, con i dovuti accorgimenti, anche nell'ordinamento societario domestico, che, come noto, consente oramai espressamente la riscattabilità azionaria

⁴⁰ Cfr. J.D.COX-T.L.HAZEN, *Cox & Hazen on Corporations*, Aspen Publisher, NY, 2003, p. 17 (negli Stati Uniti «until 1990, only preferred stock could be made redeemable under the statute») e P.L.DAVIES, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, Thomson Reuters, NY, 2008, p. 319 (nel Regno Unito «prior to the 1981 Act only preference shares could be issued as redeemable»). La soluzione descritta nel testo è *in nuce* illustrata, anche con riferimenti di diritto comparato, in A.SACCO GINEVRI-F.M.SBARBARO, *The Role of Preferred Shareholders in Fundamental Transactions: Preliminary Thoughts*, in Atti del convegno tenutosi il 12 aprile 2013 presso l'Università di Dubrovnik “1st International OFEL Conference on Corporate Governance” (codice ISBN: 978-953-57413-1-2).

anche nelle s.p.a. (quotate e non) di diritto italiano (cfr. art. 2437-*sexies* cod. civ.)⁽⁴¹⁾.

Ecco che prende forma la soluzione statutaria qui suggerita⁽⁴²⁾.

Nulla impedisce agli emittenti italiani di reperire capitale di rischio sul mercato offrendo agli investitori azioni di risparmio di nuova emissione, che però siano soggette, sin dal principio, a un potere di riscatto altrui, attribuito – all'emittente medesimo e/o al socio di controllo – al ricorrere di determinati presupposti (cc.dd. *triggering events*), necessariamente indicati in statuto e funzionali alla migliore realizzazione dell'interesse imprenditoriale.

Utilizzare tale dispositivo statutario per far fronte alle inefficienze descritte in precedenza significherebbe garantire: (aa) all'azionista speciale riscattato, il *fair value* del proprio investimento (determinato alla stregua dell'art. 2437-*sexies* cod. civ., e, quindi, dei criteri di recesso di cui all'art. 2437-*ter*, comma 3, cod. civ. nelle società quotate) e (bb) alla maggioranza della compagine sociale, di realizzare il migliore interesse dell'impresa, senza impedimenti di natura reale e inderogabile (quale il *veto* dell'assemblea speciale).

Alcuni accorgimenti si rendono tuttavia opportuni.

⁴¹ In arg., a livello monografico, si v. i due recenti lavori di G.DI CECCO, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, Giappichelli, Torino, 2013 e di M.L.VITALI, *Le azioni riscattabili*, Giuffrè, Milano, 2013, nonché ante riforma del 2003 L.CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1995, 41 ss. Si v. anche M.NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in P.ABBADESSA e G.B.PORTALE (a cura di), *Il nuovo diritto delle società liber amicorum* G.F.Campobasso, Utet, Torino, 2006, 1, p. 602 ss.; P.SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Giuffrè, Milano, p. 141 ss.; L.CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, p. 195 ss.; N.CIOCCA, *Sub art. 2437-*sexies* c.c.*, in F.D'ALESSANDRO (diretto da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, Piccin, Padova, 2010, II, p. 807 ss.; D.GALLETTI, *Sub art. 2437-*sexies* c.c.*, in A.MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Cedam, Padova, 2005, p. 1634 ss.; M.CALLEGARI, *Sub art. 2437-*sexies* c.c.*, in G.COTTINO-G.BONFANTE-O.CAGNASSO-P.MONTALENTI (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Zanichelli, Bologna, 2004, **, p. 1444; A.PACIELLO, *Sub art. 2437-*sexies* c.c.*, in G.NICCOLINI e A.STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali*, Jovene, Napoli, 2004, p. 1145 ss.

⁴² Già nel 1998 autorevole dottrina (P.FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio; «vingt ans après»*, in AA.Vv., *La riforma delle società quotate*, Giuffrè, Milano, 1998, p. 247) riteneva in linea di principio legittima l'emissione di «azioni di risparmio "a tempo", scaduto il quale sono rimborsate».

In primo luogo, i presupposti che azionano la riscattabilità delle azioni speciali dovrebbero essere non solo chiaramente indicati in statuto, ma anche di natura tale da garantire che siano volti a realizzare il migliore interesse dell'impresa, oggettivamente considerato ⁽⁴³⁾. A tal fine sarebbe fortemente opportuno prevedere alcuni presidi statutari funzionali a verificare che la decisione di esercitare il potere di riscatto (a prescindere da quale sia l'organo societario a ciò statutariamente deputato) non sia in alcun modo inquinata da interessi diversi da quello prettamente imprenditoriale, e tale presidio potrebbe individuarsi nel necessario coinvolgimento di un comitato di amministratori indipendenti (uno *special committee*) appositamente istituito per vagliare, in maniera autonoma e vincolante, se nel caso concreto il riscatto sia legittimamente esercitato ⁽⁴⁴⁾.

Inoltre, l'esercizio del potere di riscatto non dovrebbe verificarsi *a seguito* della deliberazione dell'assemblea speciale bensì *prima* di essa, altrimenti venendo a vanificare, nella sostanza, la portata del rimedio - imperativo e incompressibile - sancito dall'art. 2376 cod. civ. a tutela della categoria speciale.

Infine, poiché il riscatto dovrebbe impedire, quale *extrema ratio*, che il mercato strumentalizzi l'aspettativa di un veto irragionevole, tale potere dovrebbe spettare alternativamente (*i*) al socio di controllo, consentendo in tal caso il riscatto anche solo di parte delle azioni di categoria in circolazione (*i.e.* del numero necessario a governare l'assemblea speciale), purché l'acquisto coatto avvenga *pro*

⁴³ In altri termini, come più volte indicato nel presente contributo - e condiviso tra l'altro dalla recente giurisprudenza del Delaware - «*conflicts between preferred and common should not be decided by reference to a norm of common stock value maximization. Enterprise value should be the referent, more particularly, maximization of the value of the equity as a whole*» (così, di recente, W.BRATTON-M.L.WACHTER, *A theory of preferred stock*, reperibile in www.ssrn.com, 2013, p. 5).

⁴⁴ W.BRATTON-M.L.WACHTER, cit. (nt. 43), p. 17 ss. Per una valorizzazione del ruolo degli *special committees* composti da amministratori indipendenti nel contesto di operazioni rilevanti ancorché non assoggettate alla disciplina sulle parti correlate si v. di recente L.ENRIQUES, relazione al convegno annuale dell'associazione G.F.Campobasso dal titolo «*La disciplina delle difese contro l'OPA*», tenutasi a Napoli il 12 ottobre 2013.

rata; ovvero (ii) all'emittente, ma in tale evenienza per l'intera categoria azionaria ⁽⁴⁵⁾.

A ciò si aggiunga che, poiché a fronte del riscatto verrebbe pagato un corrispettivo stabilito sulla base del criterio di cui all'art. 2437-ter, comma 3, cod. civ., per un verso all'azionista speciale riscattato sarebbe garantito un ritorno economico pari al *fair value* del proprio investimento e, per altro verso, non si porrebbe alcun rischio per il riscattante di pagare il *veto-premium*, poiché il suddetto criterio di valutazione consente una valorizzazione del titolo che non sia inquinata dall'effetto "annuncio" dell'operazione di specie ⁽⁴⁶⁾.

In estrema sintesi, il riscatto delle azioni di risparmio in luogo di un loro acquisto a *veto-premium* è in grado di: (aa) spalmare su tutti gli azionisti di risparmio *pro rata* il *fair value* dei rispettivi titoli, (bb) evitare, pertanto, l'inefficiente arricchimento dei soli azionisti speculatori, in maniera del tutto scollegata dalla *performance* aziendale dell'emittente partecipato ⁽⁴⁷⁾, e infine (cc) consentire agli azionisti interessati alla crescita imprenditoriale di medio-lungo termine - da perseguirsi anche attraverso operazioni straordinarie a valenza industriale e strategica - di realizzare siffatto interesse, come validato da uno *special committee*, senza essere ostaggio di comportamenti opportunistici.

Ragionamenti sostanzialmente analoghi varrebbero anche per il diverso caso in cui, in luogo del *riscatto*, l'emissione delle azioni di risparmio venisse accompagnata da una clausola statutaria di *conversione automatica* (e quindi

⁴⁵ La necessità che l'emittente riscatti la *totalità* delle azioni di risparmio in circolazione si spiega in quanto, divenendo le azioni riscattate "azioni proprie", perderebbero contestualmente il proprio diritto di voto, e dunque il riscatto ad opera dell'emittente potrebbe incidere sulla sorte dell'assemblea speciale solo qualora fosse esercitato per l'interesse dei titoli di risparmio in circolazione.

⁴⁶ L'art. 2437-ter, comma 3, cod. civ., infatti, attribuendo rilievo alla media semestrale del titolo *ante* pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea rilevante mira a cristallizzare il *fair value* del titolo senza che venga "inquinato" dagli effetti dell'operazione prospettata (cfr. M.MAUGERI-H.FLEISCHER, *Problemi giuridici in tema di valutazione delle azioni del socio recedente: un confronto tra diritto tedesco e diritto italiano*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 94).

⁴⁷ *Amplius*, di recente, M.BELCREDI-L.ENRIQUES, *Institutional Investor Activism in a Context of Concentrated Ownership and High Private Benefits of Control: the Case of Italy*, reperibile in www.ssrn.com, 2013.

obbligatoria) al ricorrere dei medesimi presupposti – e una volta espletate le stesse procedure – dianzi evidenziati per l'esercizio del riscatto azionario ⁽⁴⁸⁾.

5. Sintetiche considerazioni conclusive.

Alla luce di quanto precede, assume ancor più vigore la convinzione che l'assemblea speciale sia stata (e debba continuare ad essere) pensata come strumento di razionalizzazione dell'organizzazione societaria, finalizzato a fluidificare l'attività imprenditoriale ⁽⁴⁹⁾, con l'effetto che «la ragione che ha portato alla sua istituzione non è quella di protezione degli azionisti di categoria, ma piuttosto quella di garantire alla società quella libertà di movimento, che la ricerca del consenso del singolo socio privilegiato avrebbe reso illusoria» ⁽⁵⁰⁾, e ciò, quantomeno in principio, «ogni qualvolta la deliberazione possa pregiudicare i diritti dell'una categoria a vantaggio dell'altra» ⁽⁵¹⁾.

È nel solco di tale impostazione che il presente contributo muove, coltivando l'auspicio che le iniziative suggerite nel testo possano in qualche modo contribuire a rivitalizzare lo strumento azionario qui in disamina ⁽⁵²⁾ già

⁴⁸ Difatti, in alternativa al pagamento del valore di liquidazione delle azioni di risparmio riscattate in *denaro*, lo statuto dell'emittente potrebbe prevedere meccanismi di conversione obbligatoria delle azioni di risparmio in azioni ordinarie al ricorrere dei presupposti indicati nel testo (sulla falsariga del modello offerto dalle "azioni sviluppo", benché al ricorrere di presupposti di conversione diversi. Cfr. F.BRUNO-A.ROZZI, *Dall'azione di risparmio all'Azione Sviluppo: il primo strumento finanziario ibrido "qualificato"*, in *Società*, 2008, p. 832 ss.). *Amplius in arg. v. G.DI CECCO, Convertibilità e conversione dei titoli azionari*, Giuffrè, Milano, 2012.

⁴⁹ Cfr. S.PACCHI PESUCCI, *Aumento di capitale: rapporti di forze all'interno della società*, in *Riv. dir. comm.*, 1990, I, 292-3, 292 («Lo scopo comune che fonda l'interesse comune costituisce il limite della tutela vuoi dell'interesse individuale, vuoi dei diritti speciali. Non si deve, a mio avviso, costituire un'immagine di assemblea di categoria quale una roccaforte a protezione di un mega-interesse di cui sono portatori i possessori di quelle azioni: sembra ragionevole ritenere infatti che si discute di diritto di categoria ogni volta che se ne compie una valutazione in termini di rischio d'impresa, e, quindi, con un inevitabile riferimento al nucleo centrale costituito appunto dalla gestione dell'impresa»).

⁵⁰ A.MIGNOLI, cit. (nt. 7), p. 154-5.

⁵¹ C.VIVANTE, nella *Prefazione* al vol. II della V ed. del *Trattato di dir. comm.*, Vallardi, Milano, 1923, ora in ristampa a cura di Piccin, 2013.

⁵² È stato osservato come l'emissione di azioni riscattabili persegua, *inter alia*, il fine di dotare gli emittenti di più flessibili ed efficaci strumenti di

nel contesto dell'ordinamento societario vigente ⁽⁵³⁾, stimolando un più ampio ricorso all'investimento in *equity* ⁽⁵⁴⁾ da parte di azionisti realmente interessati al rendimento preferenziale ⁽⁵⁵⁾, senza rinunciare però a una flessibile

finanziamento dell'impresa organizzata in forma societaria (v. L.CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili*, cit. (nt. 41), p. 195 ss.).

⁵³ L'attuale cornice normativa non sembra invece consentire, allo stato, soluzioni più radicali di quelle illustrate nel testo. Data l'economia del presente lavoro, si è inteso limitare l'analisi all'identificazione del fenomeno del "veto-premium", enucleandone i connotati problematici e suggerendo due distinte, ma convergenti, soluzioni, già apparentemente percorribili *rebus sic stantibus*.

⁵⁴ La convinzione che un maggior ricorso all'emissione di azioni aventi diritti patrimoniali privilegiati sia strumento idoneo a favorire l'investimento azionario è autorevole e risalente, tanto che fra i "Provvedimenti per aumentare i capitali" della società anonima auspicati da Vivante nel 1913 già figurava l'invito ad «(...) agevolare l'emissione di azioni privilegiate, togliendo di mezzo gli ostacoli che il codice pone. Quando le azioni ordinarie non trovano collocamento, la società che abbisogna di capitale può trovarne ancora colla emissione di azioni privilegiate, che possono dare un diritto di preferenza sul dividendo e sul capitale. Se gli affari vanno bene, cosicchè la società possa dare eguale dividendo alle azioni privilegiate e alle azioni ordinarie, il prezzo delle une e delle altre si pareggia, e l'emissione delle azioni privilegiate, pur recano nuovi capitali alla vita delle società, non nuoce al corso delle azioni ordinarie» (cfr. C.VIVANTE, *Per la riforma delle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1913, I, spec. p. 153).

⁵⁵ Sarebbe così possibile tener fede all'intuizione di chi (P.FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio*, cit. (nt. 42), p. 247) - commentando le modifiche apportate dal d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 alla disciplina delle azioni di risparmio allora vigente - pronosticava una politica di investimento sui mercati azionari sempre più concentrata nelle mani di pochi investitori qualificati (operanti nell'interesse di molti risparmiatori) e comunque orientata a privilegiare, in maniera efficiente e a seconda del caso, i poteri amministrativi (derivanti dall'investimento in azioni ordinarie) ovvero i "vantaggi patrimoniali" (derivanti dall'investimento in azioni di risparmio), ma non il plusvalore eventualmente derivante dalla spettanza ai titoli di risparmio di diritti pseudo-amministrativi (i.e. la partecipazione *pro quota* al veto spettante all'assemblea speciale) («occorra distaccarsi dalla visione (forse non totalmente esatta neanche all'origine) che vuole le azioni di risparmio coerenti all'azionista di risparmio, allora identificato nel piccolo, poco capace e tendenzialmente provveduto risparmiatore, e quelle ordinarie coerenti all'azionista con tendenze, o aspirazioni, imprenditoriali. Per il risparmio diffuso, se gestito, azioni ordinarie e azioni di risparmio sono due differenti tipi di investimento tra i quali il gestore, per raggiungere il risultato del tipo di gestione che offre ai risparmiatori, saprà scegliere, anche bilanciandoli, in funzione, per le azioni di risparmio, dei vantaggi patrimoniali, e per quelle ordinarie, anche, dei poteri oggi riconosciuti a pacchetti, piccoli ma significativi, di tali azioni»).

gestione e organizzazione dell'impresa societaria ad opera della maggioranza del capitale di rischio ⁽⁵⁶⁾.

⁵⁶ Emblematiche paiono le considerazioni di M.A.EISENBERG, *The structure of the corporation. A legal analysis*, Little, Brown & C., Washington D.C., 1976, p. 78: «it is predictable that corporate law would permit a majority, or at least a high majority, to make structural changes even over the objection of minority shareholders. But just as a veto power might be intolerable in a corporation, so might be an unrestricted power in the majority to make structural changes, unless some method was provided whereby minority shareholders would not be locked into the restructured enterprise over their objections. The minority, in other words, should have the right to say to the majority, "We recognize your right to restructure the enterprise, provided you are willing to buy us out at a fair price if we object" (...)».