

**UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PALERMO**  
**FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA**

---

DIPARTIMENTO DI DIRITTO PRIVATO  
DOTTORATO DI RICERCA IN DIRITTO DELL'IMPRESA

**LE AZIONI CORRELATE**

**Tesi di Dottorato**  
**Del Dott. MASSIMO FARACI**

**Coordinatore del Dottorato**  
**Ch.mo Prof. ALESSANDRO BELLAVISTA**

**Tutor**  
**Ch.mo Prof. MICHELE PERRINO**

## **INDICE**

### **CAPITOLO PRIMO**

#### **INTRODUZIONE**

1.1 DEFINIZIONE.....	4
1.2 ORIGINI STORICHE E INTERNAZIONALI.....	6
1.3 ORIGINI DELLE AZIONI CORRELATE IN ITALIA.....	10
1.4 LE RAGIONI PER L'EMISSIONE DI AZIONI CORRELATE .	14

### **CAPITOLO SECONDO**

#### **LE AZIONI CORRELATE NELL'ESPERIENZA STRANIERA**

2.1 LE “TRACKING STOCKS” NEGLI STATI UNITI.....	21
2.2 LE “ACTIONS REFLETS” IN FRANCIA .....	28
2.3 LE “SPARTENAKTIEN” IN GERMANIA .....	32

### **CAPITOLO TERZO**

#### **LE AZIONI CORRELATE IN ITALIA**

3.1 PREMESSA .....	36
3.2 DIRITTI PATRIMONIALI .....	39
3.3 DIRITTI AMMINISTRATIVI .....	46

3.4 LA CONVERSIONE DELLE AZIONI CORRELATE .....	57
---	----

## **CAPITOLO QUARTO**

### **IL RENDICONTO**

4.1 LA NOZIONE DI “DETERMINATO SETTORE” DELL'ATTIVITÀ SOCIALE.....	60
4.2 LA NATURA DEL RENDICONTO .....	63
4.3 IL CONTENUTO DEL RENDICONTO .....	71

## **CAPITOLO QUINTO**

### **AZIONI CORRELATE E RIFLESSI ORGANIZZATIVI**

5.1 I CONFLITTI DI INTERESSE .....	77
5.2 SIMILITUDINI CON LA DISCIPLINA DEI GRUPPI DI SOCIETÀ.....	80
5.3 REGOLE DI CONDOTTA DEGLI AMMINISTRATORI DI SOCIETÀ MULTIDIVISIONALI .....	86
5.4 LA RESPONSABILITÀ DEGLI AMMINISTRATORI.....	90

## **CAPITOLO SESTO**

### **FIGURE AFFINI**

6.1 LE AZIONI CORRELATE ED I PATRIMONI DESTINATI AD UNO SPECIFICO AFFARE .....	93
---	----

6.2 LE AZIONI CORRELATE E GLI STRUMENTI FINANZIARI	
C.D."PARTECIPATIVI" .....	94
6.3 LE AZIONI CORRELATE E LE AZIONI PRIVILEGIATE .....	96
6.4 LE AZIONI CORRELATE E LO SCORPORO .....	97
<b>CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE.....</b>	<b>99</b>

## **CAPITOLO PRIMO**

### **INTRODUZIONE**

#### 1.1 DEFINIZIONE

La riforma del diritto societario attuata con il d.lgs 17 gennaio 2003, n.6 ha introdotto nell'ordinamento giuridico italiano l'istituto giuridico delle azioni correlate<sup>1</sup> al fine di rendere le forme di finanziamento della società per azioni più efficienti, flessibili e maggiormente adatte alle esigenze degli investitori e dei mercati dei capitali, offrendo l'opportunità di un investimento remunerato secondo la produttività di uno specifico settore dell'attività esercitata dalla società emittente (cfr. l'art. 2350 comma 2, secondo cui le azioni correlate sono “azioni fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore”).

Il Legislatore definiva nella relazione accompagnatoria al d.lgs. n.5/2003 le azioni correlate come “un ulteriore strumento, oltre a quelli previsti con i patrimoni destinati ad uno specifico affare di cui all'art. 2447-bis, per accedere a finanziamenti destinati”.

---

1 Tale denominazione, già proposta in un intervento anteriore alla pubblicazione dei progetti di riforma da G.B. PORTALE, *Dal capitale “assicurato” alle “tracking stocks”*, in *Riv. Soc.*, 2002, p. 163, è poi stata recepita in sede di lavori preparatori.

L'introduzione delle azioni correlate nel nostro ordinamento si inserisce nel più generale contesto della moltiplicazione delle categorie di azioni nella prospettiva di ampliare gli spazi concessi all'autonomia statutaria in modo da favorire la nascita, la crescita e competitività delle imprese, anche attraverso il loro accesso ai mercati interni e internazionali di capitali.

La riforma del diritto societario del 2003, infatti, non solo ha aperto nuovi spazi di autonomia per i privati attraverso la modifica dell'art. 2348 c.c., ma ha anche ampliato la gamma delle azioni speciali tipiche.

In tal modo, il Legislatore italiano ha voluto dotare la società per azioni di una struttura finanziaria efficiente e concorrenziale rispetto a quelle offerte da altri ordinamenti europei o extra-europei e ciò nella consapevolezza che in una realtà globale la concorrenza tra sistemi-paese si gioca anche sul piano della competizione tra ordinamenti giuridici<sup>2</sup>.

Il nuovo istituto pone complesse questioni interpretative e delicati problemi di ricostruzione della disciplina, la quale in alcuni casi è quasi interamente rimessa allo statuto e non suggerita neppure da norme di carattere dispositivo<sup>3</sup>.

---

2 Cfr. U.TOMBARI, *Azioni di risparmio e strumenti ibridi "partecipativi"*, Firenze, 2000, p.17 ss.

3 Vedi U.TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni*, in

In particolare, l'ampliamento dei canali di finanziamento della società per azioni (azioni, obbligazioni, strumenti finanziari partecipativi) comporta molteplici problematiche connesse ai profili di corporate governance e ciò in quanto in presenza di una pluralità di strumenti finanziari e categorie di investitori con interessi potenzialmente confliggenti, ci si chiede quali interessi debbano perseguire gli amministratori nella gestione dell'impresa e quali strumenti di tutela siano a disposizione di ciascuna tipologia di investitori. Infatti, l'emissione di una pluralità di tipologie di azioni, obbligazioni e strumenti finanziari comporta il sorgere di potenziali conflitti c.d. orizzontali, cioè conflitti di interesse tra diverse categorie di finanziatori/investitori<sup>4</sup>.

## 1.2 ORIGINI STORICHE E INTERNAZIONALI

Le origini delle azioni correlate si fanno risalire alla prassi statunitense delle c.d. “tracking stocks” ed in particolare al 1984 quando la società statunitense “General Motors” al fine di acquisire la società “Electronic Data System” attribuì agli azionisti di quest'ultima,

---

*Riv. Soc.*, 2004, p.1082.

4 Sui c.d. conflitti c.d. orizzontali cfr L.E. MITCHELL, *The fairness rights of corporate bondholders*, in *New York University Law Review*, 65 (1990), p. 1170,1171.

come parte del corrispettivo, un determinato numero di azioni la cui remunerazione era collegata ai futuri risultati dell'attività caratteristica di “Electronic Data System” all'interno del gruppo “General Motors”<sup>5</sup>.

Tuttavia, un istituto simile era conosciuto già in Germania ed in Belgio alla fine dell'800. Infatti, in quell'epoca, alcune società ferroviarie tedesche e belghe al fine di finanziare la costruzione di nuove linee ferroviarie emettevano azioni c.d. Zweigbahn-Actien o Separatactien<sup>6</sup>, cioè azioni i cui diritti patrimoniali erano parametrati esclusivamente ai risultati delle linee ferroviarie di nuova costruzione e non ai risultati dell'intera società.

Lo statuto della società “Magdeburg-Leipziger Eisenbahngesellschaft”, prevedeva che i titolari delle Stammactien Lit. B, pur essendo soci esattamente come gli altri azionisti, in quanto non diversamente disposto, avevano diritto alla sola ripartizione dell'utile derivante dall'attività del nuovo tracciato ferroviario Halle-Kassel e, in caso di scioglimento della società, ad una quota proporzionale di quanto ricavato dalla liquidazione della stessa linea<sup>7</sup>.

Inoltre, le azioni in questione conferivano ai loro titolari un diritto di voto proporzionalmente ridotto rispetto agli altri azionisti e

---

5 Vedi M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate-tracking stocks*, ESI 2010, p.15

6 BEKKER, *Über Stammprioritäts*, in *ZHR*, 16 (1871), p. 48 ss.

7 Cfr. P.F. MONDINI, *Le azioni correlate*, in *Diritto della Banca e della Borsa*, Milano 2009, p.6.



circoscritto alle decisioni assembleari riguardanti la sola linea ferroviaria di loro specifico interesse ed erano esclusi, tra l'altro, dalle delibere riguardanti la nomina e la revoca degli amministratori, l'aumento di capitale, le modifiche statutarie e lo scioglimento della società.

All'inizio degli anni novanta, negli Stati Uniti, la società “USX Corporation” emetteva le azioni “Steel Group” e “Delhi Group”, relative ai settori rispettivamente della produzione dell'acciaio e della produzione e distribuzione del gas naturale. Tracking stocks<sup>8</sup>, quindi, non più solo legate ai risultati di soggetti giuridici autonomi, di regola società controllate in forma totalitaria, ma ai risultati di singole divisioni di società, che esercitavano la propria attività in settori economici tra loro ben distinti e perciò definite nella letteratura aziendalistica società multidivisionali o multicomparto.

Questo modello di tracking stocks, definito di “seconda generazione” o “divisional shares”(in contrapposizione a quelle di “prima generazione” o “subsidiary shares”) consentiva alla società di emettere azioni con riferimento ad uno specifico settore e di distribuirne i risultati ai rispettivi titolari, e ciò mediante la semplice

---

<sup>8</sup> Altri sinonimi per definire questo strumento finanziario sono tracking shares, targeted stocks, alphabet stock e letter stock; l'origine etimologica di questi ultimi due sinonimi dipende dal fatto che questo tipo di azioni venne identificato spesso con una lettera dell'alfabeto.

evidenziazione contabile, senza la necessità di costituire un nuovo e autonomo soggetto giuridico.

Negli anni novanta le azioni correlate trovano diffusione anche in altri Paesi di common law, tra cui Australia, Canada e Nuova Zelanda, soprattutto al fine di operare una separazione virtuale degli emergenti nuovi settori di attività della new economy rispetto alle attività di stampo più tradizionale della old economy.

La prima operazione europea di ammissione alla quotazione di azioni correlate è avvenuta in Francia nel 2000, anno in cui la società “Alcatel S.A.” collocava sul premier marchè azioni correlate all'attività della società controllata “Alcatel Optronics”, leader nella produzione di laser e fibre ottiche. A tale categoria di azioni, denominate “Alcatel O”, lo statuto della società emittente riservava un dividendo pari al 10% dell'utile netto del settore<sup>9</sup>.

Infine, nel continente asiatico, il Giappone risulta essere stato il primo Paese ad avere introdotto le azioni correlate a livello normativo. L'emissione di tali strumenti finanziari è stata preceduta da una modifica del codice di commercio. L'emendamento introdotto nel 2001 espressamente autorizzava le società giapponesi ad emettere azioni correlate disciplinando i loro diritti amministrativi e

---

9 Vedi U.PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, in *Diritto dell'impresa e del mercato*, a cura di G. Alpa, U. Belviso, R. Pardolesi e M. Sandulli, Napoli, 2005, p.10

patrimoniali. In particolare, la riforma del diritto societario giapponese legittima l'autonomia statutaria a limitare i diritti di voto dei possessori delle azioni correlate ai soli argomenti afferenti il relativo settore di affari. Per quanto concerne i diritti patrimoniali la riforma consente di specificare nello statuto la misura dei dividendi, determinata in maniera fissa o in percentuale, distribuibile ai possessori delle azioni correlate<sup>10</sup>.

### 1.3 ORIGINI DELLE AZIONI CORRELATE IN ITALIA

Talune caratteristiche e problematiche delle azioni correlate si ritrovano nel nostro ordinamento già con la previsione delle azioni di risparmio e delle Sicav multicomparto.

Con la nuova disciplina delle azioni di risparmio si afferma per la prima volta la più ampia autonomia e libertà nella determinazione dei criteri di remunerazione del capitale sociale, ma un istituto simile alle azioni correlate nel nostro ordinamento è stato previsto con riferimento alle azioni delle Sicav multicomparto.

Il Legislatore italiano ha introdotto nel nostro ordinamento la

---

<sup>10</sup> In relazione al diritto societario giapponese vedi Z. SHISHIDO, *Reform in Japanese law and corporate governance: current changes in historical perspective*, in *American journal of comparative law*, 2001, p. 653 ss.

possibilità per gli statuti delle Sicav di prevedere l'esistenza di più comparti di investimento per ognuno dei quali era poi legittimata ad emettere una particolare categoria di azioni purchè fossero stabiliti i criteri di ripartizione delle spese generali tra i vari comparti. Il rendimento delle azioni emesse dalle Sicav multicomparto viene correlato ai risultati dell'attività di investimento collettivo del comparto di riferimento. Ciò che differenzia le azioni emesse dalle Sicav dalle azioni correlate è la segregazione del patrimonio dei singoli comparti. Infatti, nelle Sicav ciascun comparto costituisce patrimonio autonomo distinto a tutti gli effetti da quello degli altri comparti.

Sull'esempio di quanto previsto per le Sicav multicomparto, nel nostro Paese azioni correlate sono state emesse dalla società quotata “Cape Listed Investment Vehicle in Equity”, società attiva nell'investimento in fondi e nel campo del private equity. In sede di ammissione alla quotazione delle proprie azioni di categoria “A” (definite ordinarie dall'art. 6 dello statuto sociale), sono state contemporaneamente emesse azioni “B”, escluse dalla negoziazione, correlate e dotate di speciali privilegi patrimoniali al settore di attività denominato “Investimenti Diretti” e destinate ad essere sottoscritte dagli stakeholders della società (amministratori, dipendenti e collaboratori) o da società dai medesimi controllate, come meccanismo premiale per lo specifico apporto personale richiesto

nell'attività di selezione di società target e nella predisposizione di idonei piani di investimento<sup>11</sup>.

La creazione di azioni correlate permette di investire solo in un determinato tipo di attività della società, oppure consente ai primi investitori di escludere gli investitori successivi dagli utili generati sugli investimenti effettuati con il solo contributo dei primi.

La creazione di comparti separati risponde all'esigenza economica e manageriale di riunire più portafogli di investimenti, con profili di rischi non uniformi e finanziati da diverse categorie di investitori in diversi momenti, sotto un'unica gestione unitaria, con notevoli risparmi di costi.

Tuttavia, a differenza di quanto avviene per le Sicav, la creazione di comparti all'interno delle investment companies non costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti da quello degli altri comparti e quindi non aggredibile dai creditori degli altri comparti.

In Italia, attualmente, oltre alla società quotata “Cape Listed Investment Vehicle in Equity”, soltanto altre tre società per azioni chiuse hanno emesso azioni correlate e cioè la società “AIMAG S.P.A.”, la società “ATAF S.P.A.” e la società “Friulia S.P.A.”.

Le emissioni da parte di ATAF S.P.A. e Friulia S.P.A., entrambe

---

<sup>11</sup> Vedi U. PATRONI GRIFFI, *Commento allo statuto Cape Listed Investment Vehicle in Equity S.P.A.: un esempio di azioni correlate*, in *Riv.dir. Soc.*, 3/2007, p.164 ss

holding a capitale pubblico, di azioni correlate i cui diritti patrimoniali sono correlati alla redditività di alcune società figlie ( c.d. subsidiary tracking stocks), sono funzionali, da un lato, a conciliare l'esigenza strategica di accentrare in un'unica struttura societaria l'attività di direzione e coordinamento delle controllate e, dall'altro, a consentire il mantenimento di un più stretto legame economico tra i soci e alcune partecipazioni da loro conferite.

Lo statuto di AIMAG S.P.A., multiutility di servizi, prevede azioni con prestazioni accessorie relative ad alcuni settori di attività contemporaneamente fornite di un meccanismo di parametrizzazione dei diritti patrimoniali rispetto ai risultati del settore interessato.

Si fa notare l'eterogeneità delle discipline contenute negli statuti delle quattro società italiane menzionate. Talora, la correlazione dei diritti patrimoniali delle azioni in esame ai risultati di una divisione è configurata come vero e proprio privilegio, la cui sussistenza, peraltro, non esclude i soci correlati dalla ripartizione degli utili degli altri settori su un piano di assoluta parità con gli altri soci. In altri casi, invece, i possessori di tali titoli non possono vantare diritti oltre a quelli sui risultati del settore correlato o su quote percentuali di essa.

Con riguardo alla società “Cape Live S.P.A.” merita di essere menzionata la disposizione che introduce un meccanismo di automatica distribuzione degli utili di settore accertati sulla base del rendiconto divisionale.

Anche sotto il profilo della contabilità di settore è possibile riscontrare notevoli diversità di soluzioni tra gli statuti.

Quanto alla corporate governance, infine, esclusivamente nello statuto di AIMAG S.P.A. è previsto uno specifico organo sociale, denominato comitato institorio, composto da membri nominati dal consiglio di amministrazione e dall'azionista correlato, con attribuzioni di governance per i singoli settori e con funzioni consultive e di rappresentanza nei limiti della procura conferita dal consiglio di amministrazione.

Nelle altre società la gestione resta completamente affidata all'organo amministrativo.

#### 1.4 LE RAGIONI PER L'EMISSIONE DI AZIONI CORRELATE

La principale ragione che storicamente si ricollega all'emissione di azioni correlate è dato dalla emersione del reale valore dell'impresa sociale e dell'eliminazione del c.d. “sconto portafoglio” cioè, del fenomeno per il quale il mercato dei capitali valuta le conglomerate, siano esse holdings o società multidivisionali, in misura inferiore alla somma dei valori delle loro parti<sup>12</sup>.

---

12 P.F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit. p. 30.

I dati economici dimostrano che solitamente le azioni di società con vocazione alla diversificazione delle attività da loro esercitate risultano essere sottovalutate dal mercato. Tale sottovalutazione può essere causata dall'incapacità del mercato di apprezzare compiutamente la dimensione e la rischiosità dei flussi di reddito futuro e degli impieghi di capitale nelle singole aree di attività unitamente ai costi ed ai vantaggi delle sinergie derivanti dalla gestione dell'impresa diversificata. Essa, peraltro è spesso dovuta a profili di inefficienza interna, causati anche da problemi di agenzia e di opportunismo non efficacemente risolti dalla corporate governance adottata dall'impresa. Ogni singola attività è caratterizzata da uno specifico profilo di rischio e di rendimento non sufficientemente apprezzabile sulla base dei dati consolidati dell'impresa.

Da tale constatazione emerge, da una parte, la necessità di assicurare un flusso informativo settoriale specifico così da ridurre, se non eliminare, l'asimmetria informativa tra società e mercato, dall'altra parte, l'opportunità di correlare i diritti patrimoniali dell'azione al rendimento del singolo settore in modo da consentire una appropriata valorizzazione, con evidenti risvolti positivi sui costi di raccolta del capitale eventualmente da destinare ai settori correlati.

Gli analisti finanziari e i managers delle società hanno individuato nello strumento delle azioni correlate le potenzialità per eliminare i problemi di asimmetrie informative, di agency costs e di distorsioni



delle quotazioni di mercato connessi alla complessità della valutazione di imprese che operano in settori merceologici distinti.

Come già accennato, è diffusa nella letteratura economica l'opinione secondo la quale le operazioni di ristrutturazione, come spin-off, equity carve-out e l'emissione di tracking stocks, comporterebbero a beneficio della società interessata una riduzione delle asimmetrie informative e, in generale, una maggiore trasparenza. L'emissione di queste azioni, infatti, garantendo un miglioramento complessivo dell'informazione sui singoli settori della società, anche in ragione del conseguente incremento del numero degli analisti e investitori istituzionali interessati, dovrebbero attrarre un maggior numero di investitori e, quindi, comportare complessivamente un aumento del valore dell'impresa.

L'emissione di azioni correlate, inoltre, rispetto ad altre operazioni di ristrutturazione che rispondono alle medesime logiche divisionali, quali ad esempio scissione e scorporo in società controllate, consente alla società emittente di mantenere molti dei vantaggi connessi alla struttura di una impresa unitaria risparmiando sui costi del capitale e dell'amministrazione; infatti, la creazione di una società distinta comporta una duplicazione dei costi collegati sia al capitale sia al mantenimento degli organi sociali, oltre a dover considerare quelli relativi alla eventuale collocazione sul mercato dei titoli.

L'emissione di azioni correlate, potrebbe consentire alla società

emittente maggiori facilitazioni in termini di reperimento dei capitali di credito, comportando la disponibilità di una garanzia generica consistente nel patrimonio dell'intera società piuttosto che di una sua parte. Infatti, soprattutto in caso di “start up” o di società a forte potenziale di crescita le necessità di capitali a basso costo sono particolarmente forti e allo stesso tempo di difficile soddisfazione, del resto è noto che nell'ambito dei fenomeni di gruppo sia la società capogruppo solitamente a fornire la garanzia patrimoniale per ottenere i finanziamenti delle società del gruppo.

Altra ragione per ricorrere all'emissione di azioni correlate è quella relativa ai vantaggi fiscali derivanti dalla possibile compensazione tra i risultati dei diversi settori. Infatti, sul piano fiscale, a differenza di altre operazioni di ristrutturazione societarie, l'emissione di azioni correlate, poiché formalmente non comporta modificazioni sul piano della struttura giuridica del soggetto emittente e dunque non determina l'alienazione di una società figlia, presenta particolari vantaggi, in quanto è esente da tassazione.

Il profilo fiscale ha rappresentato negli Stati Uniti un elemento essenziale nella valutazione per la decisione di emettere tracking stocks, così come la dottrina tedesca per i medesimi profili ha manifestato un notevole interesse prendendo in considerazione

l'istituto per una sua possibile introduzione nell'ordinamento<sup>13</sup>.

L'emissione di azioni correlate potrebbe conferire alla struttura di una società maggiore elasticità in quanto nell'eventualità di un giudizio negativo da parte del mercato, si potrebbero eliminare con possibilità di ritorno allo status quo ante o potrebbero, comunque, rappresentare una soluzione temporanea di transizione e di preparazione verso una definitiva scissione.

Le azioni correlate potrebbero, inoltre, essere utilizzate per l'introduzione di un sistema di incentivi economici del management connesso all'andamento del settore e specialmente alle performance di mercato dei titoli. A differenza delle azioni ordinarie, infatti, le azioni correlate consentono anche nelle società multidivisionali la predisposizione di programmi di stock options specifici per i singoli comparti in cui i dipendenti (in particolar modo dirigenti di alto livello, ma anche amministratori con funzioni delegate al settore correlato), beneficiari di questi strumenti, svolgono la propria prestazione lavorativa. Quasi tutte le proposte di emissione di azioni correlate, infatti, indicano come una delle ragioni dell'adozione di tale struttura del capitale la migliorata capacità di modellare incentivi per il management sulle performance delle loro rispettive linee di

---

13 BREUNINGER- KRUGER, *tracking Stocks als Gestaltungsmittel im Spannungsfeld von Aktien-und Steuerrecht*, in *Gesellschaftsrecht-Rechnungslegung-Steuerrecht. Festschrift für Wolfmüller zum 65. Geburtstag*, München, 2001, p.542 ss

business, come è accaduto nell'esperienza italiana con la società “Cape Listed Investment Vehicle in Equity”, sopra descritta.

In ultima analisi, l'emissione di azioni correlate comporterebbe, in ragione dell'aumentata trasparenza informativa, una maggiore efficacia dei controlli da parte dei soci, degli altri organi e del mercato, sul management e, di conseguenza, un miglioramento della corporate governance della società<sup>14</sup>.

A fronte dei numerosi vantaggi, sopra descritti, ricollegabili all'emissione di azioni correlate, tuttavia, l'esperienza comparatista insegna che gli svantaggi derivano oltre che dagli intralci legati alla moltiplicazione delle categorie di azioni e dalla necessità di un'apposita contabilità, con conseguenti maggiori costi, soprattutto, nei potenziali conflitti di interessi tra azionisti di categorie diverse e, correlativamente, nella necessità di una ridefinizione dei criteri di comportamento degli amministratori nella gestione della società sia nel suo complesso che dei diversi “settori”.

In una prospettiva più generale ci si interroga, infatti, in merito a quali interessi debba perseguire l'organo amministrativo in caso di emissione da parte della società di una pluralità di tipologie di strumenti finanziari.

Anche la dottrina americana sottolinea che il maggior problema

---

14 LOBIG, *Einsatz von Spartenaktien zur Verbesserung der Corporate Governance in Deutschland?*, Berlin, 2009, p.109 ss.

dell'istituto in esame risiede nella presenza di azionisti aventi una pluralità di interessi tra loro non coincidenti che determina una conflittualità tra i soci.

## **CAPITOLO SECONDO**

### **LE AZIONI CORRELATE NELL'ESPERIENZA STRANIERA**

#### **2.1 LE TRACKING STOCKS NEGLI STATI UNITI**

Negli Stati Uniti la dottrina americana definisce le tracking stocks come “common stocks of a diversified parent corporation, ....., designed to track the operating and financial performance of a distinct business segment or group, subsidiary or revenue stream of that corporation”<sup>15</sup>.

Le tracking stocks emesse dalle società statunitensi appartengono tutte alla categoria delle “common stocks”, assimilabile nel nostro ordinamento a quella delle azioni ordinarie, e non sono, pertanto, “preferred stocks”. Con il termine “preferred stocks” si individua, invece, quella categoria di azioni caratterizzata dal fatto di attribuire ai possessori una preferenza nella distribuzione degli utili rispetto alle common stock.

La riconducibilità delle tracking stocks alle common stocks non comporta necessariamente un suo inquadramento tra gli strumenti

---

15 STEINBERGER E.H.- HASS J.J., *Introduction to tracking stocks*, in *M.Kats-H. Lesser, Acquisitions, Mergers, Spin-Offs and other restructurings*, New York, 1993, p.524.

finanziari di common equity (capitale di rischio), ma rappresentano l'estrema frontiera della fattispecie azionaria sulla via che conduce al “debt” passando attraverso il finanziamento partecipativo e possono quindi rientrare nella nozione di “quasi equity”<sup>16</sup>.

Nell'ordinamento statunitense le tracking stocks possono essere di due tipi: le tracking stocks correlate ad un settore dell'attività della società emittente, c.d. “divisional shares”, e le tracking stocks correlate ad una subsidiary (società controllata) dell'emittente, c.d. “subsidiary shares”.

Le divisional shares sono azioni, normalmente, emesse da società multidivisionali dall'oggetto sociale ampio, la cui attività si diversifica in pluralità di groups non connessi gli uni con gli altri. Tali azioni nascono dall'esigenza economica di evidenziare un determinato settore societario rispetto agli altri.

Il fatto che le divisional shares siano correlate ai risultati di un determinato settore, non implica che i titolari di tali azioni siano azionisti del singolo settore, ma al contrario i “trackers” restano azionisti della società nel suo complesso, non essendo il singolo settore una entità giuridica autonoma ma una “finzione contabile” attraverso cui scomporre solo idealmente il patrimonio della società, senza alcuna separazione patrimoniale e, quindi senza alcuna

---

16 LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001, p.51.

rilevanza nei confronti di soggetti terzi<sup>17</sup>.

Le subsidiary shares, invece, sono azioni di una società controllante il cui diritto agli utili è commisurato non ad un settore della stessa società, ma ai risultati di una società da essa controllata. Tali azioni sono, normalmente, emesse in occasione di un'operazione di acquisizione di una società nel corso della quale si cerca di convincere gli azionisti della società da acquistare alla vendita delle proprie azioni consentendo agli stessi di mantenere un legame con la società alienanda.

In sintesi, quindi, negli Stati Uniti le tracking stocks sono una tipologia di common stocks caratterizzate dalla circostanza che il diritto agli utili può essere correlato o ai risultati di un particolare settore di una società multidivisionale (divisional shares), o ai risultati di una società controllata (subsidiary shares).

Lo sviluppo della new economy ha contribuito ad accrescere l'interesse delle società americane verso il nuovo strumento finanziario, infatti, l'utilizzo di tracking stocks è stato principalmente finalizzato alla separazione delle attività appartenenti ai settori delle nuove tecnologie da quelle legate all'economia tradizionale.

Numerose società appartenenti al settore tecnologico hanno utilizzato le tracking stocks per valorizzare le linee di business più

---

17 STEINBERGER E.H.- J.J. HASS, cit., p.526.



innovative e quindi le attività più interessanti sotto il profilo dell'investimento, come le divisioni wireless di società telefoniche.

Riguardo alla disciplina delle tracking stocks, il diritto societario del Delaware, ma in generale degli Stati Uniti, prevede ampi spazi riservati all'autonomia privata nella determinazione del contenuto dei diritti da attribuire con riferimento sia ai diritti patrimoniali che ai diritti amministrativi.

Tra i diritti patrimoniali, per la determinazione del diritto agli utili, occorre distinguere tra “close tracking stocks” e “loose tracking stocks”.

Con riferimento alle close tracking stocks, i dividendi a loro connessi non possono essere distribuiti se il settore cui ineriscono non abbia conseguito un utile, anche se la società nel suo complesso lo abbia, invece, conseguito. In altri termini, contrariamente a quanto previsto nel nostro ordinamento con l'art. 2350 comma 3 c.c. che prevede il principio del c.d. “doppio utile”, il dividendo distribuibile non è riferibile alla società nel suo complesso, ma al singolo settore.

Con riferimento, invece, alle loose tracking stocks i dividendi a loro connessi possono essere distribuiti anche qualora il singolo settore a cui ineriscono tali azioni non abbia conseguito un utile, purchè la società nel suo complesso si trovi ad avere un utile.

Tra i diritti amministrativi, quanto al diritto di voto, ai tracking stockholders spettano i medesimi diritti degli altri azionisti ordinari

della società e possono essere attribuiti “fixed voting rights” o “floating voting rights”.

Nel caso di “fixed voting rights” i diritti di voto sono stabiliti al momento in cui viene approvata la loro emissione, nel caso di “floating voting rights”, invece, il diritto di voto è soggetto ad aggiustamenti periodici sulla base del valore di mercato delle tracking stocks.

Nelle società che hanno emesso tracking stocks possono verificarsi dei conflitti sia tra gli azionisti della società, titolari di azioni di differenti classi (conflitti orizzontali), sia tra gli azionisti e gli amministratori della società (conflitti verticali).

I “conflitti orizzontali”, nascono dalla circostanza che le differenti classi di tracking stocks hanno interessi diversi in quanto i settori cui tali azioni sono correlate sono in competizione tra loro. Tale competizione può derivare dall'allocazione delle risorse, dal pagamento dei dividendi relativi a ciascuna classe di tracking stocks, dalla ripartizione di oneri e benefici fiscali tra i diversi settori, etc.

Le società americane di fronte a tali conflitti hanno scelto tra tre possibili alternative, o ignorare il problema, o avvertire gli investitori del possibile verificarsi di conflitti endosocietari, o implementare meccanismi contrattuali volti a contenere ed a prevenire l'insorgere del conflitto.

Le società emittenti tracking stocks, dopo un primo periodo in cui

hanno ignorato il problema, hanno sempre informato l'investitore dei potenziali conflitti tra le diverse categorie di azioni, tuttavia, tale disclosure, non mettendo adeguatamente in evidenza la reale portata dei conflitti endosocietari, non hanno svolto alcuna funzione di protezione degli stockholders.

I “conflitti verticali” riguardano, invece, le ipotesi in cui gli amministratori si trovano in situazioni potenzialmente confliggenti con l'interesse dei titolari di determinate classi di tracking stocks.

Nello svolgimento della propria attività gli amministratori sono tenuti al rispetto di alcuni parametri di diligenza e cioè al “duty of care” e al “duty of loyalty”<sup>18</sup>.

Il “duty of care” obbliga gli amministratori ad essere informati circa le attività della società, con particolare riferimento alle operazioni straordinarie, e qualora dimostrino di avere assolto a tale obbligo con la diligenza “which ordinarily careful and prudent men would use in similar circumstances”, il loro operato non potrà essere soggetto al sindacato giurisdizionale in virtù della “business judgment rule”<sup>19</sup> che sancisce il principio secondo cui gli amministratori hanno ampia discrezionalità nelle scelte di gestione della società, che possono essere impugnate solo qualora siano “irrazionali”.

---

18 EISENBERG M.A., *Obblighi e responsabilità degli amministratori e dei funzionari delle società nel diritto americano*, in *Giur. comm.*, 1992, I, p. 617 ss.

19 BONELLI F., *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004, p. 183-186.

Il “duty of loyalty”<sup>20</sup>, invece, impone agli amministratori di non agire in conflitto di interesse.

Nello Stato del Delaware un'operazione societaria posta in essere con il voto favorevole degli amministratori interessati non è invalida, né espone tali amministratori ad azioni di responsabilità da parte dei soci o della società nel caso in cui tale operazione sia stata approvata dalla maggioranza dei disinterested directors o degli shareholders.

La giurisprudenza statunitense che si è occupata delle controversie tra azionisti e amministratori di società emittenti azioni correlate (conflitti verticali), ha risolto i conflitti endosocietari applicando i tradizionali fiduciary duties dei directors.

Parte della dottrina americana<sup>21</sup>, invece, ritiene che i tradizionali fiduciary duties non sarebbero adeguati per la risoluzione dei conflitti endosocietari all'interno di una società emittente tracking stocks, in particolare, tale dottrina ritiene che i titolari di tracking stocks pur avendo uno specifico interesse all'andamento del business group, non sarebbero rappresentati da un board of directors che tuteli esclusivamente gli interessi di tale business group. Infatti, il “duty of care” non sarebbe idoneo a tutelare i titolari di tracking stocks rispetto

---

20 C. MARCHETTI, *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni: i modelli di definizione di un problema in un'analisi economica comparata*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p.1245 ss.

21 J.J.HASS, *Directorial fiduciary duties in a tracking stock equity structure: the need for a duty of fairness*, in *94 Mich. L. Rev.* (1996), p.2118.

a quelle operazioni penalizzanti per un determinato settore della società ma corrette da un punto di vista procedurale e razionali da un punto di vista sostanziale, e il “duty of loyalty” imporrebbe agli amministratori standard di correttezza riferibili non soltanto al singolo settore ma alla società nel suo complesso.

In conclusione, la prevalente dottrina americana ha affermato che i conflitti endosocietari costituiscono un grave punto di debolezza delle società che emettono tracking stocks a causa della notevole incertezza che creano rispetto agli equilibri di corporate governance riducendo, pertanto, l'interesse dei mercati verso questo strumento finanziario.

## 2.2 LE ACTIONS REFLETS IN FRANCIA

Nell'ordinamento francese, analogamente a quanto avvenuto negli Stati Uniti, l'interesse per il fenomeno in esame è nato da parte degli operatori e non è stato disciplinato da parte del legislatore.

Le “actions reflects” sono considerate dalla dottrina francese una categoria speciale di azioni e sono state ricondotte alle “actions de preference”.

La giurisprudenza e la dottrina francesi hanno affermato che i “droit particuliers” attribuiti alle “action reflects” non possono confliggere con alcuni principi imperativi, assolutamente inderogabili, quali il

divieto del patto leonino, la proibizione di clausole di interessi fissi, il divieto di assegnare dividendi in assenza di utili conseguiti, l'eliminazione del diritto di opzione, l'attribuzione del diritto di voto in assemblee di altre società del gruppo<sup>22</sup>.

Le actions reflects sarebbero, dunque, nell'ordinamento francese una variante delle azioni privilegiate nella quale il dividendo, anziché essere particolare in senso quantitativo, lo è in senso qualitativo, essendo ancorato ad un parametro specifico, quale l'andamento di un determinato settore<sup>23</sup>.

Quanto ai diritti patrimoniali spettanti a tali azioni, ed in particolare al dividendo, la dottrina ha evidenziato la libertà lasciata dal legislatore francese all'autonomia statutaria.

Con riferimento ai diritti spettanti in sede di liquidazione della società, i titolari di actions reflects non hanno alcun diritto particolare sulla attività traccè in quanto l'emissione di tali azioni non determina alcuna separazione patrimoniale.

Quanto ai diritti amministrativi e con riferimento al diritto di voto, nell'ordinamento francese, le action reflects potranno essere dotate o meno del diritto di voto, potranno avere un "droit de vote double" ed, infine, potranno avere un diritto di voto limitato esclusivamente a

---

22 P. BALZARINI, *La modernizzazione del diritto societario francese*, in *Riv. Società*, 2005, p.260.

23 G. MIGNONE, "Tracking shares" e "actions reflects" come modelli per le nostre "azioni correlate", in *Banca, borsa e tit. credito*, 2003, p.614.

determinate questioni. Non potranno, invece, vedersi attribuito il c.d. floating voting right, né avere un diritto di voto “ponderato” sul peso dell'attività tracée rispetto alla società nel suo complesso.

Diversamente dal diritto americano, inoltre, dove la protezione dei titolari di tracking stocks rispetto ai c.d. conflitti endosocietari “orizzontali” è totalmente rimessa all'autonomia statutaria, l'ordinamento francese attribuisce un ruolo fondamentale all'assemblea speciale di categoria per la soluzione di tali conflitti.

In Francia, nell'ottobre del 2000 la società “Alcatel S.A.” ha emesso “actions reflète” di classe “O” quotate alla Borsa di Parigi. Tale emissione costituisce, finora, l'unico esempio di actions reflète nell'ordinamento francese.

Le finalità perseguite dalla società “Alcatel S.A.” con tale operazione erano in primo luogo la valorizzazione delle attività della divisione e la raccolta del capitale attraverso uno strumento che consentisse il mantenimento del controllo della divisione, in secondo luogo la possibilità di utilizzare le actions reflète come moneta d'acquisto.

Le actions reflète di classe “O” riguardavano le performance economiche della divisione “Optronics” di Alcatel, operante nel settore della produzione e commercializzazione di componenti ottici. Tali actions reflète si possono fare rientrare tra le c.d. “subsidiary shares”.

Per quanto attiene ai diritti patrimoniali spettanti ai titolari di tali actions reflects, veniva loro attribuito un dividendo prioritaire, predeterminato tra un minimo e un massimo distribuibile evitando in tal modo possibili violazioni del patto leonino, ed in ogni caso la percezione del dividendo era condizionato alla preventiva delibera assembleare.

Inoltre, ai titolari di “actions reflects” di classe “O” veniva riconosciuto il diritto di opzione anche con riferimento all'emissione di nuove azioni ordinarie.

Infine, le disposizioni relative alla fase di liquidazione non prevedevano differenze tra azioni ordinarie e actions reflects.

Per quanto attiene ai diritti amministrativi, con riferimento al diritto di voto, i titolari delle actions reflects di classe “O” in quanto azionisti della società “Alcatel S.A.”, beneficiavano degli stessi diritti degli azioni ordinarie di classe “A” e, quindi, potevano votare anche in assemblea generale.

Con riferimento al problema dei conflitti endosocietari, la società “Alcatel S.A.” nel proprio prospetto informativo ha sottolineato i rischi dell'investimento ed ha disciplinato, chiaramente, alcuni profili critici mettendo in evidenza la mancata separazione a livello gestionale delle due divisioni, la mancanza di diritti specifici delle actions reflects di classe “O” sui beni della stessa divisione “Optronics”, l'impossibilità per gli stessi di determinare le scelte



riguardanti la divisione, che rimanevano di competenza dell'assemblea generale.

Tuttavia, tali azioni, dopo un iniziale successo, hanno dimostrato nel medio periodo di non essere uno strumento finanziario competitivo ed il loro risultato particolarmente negativo ne ha causato l'eliminazione nell'aprile del 2003, attraverso la conversione in azioni ordinarie.

### 2.3 LE SPARTENAKTIEN IN GERMANIA

La Germania, a differenza dell'Italia, non ha ancora previsto una disciplina normativa per favorire l'introduzione e la diffusione delle c.d. "spartenaktien".

Nonostante ciò, è ricca la produzione della dottrina tedesca che ha elaborato in materia una consistente quantità di articoli e lavori monografici.

È diffusa nella dottrina tedesca la precisazione che le "spartenaktien" incorporano una partecipazione, come le comuni azioni ordinarie, nella società titolare dell'impresa (Unternehmensgesellschaft). La particolarità consisterebbe soltanto nella circostanza che il diritto agli utili che esse attribuiscono è commisurato ai risultati di un determinato comparto dell'impresa e non a quelli di tutta l'impresa.

I titolari di questi strumenti finanziari sono, pertanto, azionisti dell'intera società e non di un comparto giuridicamente separato o di una società figlia.

Le conseguenze saranno, pertanto, che tutti i comparti cui sono correlate le azioni saranno esposti alla responsabilità per i debiti della società e che i singoli comparti non saranno completamente esenti dalla partecipazione alle perdite prodotte dagli altri comparti<sup>24</sup>.

Le “spartenaktien” possono essere dotate o meno del diritto di voto, ma si esclude che questo possa essere “fluttuante”, cioè legato all'andamento del corso di borsa delle azioni del settore di riferimento.

La dottrina tedesca sottolinea l'opportunità dell'introduzione di clausole statutarie che prevedano in occasione di determinati eventi come la cessione del comparto, la quotazione in borsa, l'automatica conversione delle “spartenaktien” in azioni ordinarie<sup>25</sup>.

Si sottolinea, inoltre, la necessità di un'apposita contabilità anche se la mancanza attualmente di una contabilità standardizzata, soggetta a pubblicità legale, ha fatto discutere sull'emettibilità di azioni correlate in base al diritto positivo tedesco, dubitandosi che questa materia possa essere governata dall'autonomia statutaria<sup>26</sup>.

In Germania, la prima emissione di spartenaktien quotate presso il

---

24 BAUMS, *Spartenorganisation, “Tracking stock” und deutsches Aktienrecht*, in *Festschrift für Karlheinz Boujong zum 65. Geburtstag*, München, 1996, p.21.

25 BAUMS, *Spartenorganisation*, cit., p. 254.

26 BAUMS, *Spartenorganisation*, cit., p. 32.

“Prime Standard” della Borsa tedesca è avvenuta soltanto nel novembre 2007 con le azioni denominate “A-Aktien” della società “Hamburger Hafen und Logistik AG”.

La caratteristica di questi titoli era quella di attribuire diritti patrimoniali parametrati ai risultati, non della società emittente considerata nel suo complesso, ma di un suo singolo settore di attività, nella fattispecie relativa alla logistica portuale.

L'emissione di tali azioni rivestiva un notevole interesse in quanto seguiva, in assenza di un espresso intervento normativo, ad un acceso dibattito nella letteratura scientifica tedesca sull'ammissibilità e sulla disciplina delle c.d. “spartenaktien”.

In sintesi, si rileva che la società, ai fini della speciale configurazione dei diritti patrimoniali dei soci, è caratterizzata da una rigida separazione tra due comparti, il primo relativo all'attività di logistica portuale, il secondo all'attività immobiliare della società. Il carattere rigido della separazione emerge soprattutto con riferimento agli aspetti finanziari e contabili, infatti, ciascun settore viene considerato come una società a sè stante sotto il profilo della documentazione di bilancio, della rilevazione dei rapporti intersettoriali e della imputazione delle perdite settoriali.

Lo statuto lascia libera l'assemblea di determinare la destinazione dell'utile del bilancio settoriale per ciascuna categoria di azionisti, fermi i limiti legali degli utili risultanti dal bilancio generale della

società.

Nessuna norma specifica è dettata in materia di governance, né in ordine alla composizione e funzione degli organi di amministrazione e controllo, né in ordine a specifici poteri di voice degli azionisti in relazione ad operazioni di particolare rilievo per il settore di interesse.

## **CAPITOLO TERZO**

### **LE AZIONI CORRELATE IN ITALIA**

#### 3.1 PREMESSA

Dopo aver fornito un quadro storico e comparato del fenomeno delle azioni i cui diritti patrimoniali sono correlati all'andamento economico di un determinato settore della società, si tratta ora di proseguire con l'analisi del dato normativo introdotto nel nostro ordinamento con la riforma del diritto societario del 2003, tenendo anche conto dei modelli stranieri di azioni correlate fin qui esaminate.

L'Italia è stato il primo paese europeo ad avere dato una regolamentazione legale all'istituto, prevedendolo nell'art. 2350 commi 2 e 3 c.c., ma non ha dettato una disciplina completa dello stesso, rinviando allo statuto per l'articolazione dei principali aspetti della normativa e lasciando pertanto ampio spazio all'autonomia statutaria nella definizione di tali categorie di azioni<sup>27</sup>, infatti l'art. 2350 comma 2 si limita a prevedere che “lo statuto stabilisce i diritti attribuiti a tali azioni”.

Le azioni correlate costituiscono un'ipotesi nominata di azioni

---

<sup>27</sup> M. ARATO, *Le azioni correlate*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2012, p.163 ss.

speciali<sup>28</sup>, caratterizzate dalla circostanza che i diritti patrimoniali non dipendono soltanto dall'attività dell'intera società, ma da quella di un determinato settore.

Le azioni in esame, pertanto, non sono “privilegiate”<sup>29</sup>, come nell'ordinamento francese, ma semmai sono “azioni a privilegio eventuale e variabile”<sup>30</sup>, nel senso che il privilegio dipende dall'andamento del settore di riferimento rispetto all'andamento complessivo dell'intera società.

La riforma delle società del 2003 ha rimesso all'autonomia statutaria un potere di graduazione e modulazione dei diritti patrimoniali ed amministrativi spettanti alle azioni e alle obbligazioni molto più ampio che in passato, a cui si associa la facoltà di emettere altrettanto liberamente strumenti “atipici”<sup>31</sup>.

La ratio di tale aspetto della riforma risiede nell'esigenza delle società di capitali di reperire risorse finanziarie sul mercato venendo incontro alle esigenze di finanziamento dell'impresa, strumento

---

28 C.F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Milano, 2004, cui adde M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società-Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2006, p. 591 ss.

29 P.F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p.58 ss.

30 P. DE BIASI, “*Burro e cannoni*”: *le alphabet stock*, in *Società*, 2002, p. 819.

31 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, p. 519.

produttivo e lucrativo essenziale per l'economia del paese<sup>32</sup>.

Il dettato normativo si limita a sole due disposizioni, peraltro, valutate da una parte della dottrina come poco significative o addirittura superflue<sup>33</sup>; infatti, si afferma che considerato l'ampliamento dell'autonomia statutaria delle s.p.a. di emettere categorie di azioni fornite di diritti diversi, “probabilmente non sarebbe stato necessario neanche in Italia introdurre una disciplina propria delle azioni correlate”.

Il secondo comma dell'art. 2350 prevede la possibilità per le società di emettere azioni fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore, mentre il terzo comma del medesimo articolo dispone che i dividendi ai possessori delle azioni correlate possono essere pagati soltanto nei limiti degli utili risultanti dal bilancio della società.

Pertanto, è chiaro come le disposizioni sulle azioni correlate contenute nel secondo e terzo comma dell'art. 2350 c.c. non esauriscono l'intera disciplina ed è compito degli interpreti colmare la lacuna attraverso un difficile lavoro di ricostruzione dell'istituto.

Unica disposizione a carattere imperativo è quella contenuta nell'art.

---

32 A. GAMBINO, *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Giur. comm.*, 2002, I, p. 651 ss.

33 A. STAGNO D'ALCONTRES, *sub art. 2350*, in *Società di capitali, Commentario a cura di G. Niccolini – A. Stagno D'Alcontres*, I, Napoli, 2004, p. 296 ss.

2350 comma 3, ove si afferma che “ non possono essere pagati dividendi ai possessori delle azioni previste dal precedente comma se non nei limiti degli utili risultanti dal bilancio della società”.

Nel tentativo di ricostruire la disciplina delle azioni correlate è necessario operare la distinzione tra diritti patrimoniali e diritti amministrativi spettanti ai possessori di azioni correlate.

Con riferimento ai diritti patrimoniali vengono in considerazione, in primo luogo, il diritto agli utili, la partecipazione alle perdite ed eventualmente il diritto alla liquidazione della quota, per quanto riguarda, invece, i diritti amministrativi, se lo statuto non dispone diversamente, essi si identificano completamente con quelli propri delle azioni ordinarie<sup>34</sup>.

### 3.2 DIRITTI PATRIMONIALI

Tra i diritti patrimoniali, il diritto agli utili è senza dubbio il più importante e quello caratterizzante le azioni correlate rispetto alle azioni ordinarie in quanto correlato ai risultati economici di un determinato settore.

Gli azionisti correlati sono azionisti della società nel suo complesso,

---

<sup>34</sup> U.TOMBARI, *Sub.art. 2350*, in *Codice civile commentato*, a cura di G.Alpa e V. Mariconda, Milano IPSOA, p.1026.



non azionisti del singolo settore, pertanto, la percezione dei dividendi da parte degli stessi è subordinata alla disciplina dell'art. 2433 c.c..

La circostanza che vi sia un risultato positivo del settore non determina la percezione di un dividendo, qualora la società nel suo complesso sia in perdita, in quanto è necessaria la presenza del principio del c.d. “doppio utile”. Infatti, l'utile spettante alle azioni correlate è calcolato sul settore di riferimento ma non è l'utile del settore stesso<sup>35</sup>.

Inoltre, la distribuzione di eventuali dividendi ai titolari di azioni correlate presuppone la deliberazione dell'assemblea di cui all'art. 2433, comma 1, c.c., infatti, pur in presenza del c.d. doppio utile, è necessario che l'assemblea dei soci decida circa la distribuzione o l'accantonamento a riserva degli utili sociali<sup>36</sup>

Le azioni correlate rappresentano, quindi, una frazione del capitale sociale e costituiscono strumenti di partecipazione azionaria alla società nella sua interezza e pertanto, la percezione del dividendo da parte degli azionisti correlati è pur sempre sottoposta alla disciplina del patrimonio netto, volta a tutelare l'integrità del patrimonio sociale, in funzione soprattutto del mantenimento delle garanzie dei creditori

---

35 G.MIGNONE, *sub art. 2350 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario, diretto da G.Cottino, G. Bonafede, O. Cagnasso, P.Montalenti*, Torino, 2004, p.303

36 C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali, Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003, p. 65.

sociali<sup>37</sup>.

Riguardo alle modalità di correlazione tra i diritti patrimoniali attribuiti alle azioni correlate ed il risultato del settore di attività oggetto di correlazione, lo statuto potrà prevedere tre tipi di clausole di correlazione: clausole di correlazione in senso “forte” ( c.d. close tracking), clausole di correlazione in senso “debole” ( loose tracking) e clausole di correlazione di tipo proporzionale.

Le clausole di correlazione in senso forte prevedono l'attribuzione esclusiva dei profitti di un determinato settore ai titolari delle relative azioni correlate. In tale ipotesi è possibile prevedere che i titolari di azioni correlate oltre che ai risultati di detto settore, partecipino ai risultati positivi della società nel suo complesso, eventualmente in misura residuale e postergata rispetto alle altre categorie di azioni<sup>38</sup>.

Le clausole di correlazione in senso debole prevedono, invece, la partecipazione delle azioni correlate anche ai risultati degli altri settori della società e/o la partecipazione delle azioni ordinarie ai risultati del settore oggetto di correlazione. In questo caso è opportuno prevedere per gli azionisti correlati un diritto potiore, sui risultati del settore, rispetto a quello delle altre categorie di azioni non correlate o correlate

---

37 S. SERAFINI, *Le azioni correlate e i diritti patrimoniali sui risultati del settore*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, p.789.

38 F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, IPSOA, 2004, p. 101-102.

a settori con peggiore risultato gestionale<sup>39</sup>.

Le clausole di correlazione di tipo proporzionale prevedono, infine, una partecipazione degli azionisti correlati in misura percentuale ai risultati del settore oggetto di correlazione, mentre la residua parte di detto risultato resta di pertinenza degli azionisti ordinari.

A proposito delle clausole di correlazione di tipo proporzionale, alcuni autori<sup>40</sup> ritengono che l'utile spettante alle azioni correlate debba essere calcolato in funzione del rapporto percentuale tra le stesse azioni correlate e l'intero capitale sociale. Tale opzione interpretativa comporta tuttavia che le azioni correlate siano considerate alla stregua di azioni ordinarie<sup>41</sup>. Sembra preferibile la soluzione proposta da altra parte della dottrina che ritiene che l'utile attribuito alle azioni correlate debba piuttosto essere ricavato dalla proporzione fra la quota di capitale sociale rappresentata da azioni ordinarie e la quota di utile sociale prodotta dal settore correlato<sup>42</sup>.

Con riferimento al connesso problema della partecipazione alle perdite delle azioni correlate, nell'ipotesi di perdite subite soltanto dal settore, esse incideranno, evidentemente, in modo prioritario sulle

---

39 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 e G. Presti, Milano, 2003, p. 91.

40 S. SERAFINI, *Le azioni correlate e i diritti patrimoniali sui risultati del settore*, cit., p.801.

41 P. SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008, p.225.

42 P. DE BIASI, *“Burro e cannoni”*: *le alphabet stock*, cit., p.825.

azioni correlate, che saranno private del dividendo, anche se gli altri settori di attività sono in utile.

Nel caso in cui le perdite abbiano diminuito o precluso la distribuzione di utili ai titolari delle azioni non correlate, lo statuto potrà predisporre meccanismi idonei a un equo bilanciamento di interessi, ad esempio ipotizzando una rinuncia all'utile degli esercizi successivi fino alla copertura delle perdite.

Con riferimento alle perdite prodotte dalla società nel suo complesso, lo statuto potrà prevedere che le perdite colpiscano prioritariamente le azioni non correlate, e potrà anche prevedere che in caso di successivo ritorno all'utile del settore non correlato detti utili siano utilizzati per restituire alle azioni correlate i diritti patrimoniali erosi in precedenti esercizi dalle perdite prodotte dal detto settore non correlato.

Le azioni correlate, come detto, rappresentano, dunque, una quota dell'intero capitale sociale, pertanto anche in sede di liquidazione della società, salvo diversa previsione statutaria, il principio generale applicabile dovrà essere quello dell'uguaglianza proporzionale.

L'azionista correlato non ha in sede di liquidazione alcun specifico diritto sui beni del settore stesso<sup>43</sup> che rimangono della società nel suo insieme e quindi non ha privilegi in sede liquidatoria, egli perde perciò

---

43 U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p.71.

tutti gli eventuali incrementi di valore del settore che non si traducono in utile distribuito e concorre con gli altri azionisti sull'intero patrimonio sociale per il rimborso dei conferimenti dopo l'integrale soddisfazione della totalità dei creditori sociali<sup>44</sup>.

L'autonomia statutaria potrebbe prevedere, tuttavia, un diritto alla quota finale di liquidazione commisurato al rapporto tra valore contabile del settore prima della liquidazione rispetto al valore netto contabile dell'intera impresa, ovvero che tenga conto del valore delle riserve destinate che non sono state oggetto di distribuzione durante la vita della società, come anche delle perdite accumulate di competenza degli azionisti correlati.

Il diritto alla quota di liquidazione potrebbe essere commisurato, inoltre, al rapporto tra valore del settore correlato e il totale del patrimonio sociale al momento dell'emissione o al momento della liquidazione. Un rapporto, dunque, predefinito e fisso e, pertanto, di difficile contestazione.

Oppure, la quota di liquidazione potrebbe essere determinata in funzione del rapporto tra capitalizzazione del mercato delle azioni correlate rispetto alla capitalizzazione del totale delle azioni; rapporto stabilito prima dell'evento liquidatorio. Quest'ultimo criterio, però, potrebbe portare ad una disparità di trattamento tra azionisti, con

---

44 S. SERAFINI, cit., p.810.

evidenti rischi di contenzioso.

In occasione di vicende modificative, circolatorie o estintive del settore correlato, fermo restando la continuazione dell'attività negli altri settori, la società potrebbe riconoscere agli azionisti correlati ulteriori diritti patrimoniali quali ad esempio l'attribuzione di un dividendo straordinario, originato dal trasferimento parziale o totale del settore di attività correlato, commisurato al valore assoluto di cessione, ovvero in base alla percentuale di partecipazione all'utile dei titolari di azioni correlate, ovvero ancora al valore della plusvalenza da cessione.

Sempre in occasione della cessione del comparto oggetto di correlazione, all'azionista correlato potrebbe spettare il diritto di recedere dalla società, anche in considerazione del ruolo che nella disciplina azionaria riformata tale istituto assolve a tutela delle condizioni dell'atto di investimento in cui si concreta la partecipazione sociale.

Tuttavia, non è agevole individuare a quali tra le ipotesi normative, cui l'ordinamento ricollega lo scattare del diritto di recesso, possa essere ricondotta la fattispecie della cessione del comparto.

Viene anzitutto in considerazione la previsione della lettera g) dell'art. 2437 comma 1, ai sensi della quale rilevano “ le modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto e di partecipazione”. Non sembra possibile mettere in dubbio che ricorra tale ipotesi nel caso in

cui la decisione sull'operazione di dismissione del comparto sia assunta dall'assemblea straordinaria.

Qualora invece manchi la delibera assembleare e la decisione inerente all'operazione sia assunta e portata ad esecuzione dall'organo amministrativo, risulta difficilmente invocabile la richiamata fattispecie legale della lettera g), come pure tutte le altre dell'art. 2437 c.c., in quanto tipicamente collegate a deliberazioni assembleari.

In questa ipotesi potrebbe essere applicata in via estensiva l'art. 2497 quater in tema di disciplina di attività di direzione e coordinamento, ed in particolare la lettera c), che attribuisce il diritto di recesso ai soci nel caso di uscita da un contesto organizzativo di etero-direzione dell'attività d'impresa cosicché 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.

### 3.3 DIRITTI AMMINISTRATIVI

La disciplina positiva delle azioni correlate riguarda esclusivamente i diritti patrimoniali, mentre sono del tutto assenti riferimenti in merito ai diritti amministrativi.

La particolare natura dei diritti patrimoniali spettanti alle azioni correlate è destinata, comunque, ad incidere anche sulla definizione dei diritti amministrativi.

Per quanto riguarda il diritto di voto spettante ai possessori di azioni correlate la disciplina dello stesso deve essere dedotta dalle regole generali in materia di azioni, con la conseguenza che alle azioni in commento spetterà un diritto di voto pieno, salvo il caso in cui lo statuto disponga diversamente, stabilendo, per esempio, che le azioni siano prive del diritto di voto, o ad esse sia connesso un diritto di voto limitato a particolari argomenti come per esempio fusione, scissione o aumento di capitale attinenti al settore o alla vita della società, o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative consistenti, ad esempio, nel raggiungimento o mancato raggiungimento di un certo risultato economico del singolo comparto o una mancata distribuzione di utili protratta per un certo periodo<sup>45</sup>.

In tutte le ipotesi in cui le azioni correlate dovessero essere private del diritto di voto o in cui l'esercizio del diritto di voto dovesse essere limitato o sottoposto a particolari condizioni, le azioni correlate rientrerebbero nel computo al fine del divieto di cui all'art. 2351 comma, 2, c.c., ai sensi del quale il valore di tali azioni non può complessivamente superare la metà del capitale sociale.

---

<sup>45</sup> A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di C. Montagnani, Milano, 2004, p. 220.



Inoltre, nelle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, sarà possibile prevedere l'attribuzione ai titolari di azioni correlate di diritti di voto proporzionali al valore del settore al momento dell'emissione, “potendosi a tal fine utilizzare lo strumento del plafonamento o dello scaglionamento del diritto di voto”<sup>46</sup> di cui all'art. 2350 comma 3, c.c..

E' discusso in dottrina se le azioni correlate possano essere dotate nel nostro ordinamento, così come negli Stati Uniti, di un diritto di voto “fluttuante” a seconda dell'andamento dei risultati economici conseguiti dal settore di riferimento. Alcuni autori<sup>47</sup> ritengono possibile introdurre nel nostro ordinamento un meccanismo di voto c.d. flottante, in base al quale la misura del potere assembleare di ciascuna categoria di azioni è determinata, al momento di ciascuna assemblea o con cadenza periodica, dal valore di mercato delle stesse, combinando lo strumento del voto condizionato e del voto scalare. Lo strumento del voto fluttuante sarebbe però precluso alle società che si rivolgono al mercato del capitale di rischio<sup>48</sup>. Altri autori<sup>49</sup>, invece, negano tale possibilità, in quanto il rispetto dei limiti inderogabili di legge, ed in particolare il divieto di voto plurimo ex art. 2351, comma

---

46 U. PATRONI GRIFFI, cit., p. 83.

47 U. PATRONI GRIFFI, cit., p.88.

48 M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, cit., p.529.

49 M. COLONNELLI DE GASPERIS, cit., p. 79.

4, c.c., porterebbe ad escludere la possibilità di prevedere meccanismi di ridefinizione periodica del diritto di voto attribuito alle diverse classi di azioni correlate, finalizzate a far seguire un aumento o una diminuzione del potere di governo della categoria all'aumento o diminuzione del rilievo economico del settore in relazione alla situazione complessiva della società sotto il profilo patrimoniale e reddituale.

Agli azionisti correlati spetterà, naturalmente, il diritto inderogabile di votare in assemblea speciale nell'ipotesi di pregiudizio ai diritti della categoria. Si applicherà, pertanto, l'art. 2376 c.c. in tema di assemblee speciali, che prevede la competenza a deliberare, in conformità alle regole proprie dell'assemblea straordinaria, in ordine alle deliberazioni dell'assemblea generale dirette a pregiudicare i diritti di categoria.

È necessario distinguere il pregiudizio che i titolari di azioni correlate possono subire a causa di una delibera dell'assemblea generale in “diretto” o “indiretto”.

Il pregiudizio diretto deriva da una delibera che abbia per oggetto la modifica in pejus dei diritti della categoria, mentre il pregiudizio indiretto si ha quando senza una vera e propria modifica dei diritti della categoria, questi vengono sostanzialmente ridotti, ad esempio attraverso un aumento dei diritti di altra categoria o una alterazione dei rapporti tra categorie.

Sono da escludere le ipotesi di pregiudizi meramente fattuali derivanti da delibere di carattere organizzativo o gestionale<sup>50</sup>.

Nel caso in cui le azioni correlate siano quotate in mercati regolamentati italiani o di altri Paesi dell'Unione Europea, gli azionisti correlati avranno ,ai sensi degli artt. 146 e 147 TUF, il diritto di riunirsi in assemblea speciale nella quale nominare e/o revocare il proprio rappresentante comune ed eventualmente deliberare l'azione di responsabilità nei confronti dello stesso<sup>51</sup>.

Con riferimento alla disciplina del voto del socio in conflitto di interessi si deve tenere conto delle caratteristiche delle società multidivisionali che abbiano collocato azioni correlate sul mercato. Il titolare di azioni correlate, si troverà in conflitto di interessi in tutte quelle deliberazioni che abbiano potenzialmente l'effetto di avvantaggiare una categoria di azioni a danno dell'altra, senza l'effetto di massimizzare il valore aggregato di tutte le azioni. Le deliberazioni assembleari approvate con il voto determinante di tale socio saranno pertanto impugnabili a norma dell'art. 2377 c.c..

La maggior parte delle deliberazioni potenzialmente in grado di influire sul valore aggregato delle azioni sembra coincidere con quelle la cui efficacia è subordinata all'approvazione da parte dell'assemblea

---

50 C. COSTA, *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 3 \*\*, Torino, 1993, p. 529.

51 G. MIGNONE, *Le azioni correlate*, cit., p. 242.

speciale ai sensi dell'art. 2376 c.c.. Potranno essere impugnate, pertanto, ex art. 2373 c.c. quelle deliberazioni assembleari, che sebbene approvate dall'assemblea speciale, siano lesive dell'interesse sociale, mentre l'assemblea speciale potrebbe determinare l'inefficacia di deliberazioni dell'assemblea generale assolutamente conformi all'interesse sociale, ma lesive dell'interesse di categoria.

L'operatività dell'art.2373 c.c. potrà presumibilmente assumere importante rilievo pratico nel caso in cui l'assemblea pur in presenza di utili distribuibili ai possessori delle azioni correlate, decida con il voto determinante delle altre categorie di azioni di destinare il risultato di esercizio all'autofinanziamento della società. Possibilità la cui legittimità è subordinata al rispetto dei principi di parità di trattamento tra i soci o categorie di azionisti e di buona fede e correttezza.

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

volontà delle altre categorie di azionisti”<sup>52</sup>.

Il principio di correttezza impone ai soci di maggioranza di esercitare i poteri ad essi attribuiti, in materia di distribuzione dell'utile, nel rispetto delle aspettative dei soci di minoranza.

Anche in occasione della cessione del comparto oggetto di correlazione, che deve essere autorizzata dall'assemblea in sede straordinaria, gli azionisti correlati a tutela della loro partecipazione devono approvare tale operazione con delibera in assemblea speciale.

Ai titolari delle partecipazioni correlate viene così attribuito sul piano individuale il diritto a prendere parte al procedimento di co-decisione e ad esprimere sul piano collettivo, dopo la valutazione nel merito dell'operazione, da parte dell'organo amministrativo, la propria determinazione sulla proposta, in mancanza della quale la delibera dell'assemblea generale deve ritenersi carente di effetti.

Anche la diversa operazione del trasferimento infra-societario di una porzione dell'attività produttiva da un settore ad un altro rientra nella competenza dell'assemblea straordinaria e conseguentemente dell'assemblea speciale, infatti la cessione tra comparti di un ramo dell'attività correlata non integra alcun effetto traslativo, ma semplicemente una modifica statutaria, cioè una modifica di quella parte dello statuto che determina la distribuzione dei costi e ricavi

---

52 A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit., p. 228.

relativi al settore.

Ciò osservato, occorre ora chiedersi quali rimedi siano previsti per i soci correlati quando non venga rispettata la distribuzione delle competenze come sopra delineate.

Nel caso di trasferimento infra-societario di una porzione dell'attività produttiva da un settore ad un altro, avendo questa operazione efficacia soltanto interna e ponendosi su un piano organizzativo-contabile, l'eventuale deliberazione da parte dell'incompetente organo amministrativo si riflette in un vizio del bilancio divisionale, per erronea imputazione dei costi e ricavi alla porzione di settore trasferita.

Nel caso, invece, della cessione dell'intero settore correlato a terzi, deliberata ed effettuata dagli amministratori senza la prescritta approvazione assembleare, l'efficacia esterna dell'atto negoziale impone di considerare distintamente due profili in ordine al profilo rimediabile.

Sul piano esterno alla società, l'applicazione dell'art. 2384 comma 2 c.c. impone gravosi oneri probatori a carico dei soci correlati e quindi della società per ottenere la dichiarazione di inefficacia del negozio traslativo e far riacquisire al patrimonio sociale il ramo aziendale ceduto. Prevalgono in tal caso gli interessi dei terzi.

Sul piano interno della società, nell'ipotesi in cui gli amministratori abbiano autonomamente deliberato senza rispettare la regola della

competenza assembleare, oltre ad una responsabilità per i danni eventualmente provocati ai soci esclusi dalla partecipazione al legittimo procedimento decisionale, è discusso se la delibera consiliare debba essere dichiarata radicalmente inefficace ab origine o dotata di quella validità precaria derivante dall'applicazione dell'art. 2388 comma 4 c.c. che subordina all'impugnativa dei soggetti legittimati la delibera stessa.

Appare preferibile la seconda soluzione in quanto l'organo amministrativo esercita normalmente un potere di conformazione dei diritti sociali, cui corrisponde dal lato dei soci una situazione di soggezione. Pertanto, si ritiene che la cessione del comparto, concretandosi in una lesione dei diritti dei soci rilevante ai sensi dell'art. 2388 comma 4, determina, non l'inefficacia dell'atto, ma l'attribuzione ai soci del rimedio dell'impugnazione.

Ai possessori delle azioni correlate spetterà, inoltre, al pari degli altri azionisti il diritto di opzione sulle azioni di nuova emissione ai sensi dell'art. 2441 c.c.. Diritto di opzione che non può essere escluso o limitato dallo statuto, essendo necessario che la limitazione o esclusione sia disposta contestualmente alla deliberazione di aumento di capitale. Pertanto, i possessori di azioni correlate avranno il diritto di opzione sulle azioni di nuova emissione sia che queste appartengano alla categoria delle azioni correlate sia che appartengano a diversa categoria, in questo caso troverà applicazione il c.d.

principio di “prossimità prioritaria” di cui all'art. 145, comma 8, TUF.

Nel caso, invece, di emissione di nuove azioni correlate, spettando il diritto di sottoscriverle anche alle altre categorie di azionisti, si potrà verificare il fenomeno del c.d. “retained interest”, ossia quella situazione nella quale gli azionisti dell'emittente possiedono sia azioni correlate che azioni ordinarie<sup>53</sup>. Tuttavia, si ritiene possibile prevedere, nello statuto delle società emittenti azioni correlate, che il diritto di opzione spetti esclusivamente ai titolari della categoria di azioni oggetto della singola emissione e non a tutti gli azionisti indistintamente.

Infine, quanto al sovrapprezzo, si deve ritenere legittima l'emissione di azioni correlate con un sovrapprezzo diverso rispetto a quello delle azioni ordinarie<sup>54</sup>.

È discussa in dottrina la legittimità di clausole statutarie che riservino ai titolari di azioni correlate il diritto di nominare un numero predeterminato di amministratori.

Successivamente alla riforma del diritto societario del 2003, la prevalente dottrina ha affermato la legittimità delle suddette clausole<sup>55</sup> sostenendolo sia in base all'art.2351, ultimo comma c.c., che riserva ai titolari di strumenti finanziari diversi dalle azioni il diritto di nominare

---

53 U. PATRONI GRIFFI, cit., p.91.

54 P. DE BIASI, cit., p. 826.

55 F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004, p.70.



un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza, sia in base all'art. 2368, comma primo c.c., il quale dispone che “per la nomina alle cariche sociali lo statuto può stabilire norme particolari”.

Secondo un orientamento minoritario<sup>56</sup>, invece, le clausole in esame dovrebbero ritenersi illegittime in quanto violerebbero il principio dell'unicità del procedimento deliberativo dell'assemblea e l'inderogabile competenza assembleare in materia di nomina degli amministratori comportando una forma di privilegio relativo al diritto di voto rispetto alle azioni ordinarie che contraddirebbe il dettato normativo.

La stessa dottrina ha affermato che “non può ipotizzarsi l'attribuzione ai possessori di azioni correlate, in quanto tali, del diritto di nominare amministratori che siano preposti alla gestione del settore di riferimento”, in quanto, “alla nomina degli amministratori al di fuori della sede propria dell'assemblea...osta il disposto dell'art. 2383, comma1, c.c.”<sup>57</sup>.

Si ritiene preferibile aderire all'opinione della dottrina prevalente per cui ai titolari di azioni correlate non soltanto può essere riservata, da parte dello statuto, la facoltà di nominare un certo numero di amministratori, ma che, eventualmente, tali amministratori siano

---

56 A. STAGNO D'ALCONTRES, *sub art. 2351 c.c.*, in G. Niccolini-A. Stagno *D'Alcontres*, cit., p.305.

57 A. STAGNO D'ALCONTRES, *sub art. 2351*, cit., p.305

delegati alla gestione del settore di riferimento<sup>58</sup>.

### 3.4 LA CONVERSIONE DELLE AZIONI CORRELATE

Il diritto di conversione è una costante delle emissioni di tracking stocks nella prassi statunitense in quanto viene previsto come meccanismo di exit ed è funzionale a disciplinare la sorte delle azioni correlate al verificarsi di determinati eventi come il mancato raggiungimento di determinati risultati reddituali, la cessazione o il trasferimento totale o parziale del settore.

Nel nostro ordinamento, l'art. 2350 comma 2 ,ultima parte, prevede che lo statuto stabilisca le eventuali condizioni e modalità di conversione delle azioni correlate in azioni di altra categoria.

Lo strumento della conversione delle azioni non trova una sua autonoma disciplina nel nostro ordinamento, come nei principali ordinamenti europei, ma soltanto singole previsioni come nell'ipotesi di creazione di azioni di risparmio tramite attribuzione del diritto di conversione ai soci con deliberazione dell'assemblea straordinaria ( art. 145 comma 7 t.u.f. ), nonché in caso di emissione di obbligazioni convertibili in azioni dall'art. 2420 bis c.c..

---

58 G.MANZO-G. SCIONTI, *Patrimoni dedicati e azioni correlate: "cellule" fuori controllo?*, in *Le società*, 2003, p.1335.

E' discussa in dottrina la natura del diritto di conversione delle azioni correlate in altre categorie di azioni. Secondo una prima teoria, la convertibilità delle azioni correlate in azioni di altra categoria rappresenterebbe elemento necessario ed insopprimibile della fattispecie in quanto necessariamente incorporata nell'azione correlata. All'autonomia statutaria viene lasciata esclusivamente la facoltà di disciplinare eventuali limitazioni all'esercizio del diritto stesso. In altri termini, lo statuto potrà apporre condizioni al diritto di conversione ma non potrà eliminarlo. Secondo questa dottrina, quindi, l'art. 2350 comma 2, prevederebbe la conversione obbligatoria delle azioni correlate in azioni ordinarie, salva la facoltà della società di limitare la conversione al verificarsi di alcune condizioni particolari, quale ad esempio la cessione del settore<sup>59</sup>.

Secondo altra dottrina, invece, il diritto di conversione costituisce elemento accessorio e meramente eventuale delle azioni correlate in quanto il riferimento normativo alla "eventualità" delle condizioni della conversione sarebbe operato nei confronti dello stesso diritto incorporabile nell'azione, più che delle modalità di esercizio<sup>60</sup>.

Infine, secondo altra teoria, la disciplina delle modalità di conversione deve ritenersi alternativa ad altri sistemi di liquidazione

---

59 S. SERAFINI, cit., p.796.

60 G. MIGNONE, op. cit., p. 306

della partecipazione azionaria<sup>61</sup>.

Si ritiene preferibile la tesi secondo cui la convertibilità, le condizioni e le modalità della stessa non costituiscono elementi essenziali delle azioni correlate ma elementi di disciplina posti, eventualmente, a tutela degli azionisti stessi.

---

61 L. SALAMONE, *Il finanziamento dei patrimoni destinati a "specifici affari"*, in *G. comm.*, 2006, p. 258

## **CAPITOLO QUARTO**

### **IL RENDICONTO**

#### 4.1 LA NOZIONE DI “DETERMINATO SETTORE” DELL'ATTIVITA' SOCIALE

Come emerge chiaramente dal disposto dell'art. 2350 c.c., elemento caratterizzante le azioni correlate è la correlazione tra i diritti patrimoniali ed i risultati del settore.

Una delle questioni più dibattute in dottrina relativamente alla disciplina in materia riguarda il significato da attribuirsi all'espressione “determinato settore”.

Da più parti viene richiamato il concetto di ramo d'azienda, intendendo con questo termine un apparato organizzativo di beni e servizi che riproduca in scala ridotta la struttura dell'azienda in generale, o comparto o divisione.

Inoltre, prendendo in prestito una categoria propria del linguaggio economico, si potrebbe anche parlare di linea di prodotto o di produzione, forse anche, in base a quello che è il significato corrente, di semplice ambito di attività.

Le opzioni interpretative oscillano da interpretazioni più restrittive, che, benché letteralmente la norma parli di settore o di attività sociale

in un determinato settore, limitano lo spettro ad un “settore della società”, individuando nella natura endosocietaria un confine invalicabile; ad altri orientamenti più estensivi che, muovendo dal tenore letterale della norma nella parte in cui utilizza l'espressione “attività sociale in un determinato settore”, ritengono ammissibile il riferimento al concetto di area di mercato anche prescindendo da una specifica struttura organizzativa della società e, alla luce di tale interpretazione, ritengono che non vi sarebbero ostacoli a considerare attività della società anche la partecipazione in altre società.

Si ritiene preferibile, tuttavia, aderire a quella dottrina<sup>62</sup> che ha affermato che la nozione di “determinato settore” è sì da intendersi in senso ampio, ma deve essere idonea a ricomprendere qualsiasi articolazione organizzativa interna all'impresa in relazione alla quale sia possibile, comunque, elaborare un'autonoma “rendicontazione” in senso contabile, senza la necessità che ricorrano le caratteristiche del ramo d'azienda.

L'ampia nozione di “determinato settore” che si è accolta consente di ritenere ammissibile nel nostro ordinamento, anche se non espressamente previsto dall'art. 2350 comma 2, che il dividendo spettante alle azioni correlate sia parametrato agli utili di una società

---

62 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 Benazzo-Patriarca-Presti, Milano, 2003, p. 88-91.

controllata dall'emittente (c.d. subsidiary shares), in quanto il risultato della società dipende anche dall'andamento della controllata, e quindi rientra nel rischio di impresa, e l'attività svolta tramite le partecipazioni rientra nell'attività sociale<sup>63</sup>.

Le azioni in esame possono essere correlate anche ai risultati di uno “specifico affare” in quanto ciò non comporta la formazione di un subcapitale<sup>64</sup> ma crea un legame relativo alla commisurazione degli utili tra titoli rappresentativi dell'intero capitale sociale e un determinato affare.

Non sembrano, invece, ammissibili azioni correlate ad una pluralità di settori in quanto “l'esigenza di assicurare il rispetto dei parametri di chiarezza e precisione nell'attribuzione dei costi e dei ricavi imputabili al settore ai fini della liquidazione dei diritti patrimoniali attribuiti ai possessori delle azioni correlate, sarebbe presumibilmente messa in pericolo ove gli amministratori dovessero mediare i risultati ottenuti dalla società in più di un settore di attività”<sup>65</sup>.

---

63 D.U. SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, p. 81.

64 G.B. PORTALE, *Dal capitale assicurato alle tracking shares*, cit., p. 164.

65 U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 47.

## 4.2 LA NATURA DEL RENDICONTO

Strettamente connessa al problema della definizione di “determinato settore” è la disciplina della rendicontazione dei risultati di settore che assume, pertanto, un ruolo fondamentale in materia di azioni correlate, alla luce della forza attrattiva e della centralità del diritto agli utili rispetto agli altri diritti (amministrativi o alla quota di liquidazione) accordati ai possessori di tali azioni e del fatto che la quantificazione del risultato di settore costituisce presupposto e *condicio sine qua non* della eventuale distribuzione dei dividendi agli azioni correlati.

Sia che lo statuto sociale configuri tale diritto come “esclusivo” (azioni correlate in senso forte) sia che lo configuri come “non esclusivo” (azioni correlate in senso debole), il diritto agli utili spettante agli azionisti correlati è sottoposto alla disciplina generale dell'attribuzione dei dividendi posta a garanzia dell'integrità del patrimonio sociale, e quindi ai limiti di cui all'art.2433 c.c. che esige una previa delibera assembleare e limita la distribuzione agli “utili realmente conseguiti e risultanti dal bilancio regolarmente approvato”.

Deve ritenersi infatti, che nonostante il mancato espresso riferimento agli utili “realmente conseguiti” e al bilancio “regolarmente approvato”, l'art.2350, ultimo comma, riproduca di fatto il contenuto dell'art. 2433 c.c., sottintendendo un rinvio alle condizioni di distribuzione degli utili previste dall'art.2433 c.c. e quindi un generale



divieto di distribuzione del risultato conseguito dal singolo comparto oltre il limite dell'utile di bilancio.

L'utile rilevante ai fini del pagamento del dividendo a tutti i soci, inclusi gli azionisti correlati, è dato dall'utile di bilancio, costituito dalla somma algebrica (positiva) tra l'utile d'esercizio e i risultati portati a nuovo dagli esercizi precedenti, che potranno essere sia positivi (utili di cui i soci hanno disposto l'accantonamento) sia negativi (pregresse perdite non riassorbite).

Altro limite nella distribuzione degli utili è dato dal divieto del patto leonino che non consente che lo statuto determini che l'una o l'altra categoria di azioni non consegua alcun dividendo, riservando in via esclusiva gli utili a una o più categorie di azioni<sup>66</sup>.

E' di palese evidenza che la rendicontazione dei risultati di settore, cui è intrinsecamente connessa la maturazione dei dividendi per gli azionisti correlati, rivesta un ruolo centrale per il successo nel mercato delle azioni correlate specie ove si tratti di azioni correlate in senso forte, con diritto esclusivo agli utili di settore.

A tale ultimo proposito in dottrina vi è chi ha sostenuto che, una volta consolidatosi il risultato di esercizio con l'approvazione del bilancio, ai titolari di azioni correlate spetti direttamente il diritto alla riscossione degli utili senza che lo stesso possa essere subordinato alla

---

66 N. ABRIANI, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, Milano, 1994.

delibera di distribuzione<sup>67</sup>.

Secondo l'opinione prevalente<sup>68</sup>, invece, per il perfezionarsi del diritto al dividendo dei titolari di azioni correlate non è sufficiente la realizzazione del profitto del comparto economico e la presenza di utili di bilancio, ma è anche necessaria la deliberazione assembleare di distribuzione degli utili che in astratto l'assemblea mantiene sempre il potere di destinare ad un autofinanziamento della società.

In ordine alla natura del rendiconto, le definizioni fornite dalla dottrina possono essenzialmente essere ricondotte a due tipologie a seconda che si riferiscano ad una rappresentazione di tipo meramente statico o dinamico.

Una rappresentazione del primo tipo richiama l'idea di un prospetto analitico delle entrate e delle uscite, delle partite di dare ed avere che fa riferimento ad un'attività già compiuta, senza possibilità di confronto tra situazioni patrimoniali temporalmente distinte.

Una rappresentazione di tipo “dinamico” è quella che confluisce in un “bilancio” che rappresenta i risultati patrimoniali ed economici della gestione di un'impresa in un determinato periodo, consentendo l'imputazione al periodo di riferimento di costi e/o ricavi di competenza e un consuntivo dei risultati di gestione in base al

---

67 A. PACIELLO, cit., p.12

68 S. SERAFINI, *Le azioni correlate e i diritti patrimoniali sui risultati di settore*, cit., p.804

raffronto con la situazione patrimoniale precedente e alle variazioni globali intervenute nella consistenza di un complesso di beni.

Da una parte, quindi, abbiamo un'impostazione “statica” che si risolve nell'affermazione di fatti storici che hanno prodotto una entrata ed una uscita”, dall'altro abbiamo in senso “dinamico” l'espressione in termini monetari di valori attribuiti ai vari elementi dell'attivo e del passivo dal raffronto dei quali potrà emergere l'esistenza di utili.

L'opinione prevalente in dottrina, ritiene che un rendiconto “dinamico” quale può essere il bilancio sia più rispondente all'esigenza, propria della disciplina in materia di azioni correlate, di consentire l'identificazione del risultato di comparto rispetto all'utile complessivo di esercizio.

Partendo dalla premessa che la funzione del rendiconto consista nell'imputazione del risultato settoriale ai fini della formazione dell'utile di esercizio, si è ritenuto che l'obbligo di rendiconto si risolva nella redazione di un vero e proprio bilancio settoriale al quale si applica la disciplina contenuta negli artt. 2423 e ss. cc., sia in termini di criteri di redazione, strutture, procedimento di formazione e controllo contabile.

Parte della dottrina osserva, tuttavia, che il contenuto del'art. 2350, comma 2 c.c., che, rimette all'autonomia statutaria il compito di stabilire le “modalità di rendicontazione”, se da un lato ha inteso precludere all'organo gestorio di intervenire nella materia, in modo da

individuare un parametro di determinazione del diritto patrimoniale dell'azionista correlato il più possibile oggettivo, dall'altro ha affidato all'autonomia statutaria uno spazio notevole.

Secondo gli oppositori della tesi del “bilancio” l'autonomia statutaria sancita dal secondo comma dell'art. 2350 in ordine alle “modalità del rendiconto” sarebbe enormemente limitata ove il rendiconto venisse identificato con un bilancio di esercizio la cui disciplina è rimessa al legislatore ed indisponibile per l'autonomia privata<sup>69</sup> e sarebbe confinata a regolare semplicemente la periodicità di redazione del rendiconto e le modalità di comunicazione ai soci<sup>70</sup>.

Secondo questo indirizzo interpretativo occorre distinguere la funzione organizzativa e informativa interna attribuita dallo statuto ai criteri di accertamento del risultato di settore e alle modalità di rendicontazione, rispetto alla funzione informativa ed organizzativa esterna tipicamente svolta dal bilancio di esercizio.

Per questi autori, fermo rimanendo l'applicazione del principio generale di rappresentazione corretta e veritiera di cui all'art. 2423, comma 2 c.c., lo statuto potrebbe determinare autonomamente la disciplina concernente la struttura, i principi contabili applicabili e il

---

69 P. SFAMENI, *Commento all'art.2350*, in *Commentario alla riforma delle società*, a cura di Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, vol. artt. 2346-2362, Milano 2008 p.359

70 M. COLONNELLI DE GASPERIS, *Le azioni correlate- Tracking Stocks*, cit., p.85

tipo di controllo al quale sottoporre l'informativa settoriale, ciò anche in considerazione dei criteri di correlazione tra i diritti patrimoniali delle azioni ed il risultato di settore e della nozione di risultato quale parametro di commisurazione dei diritti stessi.

Secondo questo modo di vedere, ferma rimanendo la possibilità che statutariamente si faccia rinvio alla disciplina codicistica in materia di bilancio di esercizio ed ai principi emanati dall'IASB (*International Accounting Standard Board*) ed in particolare al principio contabile internazionale dell'*Operating Segments* contenuto nello IFSR (*International Financial Reporting Standard*) 8<sup>71</sup>, tale rinvio non deve considerarsi necessario.

L'eventuale scostamento dei criteri di determinazione del risultato di settore dai corretti principi contabili, renderà necessaria la predisposizione di un documento di raccordo oggetto di specifica informativa nel bilancio di esercizio, ai fini informativi esterni.

A tal proposito va tuttavia osservato che il rinvio alla disciplina normativa in materia di bilancio di esercizio, seppur apparentemente limitativa dell'autonomia statutaria, appare offrire garanzie di indiscussa trasparenza, imprescindibili per una rappresentazione contabile che appaia veritiera corretta e soprattutto dotate di una valenza informativa dei risultati "settoriali" facilmente comparabile

---

71 Principio recepito dall'Unione Europea con apposito regolamento della Commissione n.1358/2007 del 21 novembre 2007

con i risultati d'esercizio.

Il bilancio in generale, infatti, oltre ad assolvere ad una funzione di rendiconto per gli azionisti, presiede anche alle insostituibili funzioni organizzative ed informative, fondamentali al fine di orientare le scelte degli investitori e la destinazione dei risultati di comparto da parte degli amministratori e assicurare una conduzione corretta, trasparente ed efficace dell'impresa societaria a larga diffusione.

L'uso del medesimo strumento, il bilancio di esercizio, sia per rendicontare il risultato del settore cui sono legati i diritti degli azionisti correlati sia per esprimere il risultato di gestione della società, consente un'agevole comparazione dei due risultati, essendo il bilancio strutturato in forma schematica con facile confrontabilità delle singole poste.

In un'ottica di trasparenza, pertanto, il bilancio di esercizio sembra rispondere meglio all'esigenza di comparabilità dei risultati maturati in un settore con quelli dell'intera società.

Discusso è in dottrina se l'informazione circa l'andamento del settore di attività ed il risultato di settore debba evidenziarsi nel contesto del bilancio di esercizio o comunque in documenti ad esso allegati.

Taluni autori ritengono che il bilancio settoriale debba essere configurato come un allegato inscindibile del bilancio di esercizio posto sullo stesso piano degli altri allegati e indispensabile per fornire una corretta informazione dei risultati complessivi e di quelli realizzati

dai singoli comparti.

Altri ritengono, invece, che il rendiconto settoriale debba costituire solo una sezione del bilancio di esercizio. A tal riguardo viene richiamato il secondo comma dell'art.2350 c.c. “interpretabile nel senso che la società debba inserire nel proprio bilancio annuale un'apposita sezione dedicata ai conteggi riguardanti i rapporti contabili fra il settore (o i settori) su cui sono state emesse azioni correlate e la rimanente parte della società, indicando chiaramente nella nota integrativa i criteri di valutazione cui ci si è attenuti nella specifica materia”<sup>72</sup>.

Accedere all'una o all'altra tesi ha inevitabili riflessi in ordine alla necessità o meno del deposito del “bilancio settoriale” presso il registro delle imprese ai sensi e per gli effetti dell'art.2435 c.c.

Ad ogni modo gli Statuti, anche qualora configurino il rendiconto come bilancio autonomo, potranno in ogni caso prevedere un onere di deposito da parte degli amministratori presso il registro delle imprese al fine di dotare gli investitori di uno strumento che consenta loro di conoscere lo “stato di salute” della società e orientare le proprie scelte di investimento.

Anche in tema di rendiconto come in ogni altro aspetto della disciplina, saranno gli statuti delle società, che faranno ricorso allo

---

<sup>72</sup> G. MIGNONE, *Commento all'art.2350*, in *Commentario* a cura di G.Cottino Vol.I 2004, p.304

strumento delle azioni correlate, a segnare il destino di questo particolare strumento finanziario<sup>73</sup>.

Giova infine richiamare il disposto dell'art. 2428 comma 1 c.c. secondo cui “il bilancio deve essere corredato da una relazione degli amministratori contenente un'analisi fedele, equilibrata ed esauriente della situazione della società e dell'andamento e del risultato della gestione nel suo complesso e nei vari settori in cui essa ha operato, anche attraverso imprese controllate, con particolare riguardo ai costi, ai ricavi, agli investimenti, nonché una descrizione dei particolari rischi e incertezza cui la società è esposta”.

A tal riguardo, l'emissione di azioni correlate, a prescindere dalla tesi accolta in tema di rendiconto, impone senz'altro l'assolvimento di tale obbligo informativo specifico e allo stesso modo è fuori discussione che il bilancio dovrà comunque contenere informazioni concernenti l'andamento del settore e il risultato del medesimo.

#### 4.3 IL CONTENUTO DEL RENDICONTO

Come rilevato nel paragrafo che precede, gli statuti di tutte le società che finora hanno emesso azioni correlate presuppongono l'utilizzo del

---

<sup>73</sup> M. LAMANDINI, *Nello statuto i destini delle azioni correlate*, in *Il sole 24 Ore*, 12 ottobre 2002



bilancio di esercizio per l'adempimento dell'obbligo di rendicontazione di cui all'art.2350, comma 2 c.c, pur differendo per il diverso ricorso a tale strumento.

In particolare si oscilla dalle opzioni che prevedono un mero obbligo informativo affidato alla sola nota integrativa, alla scelta di esigere un vero e proprio bilancio ad hoc di settore.

Prendendo in esame l'opzione del bilancio ad hoc di settore, va osservato preliminarmente che la struttura del bilancio di esercizio, quale disciplinata dal legislatore ha come parametro di riferimento la società intera e non un semplice comparto di essa.

E' evidente, dunque, che lo schema previsto dall'art.2424 c.c. vada adattato alle peculiarità e diversità del settore.

Nello stato patrimoniale del bilancio settoriale potrebbero mancare molti dei numeri previsti nello schema di cui all'art.2424 c.c. in quanto molte poste dello Stato Patrimoniale sono riferibili solo alla società nel suo complesso e non si adattano alle peculiarità dello specifico settore.

Non operando nella fattispecie alcuna separazione patrimoniale (come invece avviene per i patrimoni destinati ad uno specifico affare di cui all'art.2447 bis c.c.) non andrà effettuata alcuna indicazione del Capitale Sociale (lettera A I del Passivo dello Stato Patrimoniale).

Allo stesso modo non andrà effettuata alcuna indicazione alla lettera A dell'Attivo dello Stato Patrimoniale in ordine ai “crediti verso i soci

per versamenti ancora dovuti” non essendo possibile riferire singoli conferimenti allo specifico settore, i cui risultati rappresentano parametro di riferimento solo per i diritti patrimoniali spettanti agli azionisti correlati.

Andranno lasciate in bianco anche le voci riguardanti le immobilizzazioni finanziarie, non potendo il singolo comparto detenere partecipazioni in imprese collegate o controllate.

Analogamente può dirsi per le poste relative alle emissioni di obbligazioni anche convertibili, attendendo la relativa delibera al finanziamento dell'intera società o per i debiti tributari anch'essi afferenti all'intera società.

Data l'impossibilità di ricondurre molte delle attività e delle passività ad un singolo comparto dell'attività sociale, la tabella 1 del bilancio settoriale avrà dunque un contenuto ridotto.

Più completa risulterà invece la tabella 2 del bilancio settoriale (conto economico) dedicata alla descrizione dei risultati economici del comparto.

Nel conto economico troveranno spazio valore e costi di produzione riferibili certamente al singolo settore.

In seno al bilancio settoriale potrà inoltre essere evidenziato l'importo dei ricavi delle vendite e delle prestazioni e dei costi delle materie prime dei servizi per il godimento di beni di terzi per il personale nonché per gli ammortamenti e svalutazioni, fornendo agli

azionisti correlati informazioni importanti circa l'attività svolta dal settore, la sua efficienza e la possibilità di produrre utili.

Questi ultimi risultano evidenziati appositamente al n. 23 del conto economico, voce che chiude a norma dell'art. 2425 c.c., il bilancio di esercizio.

Nella tabella 2 verranno omesse solo quelle voci che si riferiscono a partecipazioni in altre società (lettere C proventi e oneri finanziari) e D (rettifiche di valore di attività finanziarie).

E' dibattuta in dottrina l'applicazione al bilancio settoriale dei principi generali che informano la redazione del bilancio di esercizio.

L'opinione prevalente ritiene che non possa prescindersi anche in materia di "bilancio settoriale" dalla piena applicazione del principio di chiarezza nella redazione del bilancio nonché quello della rappresentazione veritiera e corretta, ritenendosi doveroso che un bilancio si informi ad una "*true and fair view*".

Anche per le finalità di trasparenza e "comparabilità" dei risultati di settore con l'utile di esercizio, richiamate nel precedente paragrafo, può ragionevolmente ritenersi che vadano applicati al bilancio settoriale i criteri e i principi generali di redazione del bilancio di cui all'art. 2423 bis comma 1 c.c. in forza del quale la valutazione delle voci deve essere fatta secondo prudenza e nella prospettiva della continuazione dell'attività o al principio di competenza.

Secondo la tesi che identifica il rendiconto del comparto con un

bilancio *ad hoc*, essendo la nota integrativa, parte integrante del bilancio di esercizio, la stessa dovrà senz'altro far parte del bilancio settoriale.

Anzi la stessa, per via dell'incompletezza degli schemi previsti dagli artt. 2424 e 2425, assumerà un valore centrale in seno al bilancio, consentendo agli *outsiders* di percepire, alla luce dei criteri di valutazione delle singole poste adottati dagli amministratori, la reale consistenza di un settore produttivo e la sua idoneità a produrre utili.

Ovviamente anche la nota integrativa mancherà di alcuni punti riferibili alla società nel suo complesso e non ad una singola divisione della stessa.

In considerazione del fatto che la relazione sulla gestione di cui all'art. 2428, comma 1 c.c., debba dar conto anche dell'andamento dei singoli settori, si ritiene che non sia necessario allegare al rendiconto contabile una specifica relazione.

La relazione sulla gestione, infatti non fa parte tecnicamente del bilancio vero e proprio, e ai sensi dell'art. 2428 comma 1 c.c., rappresenta un'esplicazione del bilancio con la quale gli amministratori forniscono “un'analisi fedele, equilibrata ed esauriente della situazione della società e del suo andamento e del risultato della gestione, nel suo complesso e nei vari settori in cui essa ha operato”.

Anche gli autori<sup>74</sup> che propendono per la tesi del “bilancio ad hoc” ritengono un' inutile duplicazione la redazione di una relazione ad hoc.

---

74 M. MAROCCHI, *Il rendiconto dell'art.2350, comma 2°, c.c.: un bilancio per gli azionisti correlati*, in *Contratto e Impresa* n.3/2009, p.754

## **CAPITOLO QUINTO**

### **AZIONI CORRELATE E RIFLESSI ORGANIZZATIVI**

#### 5.1 I CONFLITTI DI INTERESSE

L'art. 2350 comma 2 e 3 c.c. non disciplina il problema dei conflitti di interesse nell'ambito delle società emittenti azioni correlate e in genere quello della corporate governance di questa tipologia di società rinviando, pertanto, da un lato, alla disciplina in generale delle società per azioni nella cui struttura finanziaria non sono previste azioni correlate, dall'altro all'autonomia statutaria<sup>75</sup>.

A seguito dell'emissione delle azioni correlate, l'interesse economico dei soci non è più omogeneo, avendo riferimento non già ai risultati della gestione dell'intera società, ma del solo comparto al quale sono ancorati i diritti patrimoniali delle azioni possedute. Ciò, può, porre ipotesi di conflittualità tra i soci per quel che riguarda l'allocazione delle risorse, le strategie di sviluppo, lo sfruttamento di opportunità commerciali, etc..

Più in generale, è stato correttamente evidenziato che l'emissione di una pluralità di tipologie di azioni, obbligazioni e strumenti finanziari,

---

<sup>75</sup> A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, cit.

comporta necessariamente il sorgere di potenziali conflitti c.d. “orizzontali”, intendendosi indicare con tale locuzione i conflitti di interesse tra differenti categorie di finanziatori/investitori (azionisti ordinari vs. azionisti di risparmio, azionisti correlati vs azionisti ordinari, azionisti vs. obbligazionisti)<sup>76</sup>.

Le ipotesi più frequenti di conflitti di interesse possono essere ricondotte a due categorie; nella prima categoria sono incluse le business relationships tra i comparti inerenti gli scambi di beni e/o servizi, quali per esempio lo sfruttamento di marchi, brevetti e know-how, e il trasferimento di risorse finanziarie. Si tratta in definitiva di operazioni economiche caratterizzate da una natura latamente negoziale e consistente in un trasferimento interno di risorse, la cui rilevanza sul piano dei risultati finanziari dei comparti si ripercuote inevitabilmente sulle aspettative e sugli interessi economici dei soci correlati. La seconda categoria riguarda, invece, fattispecie che presuppongono scelte di allocazione di “risorse scarse”, cioè di risorse di cui la società dispone in misura limitata, come assegnazione di finanziamenti e/o di personale, attribuzione di corporate opportunities, imputazione dei ricavi non direttamente riconducibili all'attività imprenditoriale e imputazione delle spese per i servizi comuni.

Ma l'emissione di azioni correlate può influire anche sul rapporto

---

76 U.TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni*, cit, 1099

che lega gli amministratori alla società, conflitti c.d. “verticali”, soprattutto nei casi in cui gli stessi partecipino al capitale di rischio e al diritto di sottoscrivere partecipazioni azionarie (c.d. stock options) solo per una categoria di azioni o a più categorie di azioni ma in modo non direttamente proporzionale alla composizione del capitale sociale.

In questi casi potrebbe sorgere il dubbio di una gestione parziaria e comunque non disinteressata della società a danno di una o più categorie di azionisti.

È opportuno, tuttavia, mettere in evidenza che questi conflitti nel contesto di una società multidivisionale sono da considerarsi fisiologici; il titolare di azioni correlate deve, infatti, sapere che non tutte le decisioni della società lo avvantaggeranno, e che vi potranno essere alcune scelte che andranno contro il suo interesse, ma per ciò solo non potranno essere impugnate come illegittime<sup>77</sup>.

Le considerazioni che precedono impongono, dunque, di verificare, in presenza di azioni correlate, l'efficienza e l'attualità delle tradizionali regole di corporate governance, al fine non solo di assicurare i soci circa la diligente gestione da parte degli amministratori dell'attività economica del settore, ma anche di fornire degli standards di condotta agli stessi amministratori nella gestione di un'attività multidivisionale, onde evitare di incorrere in responsabilità

---

77 G.MIGNONE, *Sub art. 2350*, cit., p.307



verso la società, i soci o i creditori sociali.

L'unicità dell'organo amministrativo, pertanto, se per un verso garantisce una maggiore elasticità nell'assunzione delle decisioni e nello sfruttamento delle sinergie, può, tuttavia, porre frequentemente un conflitto tra il perseguimento dell'interesse della società nel suo complesso e le istanze dei soci correlati al singolo settore.

## 5.2 SIMILITUDINI CON LA DISCIPLINA DEI GRUPPI DI SOCIETÀ

A seguito dell'emissione delle azioni correlate l'interesse economico dei soci, come detto, non è più omogeneo e ciò contribuisce a determinare la c.d. “frammentazione dell'interesse sociale”<sup>78</sup>.

Tuttavia, la nozione di “interesse sociale” riveste tuttora una notevole rilevanza organizzativa, in quanto può fornire dei parametri utilizzabili per valutare l'attività degli organi amministrativi della società e rappresentare un meccanismo inteso ad assicurare che lo svolgersi dell'attività sociale avvenga nell'interesse comune di tutti i soci<sup>79</sup>.

In presenza di azioni correlate, dunque, è necessario rintracciare

---

78 M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, Torino, 2006, p.252

79 C.F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Milano, 2004, p.134

quell' interesse che accomuna i possessori di azioni correlate agli altri soci, ovvero quell'interesse comune a tutti i soci che unisce gli stessi dalla costituzione della società al suo scioglimento<sup>80</sup>.

La prevalente dottrina aziendalistica<sup>81</sup>, ritiene che questo interesse comune possa essere trovato partendo dalla constatazione che il fenomeno delle società multidivisionali è assimilabile al fenomeno dei gruppi di società, secondo alcuni, anzi, il gruppo di società sarebbe la forma degenerata dell'impresa multisettoriale<sup>82</sup>.

Sul piano economico, infatti, il gruppo di società condivide con la società multidivisionale l'unitarietà dell'impresa nonostante la peculiarità delle attività esercitate dalle singole divisioni, siano esse dotate di autonomia patrimoniale, come nei gruppi, o meno, come nel caso delle società multivisionali.

Tale constatazione è rilevante non soltanto per delineare l'interesse sociale in imprese organizzate in tal modo, ma anche per individuare successivamente le regole di comportamento che gli amministratori devono attuare per perseguirlo, in difetto incorrendo in responsabilità.

Nelle società multidivisionali, il settore di attività in relazione al quale sono emesse azioni correlate è separato sia per ciò che concerne la gestione, sia per le dinamiche economico-finanziarie, dalle altre

---

80 A. MIGNOLI, *L'interesse sociale*, in *Rivista delle società*, 1958, pag.748

81 P.E. CASSANDRO, *I gruppi aziendali*, Bari, 1962, pag. 53

82 F. FIMMANÒ, *Le destinazioni industriali dei patrimoni destinati*, in *Rivista di diritto privato*, 2004, pag. 5 ss.

attività esercitate dalla società. Tuttavia, la gestione dei vari settori è necessariamente interconnessa, così come i risultati economici, e il titolare delle azioni correlate non è indifferente all'andamento della società nel suo complesso in quanto il valore di mercato delle azioni correlate è influenzato sensibilmente anche dal risultato complessivo della società, pertanto, è interesse comune a tutti gli azionisti che la società mantenga un sano equilibrio economico e finanziario e che venga gestita in modo efficiente in modo da condurre alla massimizzazione del valore aggregato delle azioni e, quindi, alla massimizzazione del valore di ciascuna categoria di azioni.

La massimizzazione del valore aggregato delle azioni costituisce il fondamento della teoria del c.d. “shareholder value”.

Per la teoria dello “shareholder value” l'obiettivo della gestione dell'impresa sociale è la massimizzazione del valore corrente, ossia attuale, per azione del capitale emesso, ovvero generare denaro e quindi aggiungere valore per gli azionisti<sup>83</sup>.

Gli amministratori devono agire e deliberare con cognizione di causa ed in autonomia, perseguendo l'obiettivo della creazione di valore per tutti gli azionisti.

In questa prospettiva l'interesse sociale comune a tutti i soci viene identificato con l'interesse dei soci all'aumento di valore delle proprie

---

83 G. FERRARINI, *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Rivista delle società*, 2002, pag.473 ss.

azioni, si tratta perciò di un interesse esclusivo dei soci, intesi come gruppo<sup>84</sup>.

La dottrina economica pone come obiettivo della gestione sociale quello di massimizzare il valore attuale delle azioni. Questo obiettivo, tuttavia, non necessariamente si identifica con la massimizzazione degli utili in quanto agli investitori interessano i flussi di cassa che l'investimento azionario potrà generare nel tempo. La qualità della gestione viene misurata in termini di valore “creato”, più che di utili di bilancio, il che non significa che tra i due concetti vi sia contrapposizione.

Tutto ciò consiglia, almeno per le società quotate, una lettura dello scopo sociale, come definito dall'art. 2247 c.c., in termini di massimizzazione del valore per gli azionisti. Il riferimento agli utili da dividere tra i soci, va inteso nel senso più generale di un interesse comune dei soci alla massimizzazione delle utilità economiche loro derivanti dall'investimento azionario, che poi si riflettono, in ciascun momento, nel valore attuale delle azioni.

In tale prospettiva l'attenzione si sposta, a questo punto, necessariamente sulle modalità gestionali.

Infatti, come affermano gli aziendalisti, tale interesse può essere perseguito esclusivamente attraverso una continua e costante azione

---

84 P.G. JAEGER, *l'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2000, I, pag.811.

perequativa da parte degli amministratori volta ad armonizzare ed ottimizzare il funzionamento particolare di ciascun settore con quello degli altri.

Nella pratica aziendale sono plurimi i campi di intervento della funzione perequativa. Il principale fra questi è quello della distribuzione delle occasioni di sviluppo imprenditoriale (corporate opportunities) tra le varie divisioni. Le corporate opportunities sono possibilità di profitto su cui una divisione, settore o società controllata della corporation nutre una sorta di aspettativa.

Oltre alla distribuzione delle occasioni di sviluppo imprenditoriale, ulteriori ambiti di intervento della funzione perequativa concernono la distribuzione dei mezzi finanziari disponibili, del personale, delle rimanenze<sup>85</sup>.

Il grado dell'attività perequativa svolta dagli amministratori determina il livello di stabilità dell'intera società. Quanto più sarà efficiente l'organo gestorio nello svolgere tale funzione tanto più la società sarà stabile.

Collegato ad un corretto esercizio della funzione perequativa è, di conseguenza, il valore aggregato delle azioni delle società.

Tale valore è sensibilmente influenzato sia dalla capacità dell'impresa di assorbire determinate disfunzioni economico-

---

85 P.E. CASSANDRO, cit., p.172

finanziarie delle singole attività di settore sia dalle modalità con cui gli amministratori ripartiscono fra i settori costi, ricavi e opportunità commerciali.

Non corrisponde all'interesse sociale il sacrificio imposto a taluno dei settori ad esclusivo beneficio di altre unità divisionali<sup>86</sup> mentre sarà conforme alle aspettative dei possessori di azioni correlate il sacrificio imposto a quest'ultimi dagli amministratori per il soddisfacimento di esigenze perequative.

In tal caso, quindi, non si potrà riscontrare alcun conflitto di interessi tra le varie categorie di azionisti<sup>87</sup>. Il conflitto di interessi si manifesterà in tutta la sua interezza, esclusivamente, quando non dovessero essere più soddisfatte le aspettative che hanno indotto gli azionisti ad acquistare o conservare le azioni.

Si ritiene, pertanto, applicabile nell'ambito delle società emittenti azioni correlate la teoria dei c.d. “vantaggi compensativi”, elaborata nell'ambito dei gruppi di società<sup>88</sup> e, quindi, ritenere legittimi i sacrifici imposti ad un determinato settore correlato al fine di avvantaggiarne un altro, soltanto in presenza di un'adeguata istruttoria dell'operazione da parte dell'organo amministrativo, una trasparente

---

86 F. GALGANO, *Circolazione delle partecipazioni azionarie all'interno dei gruppi di società*, in *Contratto e impresa*, 1986, pag. 357.

87 G.ROSSI, *Il fenomeno dei gruppi ed il diritto societario: un nodo da risolvere*, in AA.VV., *I gruppi di società*, Milano, 1996.

88 G. MIGNONE, *Le azioni correlate*, cit., p. 246

informativa ai soci dei termini e delle modalità dell'operazione e un'immediata compensazione del settore pregiudicato<sup>89</sup>.

### 5.3 REGOLE DI CONDOTTA DEGLI AMMINISTRATORI DI SOCIETA' MULTIDIVISIONALI

Nelle società multidivisionali vi è uno stretto legame fra il perseguire “l'interesse sociale” e la condotta degli amministratori.

Per gli amministratori di una società multidivisionale l'interesse sociale si pone come eterodeterminato e costituisce parametro obbligatorio della propria condotta, diversamente non troverebbe giustificazione la disciplina del conflitto di interessi nelle deliberazioni consiliari. Tale affermazione trova conforto nel nuovo testo dell'art. 2391 c.c. che imprime un maggior grado di vincolatività alla funzionalizzazione dell'attività gestoria.

La similitudine esistente fra società facente parte di un gruppo e società multidivisionale consente di applicare le medesime regole di condotta elaborate in materia di gruppi di società.

Il principio posto dall'art. 2497 c.c. si ritiene, infatti, estensibile alle altre ipotesi, diverse da quella del gruppo, ma in cui ugualmente si

---

89 P.G. JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato*, cit., p. 810

realizza un'articolazione dell'attività imprenditoriale e si distinguono gli interessi riferibili ai suoi singoli segmenti<sup>90</sup>.

Gli amministratori di società emittenti azioni correlate sono, pertanto, tenuti a seguire nella gestione della società l'obiettivo della massimizzazione del valore di tutte le categorie di azioni, in altri termini dovranno porre in essere quelle scelte di gestione che contribuiscano allo sviluppo di tutti i settori correlati, in tal modo perseguendo l'interesse sociale.

Tra le diverse opzioni gestionali che si potranno presentare, gli amministratori dovranno preferire quella che consente di incrementare il valore di scambio delle azioni in maniera equilibrata, vale a dire quella che realizza il maggiore incremento complessivo, senza sacrifici per alcuna categoria<sup>91</sup>, in quanto non corrisponde all'interesse sociale il sacrificio imposto a taluna delle divisioni ad esclusivo beneficio di altra unità divisionale<sup>92</sup>.

L'art. 2392 c.c. precisa che gli amministratori devono agire “con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico”. Tale norma non stabilisce un dovere di prendere decisioni corrette, ma un dovere di

---

90 C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, cit., p.144

91 A. GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società, Le offerte pubbliche in Italia e negli USA*, Milano, 2007, p.196

92 U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 120



“come” prendere le decisioni di gestione<sup>93</sup>, in altri termini gli amministratori devono gestire l'impresa sociale tenendo conto di tutte le peculiarità che la struttura societaria presenta.

L'art. 2391 c.c. impone agli amministratori di operare una “full disclosure” agli altri amministratori ed ai sindaci rispetto ad ogni interesse che essi possano avere “per conto proprio o di terzi” rispetto ad una determinata operazione e di adeguatamente motivare le ragioni e la convenienza per la società dell'operazione, in tutti i casi in cui ci si trovi in presenza di un amministratore “interessato”. Tale norma potrà essere applicata anche con riferimento ad operazioni che possano avvantaggiare un settore correlato rispetto ad altri, poste in essere da amministratori a vario titolo legati ai titolari di una determinata categoria di azioni correlate o comunque aventi un interesse allo sviluppo ed all'espansione di un determinato settore correlato.

L'inadempimento dell'amministratore interessato all'obbligo di disclosure comporta che la deliberazione dell'organo gestorio sarà impugnabile qualora potenzialmente dannosa per la società, indipendentemente dalla partecipazione o meno dell'amministratore interessato al procedimento deliberativo.

L'amministratore che non adempia diligentemente agli obblighi che

---

93 F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, cit., p. 180

su di lui gravano sotto il profilo della trasparenza potrà essere condannato al risarcimento del danno derivante alla società dall'esecuzione dell'operazione.

L'amministratore che violi i doveri di cui all'art. 2391 c.c. potrà, inoltre, essere revocato per giusta causa ai sensi dell'art. 2383 c.c..

La condotta degli amministratori deve conformarsi, anche, al principio di correttezza.

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

Il corretto esercizio della direzione unitaria costituisce, pertanto, quel vantaggio compensativo che, secondo una dottrina affermatasi a riguardo dei gruppi di imprese, e che considerate le ricordate similitudini può essere estesa all'impresa multidivisionale, bilancia il sacrificio imposto alla singola divisione in nome del superiore interesse sociale<sup>94</sup>.

---

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

#### 5.4 LA RESPONSABILITA' DEGLI AMMINISTRATORI

Le considerazioni che precedono permettono adesso di affrontare il tema della responsabilità dei amministratori.

L'art. 2392 c.c. prevede che gli amministratori di società per azioni sono responsabili nei confronti della società amministrata qualora venga provato che gli stessi non hanno adempiuto con diligenza agli obblighi loro imposti dalla legge o dall'atto costitutivo e che, in conseguenza di tali inadempimenti, la società ha subito un danno.

Nel giudizio di responsabilità si deve tenere conto del tipo di società amministrata, sue dimensioni e settore dell'attività esercitata<sup>95</sup>.

Gli amministratori, tuttavia, sono responsabili solo se violano le proprie specifiche obbligazioni, in particolare le obbligazioni di gestire con diligenza e di perseguire l'interesse sociale. Non sono perciò responsabili per le scelte di gestione (c.d. “business judgement rule”) in quanto “il giudice investito dell'esame di un'azione sociale di responsabilità non può sindacare il merito degli atti o dei fatti compiuti dagli amministratori e dai sindaci nell'esercizio del loro ufficio<sup>96</sup>”. Tuttavia, tali scelte di gestione non devono essere state assunte “con colpevole improvvisazione, senza soppesare i vantaggi e

---

95 F. BONELLI, *Gli amministratori di S.P.A.*, Milano, 2004, p.181

96 Cass. Sez. I, 24.8.2004, n.16707

gli svantaggi che l'operazione può presentare per la società”<sup>97</sup> e non devono essere “assolutamente sproporzionate ai mezzi tecnici o finanziari della società”<sup>98</sup>, altrimenti risulterebbe evidente la violazione del dovere di agire con diligenza.

Con specifico riferimento agli amministratori di società che hanno emesso azioni correlate, considerato che tra gli obblighi degli stessi vi è quello di perseguire l'interesse sociale inteso nel senso sopra precisato, risulta evidente che qualora gli amministratori violassero tale obbligo (ad esempio favorendo un settore correlato rispetto ad un altro senza predisporre opportuni “vantaggi compensativi”) essi incorrerebbero nella responsabilità di cui all'art. 2392 c.c.

Bisogna precisare, tuttavia, che tale responsabilità sussiste soltanto nei casi in cui dalla condotta degli amministratori derivi un danno alla società e, quindi, nessuna responsabilità ex art. 2392 c.c., per esempio, sarà configurabile in caso di diminuzione di valore delle sole azioni correlate e non, invece, del valore aggregato di tutte le azioni emesse dalla società. In tal caso, eventualmente, i titolari di azioni correlate potranno ottenere il risarcimento del danno direttamente subito dalla propria partecipazione ai sensi dell'art. 2395 c.c..

Infatti, gli amministratori di società emittenti azioni correlate

---

97 F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, cit., p. 180

98 Cass. Sez. I, 24.8.2004, n.16707

potranno essere responsabili ex art. 2395 c.c. nei confronti dei titolari di azioni correlate nel caso in cui gli stessi, favorendo un determinato settore con pregiudizio per un altro settore omettendo di predisporre opportuni “vantaggi compensativi”, determino la perdita di valore delle sole azioni correlate con un danno diretto agli azionisti correlati, oppure nel caso in cui gli stessi amministratori, pur non arrecando pregiudizio ad un determinato settore correlato, elaborino “una strategia di impresa non idonea in quanto, in ipotesi, non supportata da adeguati studi e informazioni alla valorizzazione finanziaria degli investimenti azionari e tale anzi da determinare un decremento del valore di mercato di tutte le azioni emesse dalla società”<sup>99</sup>, con ciò determinando quello che è stato definito “danno diretto diffuso nella compagine azionaria, che incide, in misura tendenzialmente paritaria, sulla sfera di tutti i soci senza interessare il patrimonio sociale”<sup>100</sup>.

Infine, non si dubita della natura contrattuale della responsabilità degli amministratori di società emittenti azioni correlate in considerazione della specificità dell'obbligazione gestoria a carico degli stessi e a favore degli azionisti correlati. Da qui, le conseguenze in ordine alla semplificazione dell'onere della prova, sotto il profilo soggettivo, a carico dei soci agenti in responsabilità.

---

99 U. TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. Società*, 2002, p.1082

100 V. PINTO, *La responsabilità degli amministratori per “danno diretto” agli azionisti*, in *Il nuovo diritto delle società-Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, tomo 2, Torino, 2006, p. 931

## CAPITOLO SESTO

### FIGURE AFFINI

#### 6.1 LE AZIONI CORRELATE ED I PATRIMONI DESTINATI AD UNO SPECIFICO AFFARE

Una parte della dottrina<sup>101</sup> ritiene che le azioni correlate siano assimilabili agli strumenti di partecipazione ai patrimoni destinati ad uno specifico affare di cui all'art. 2447 ter, lett. e, c.c., in quanto entrambi gli strumenti possono rappresentare un modo per partecipare economicamente ai rischi connessi all'andamento di uno specifico segmento dell'attività sociale e potrebbero quindi risultare, economicamente, sostanzialmente equivalenti<sup>102</sup>.

Si ritiene, tuttavia, che l'emissione di azioni correlate non comporti che il settore di riferimento acquisisca autonomia patrimoniale, infatti, a differenza dei patrimoni destinati ad uno specifico affare, le azioni correlate danno luogo soltanto ad una forma di segregazione contabile, efficace nei confronti dei soci ma non dei creditori<sup>103</sup>.

---

101 B. INZITARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Società*, 2003, p. 295 ss.

102 C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali- Lezioni di diritto commerciale*, cit., p. 63

103 F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova*

Si è parlato, infatti, di segregazione forte per i patrimoni destinati a specifici affari e di segregazione debole per le azioni correlate, in quanto, per i primi, la separazione opera a livello tanto di bilancio quanto di responsabilità, mentre per le seconde, soltanto sotto il profilo contabile.

Inoltre, le azioni correlate sono partecipazioni sociali e costituiscono capitale di rischio a differenza degli strumenti partecipativi ad un affare che attribuiscono gli stessi diritti che derivano da una associazione in partecipazione<sup>104</sup>, con la conseguenza che, salvo contraria disposizione dello statuto, la distribuzione di utili alle azioni correlate presuppone la deliberazione di cui all'art. 2433 c.c., mentre gli strumenti finanziari previsti dall'art. 2447 ter c.c. hanno un diritto di credito azionabile sulla sola base del realizzarsi del presupposto economico<sup>105</sup>.

## 6.2 LE AZIONI CORRELATE E GLI STRUMENTI FINANZIARI C.D. “PARTECIPATIVI”

Le azioni correlate presentano qualche tratto in comune con gli

---

*s.p.a.*, Milano, 2004, p. 100.

104 C. CARBONE, *Le azioni correlate quale forma di finanziamento finalizzato*, in *Società*, 2008, p.797.

105 C. ANGELICi, *La riforma delle società di capitali*, cit., p. 63.

strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346, ultimo comma, c.c.<sup>106</sup>.

E' possibile che la società emetta forme di partecipazione di natura non azionaria al risultato divisionale, i cui diritti patrimoniali possono essere liberamente articolati dall'autonomia statutaria e, dunque, anche parametrati ai risultati di un settore della società.

L'estrema flessibilità degli strumenti in esame, infatti, consente di ritenere che gli stessi possano essere emessi anche in “correlazione ad un determinato settore”<sup>107</sup> e che possano, quindi, avvicinarsi alle azioni correlate e per questo denominati “quasi azioni correlate”.

Per l'ammissibilità di tale fattispecie si sono già pronunciati alcuni autori in dottrina<sup>108</sup> che hanno evidenziato il vantaggio di questi strumenti di non essere vincolati alle rigide regole del capitale in ordine alla distribuzione dell'utile e in tema di formazione del capitale, fermi ovviamente i limiti all'attribuzione di diritti amministrativi di cui all'art. 2351 e le conseguenti riduzioni di tutela, quanto meno reale.

Lo spunto per tali particolari configurazioni di strumenti partecipativi origina dalla riflessione della dottrina, soprattutto di matrice tedesca, sulla implementazione di una struttura divisionale con strumenti finanziari o rapporti contrattuali caratterizzati da una

---

106 M. MAROCCHI, *Il rendiconto dell'art. 2350, comma 2, c.c.: un bilancio per gli azionisti correlati*, cit., p. 751.

107 U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 52.

108 U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, cit., p. 55.



maggior elasticità rispetto alle partecipazioni di natura azionaria.

Tuttavia, si ritiene, che gli strumenti finanziari partecipativi debbano essere tenuti distinti dalle azioni correlate in quanto, in primo luogo, tali strumenti non rappresentano una partecipazione al capitale sociale, ed in secondo luogo, non possono conferire al loro portatore il diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti.

### 6.3 LE AZIONI CORRELATE E LE AZIONI PRIVILEGIATE.

Non pare condivisibile l'opinione secondo cui le azioni correlate sarebbero una *species* del *genus* azioni privilegiate così come nell'ordinamento francese.

Le azioni correlate, infatti, nel nostro ordinamento non sono altro che una delle molteplici categorie azionarie legislativamente tipizzate, di per sé non privilegiata, posto che il ritorno dell'investimento non gode necessariamente di privilegio rispetto alle azioni ordinarie, ma è semplicemente funzionale all'andamento di un certo settore.

A differenza delle tradizionali e conosciute azioni privilegiate, quindi, ove il diritto speciale è determinato in termini di priorità o di privilegio sulla base di automatismi che presuppongono l'applicazione di regole matematiche per la determinazione degli utili spettanti a tali azioni, tale schema manca del tutto nel caso di azioni correlate, per i

quali la posizione di “specialità” non emerge sul piano del rapporto con le altre classi di azionisti. L'elemento cardine della correlazione deve piuttosto individuarsi nell'autonomia amministrativa e contabile del settore.

#### 6.4 LE AZIONI CORRELATE E LO SCORPORO

L'obiettivo di rivelare il valore nascosto all'interno dei singoli business groups può essere perseguito dalla società anche facendo ricorso allo scorporo (spin-off), una strategia finanziaria alternativa all'emissione di azioni correlate con il comune scopo di valorizzare un determinato settore di attività.

Il termine “spin-off” indica negli Stati Uniti la costituzione di una società sussidiaria da parte di un'altra società, attraverso il trasferimento di una parte dell'attivo della società madre in cambio del capitale azionario della subsidiary.

Anche in questo caso vengono emesse delle azioni distinte riguardanti una specifica attività svolta dall'imprenditore, con una loro autonoma quotazione nel mercato azionario.

Il risultato di un'operazione di scorporo, qualunque sia la modalità utilizzata, è la sussistenza di distinte società, ciascuna con diversi azionisti, la società madre e la nuova società di cui la prima è socia.

Ciò differenzia in modo considerevole l'operazione dall'emissione di azioni correlate, in quanto in quest'ultimo caso non viene creato un nuovo soggetto di diritto, ma è la stessa società che colloca sul mercato finanziario diverse categorie di azioni ed esiste un unico gruppo di azionisti suddiviso in varie classi.

Pertanto, a differenza delle operazioni di spin-off, che comporta la separazione patrimoniale del settore in un'entità giuridicamente distinta, le attività sottostanti alle azioni correlate continuano a far parte dell'impresa della società emittente che continua ad esercitare pieni poteri gestori sulle medesime e ad usufruire delle sinergie o degli effetti di diversificazione che esse comportano.

## CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

L'attuale dottrina giuridica ed economica, soprattutto americana, sembra mostrare un crescente scetticismo verso l'utilizzo delle azioni correlate.

Anche nel nostro ordinamento non sono state emesse, fino ad ora, azioni correlate quotate in borsa ed è difficile che ciò possa avvenire in futuro stante, da un lato, la lunga sequela di insuccessi registrata dalla prassi straniera, e dall'altro la rigidità dell'ordinamento interno.

I principali inconvenienti legati all'emissione di azioni correlate sono la debole leggibilità da parte del mercato se il settore non è correttamente identificato, la gestione dei conflitti di interesse e le scelte delle allocazioni delle opportunità strategiche e dei mezzi propri tra il settore e le altre attività, gli intralci e l'ingessamento dei processi decisionali legati alla creazione di una categoria di azioni, la necessità di un'apposita contabilità.

È stato evidenziato come, nel caso delle azioni correlate, qualsiasi incremento di valore patrimoniale del settore, che non venga tradotto in un utile distribuibile vada perso per il socio di settore, che dovrà dividerlo con gli altri soci; pertanto il pericolo riguarda il fatto che il titolare di azioni correlate gode di un rendimento rapportato al settore, ma non ha alcuna pretesa di tipo patrimoniale sullo stesso.

Il patrimonio relativo al settore rimane di proprietà della società nel

suo insieme, acquisito il finanziamento con le emissioni delle azioni correlate la società potrebbe scegliere di destinare quei fondi ad altro settore, in quanto non vi è un vincolo di destinazione, perché unico rimane il patrimonio sociale. Anche in sede di liquidazione l'azionista di settore non può avanzare alcuna pretesa particolare sui beni del segmento stesso.

Tuttavia, l'emissione di azioni correlate da parte di una società per azioni presenta indubbi vantaggi e la loro potenzialità non è ancora stata pienamente sfruttata.

Si ritiene che gli strumenti di corporate governance di cui dispone il nostro ordinamento, con i necessari adattamenti alla particolarità della situazione, e l'applicazione della disciplina dei gruppi di società possano essere adeguati al fine di prevenire i conflitti di interesse nelle società emittenti azioni correlate e contribuire al fine di una corretta gestione di una società multidivisionale.

L'emissione di azioni correlate può essere, dunque, una valida alternativa alle operazioni di scissione o di creazione di una società controllata, con il vantaggio della permanenza dell'unità organizzativa e gestionale e della raccolta di ulteriore capitale di rischio versato da nuovi finanziatori interessati ad un singolo settore fortemente in crescita.

Infatti, l'emissione di azioni correlate può essere alternativa, in presenza di certe condizioni, alla costruzione di una struttura di

gruppo, in quanto potenzialmente funzionale ad evitare i costi e le difficoltà ricollegabili alla gestione di società di gruppo.

L'utilizzo delle azioni correlate è potenzialmente interessante anche nell'attuazione di operazioni di partenariato pubblico-privato, le quali coinvolgono una pluralità di imprenditori privati, oltre al soggetto pubblico, portatori di istanze, interessi e propensioni al rischio assai diversi. I settori più interessati sono quelli delle aziende multiutilities e delle concessioni di costruzione e gestione, laddove le diverse esigenze dell'operatore pubblico e di quello privato possono trovare un'adeguata composizione anche attraverso l'impiego di azioni correlate.

Tale strumento di partecipazione azionaria è, altresì, un mezzo utile all'ottenimento di particolari equilibri nell'ambito di compagnie complesse. Infatti, nel tessuto economico italiano caratterizzato dal capitalismo familiare, le azioni correlate possono aiutare processi concentrativi, vincendo le tradizionali resistenze delle aziende medio-piccole nei confronti di operazioni di conferimento, fusioni o modifiche della compagine sociale.

Se una qualche utilità, nel nostro ordinamento, si potrà riconoscere in futuro alle azioni correlate questa però appare circoscritta alle operazioni straordinarie che coinvolgono società chiuse.

Infatti, le azioni correlate, nate principalmente per essere quotate in borsa, potrebbero in futuro essere utilizzate soprattutto da società per azioni chiuse.

## BIBLIOGRAFIA

- ABRIANI N., *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, Milano, 1994.
- ANGELICI C., *Diligentia quam in suis e business judgement rule*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2006, I, 675 ss.
- ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali, Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003.
- ANGELICI C., *Le azioni, artt. 2346-2356*, in *Il codice civile. Commentario diretto da P. Schlesinger*, Milano, 1992.
- ARATO M., *Le azioni correlate*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2012.
- BALZARINI P., *La modernizzazione del diritto societario francese*, in *Riv. Società*, 2005, p.260.
- BAUMS, *Spartenorganisation, "Tracking stock" und deutsches Aktienrecht*, in *Festschrift für Karlheinz Boujong zum 65. Geburtstag*, München, 1996.
- BEKKER, *Über Stammprioritäts*, in *ZHR*, 16 (1871), pag. 48 ss.
- BIANCHI DI GIULIO-BRUNO, *Dalle tracking shares alle azioni correlate: brevi riflessioni sull'esperienza domestica italiana*, in *Le società*, 2009, p. 137 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 e G. Presti, Milano, 2003.
- BONELLI F., *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004, pp. 183-186.
- BREUNINGER- KRUGER, *tracking Stocks als Gestaltungsmittel im Spannungsfeld von Aktien-und Steuerrecht*, in *Gesellschaftsrecht-Rechnungslegung-Steuerrecht. Festschrift für Wolf müller zum 65. Geburtstag*, München, 2001, p.542 ss.

- CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale, 2, Diritto delle società*, a cura di M. Campobasso, Torino, 2006.
- CARBONE C., *Le azioni correlate quale forma di finanziamento finalizzato*, in *Società*, 2008, p. 797 ss.
- CASSANDRO P.E., *I gruppi aziendali*, Bari, 1962.
- CIAN M., Sub art. 2350, in *Cian-Trabucchi, Commentario breve al codice civile*, Padova, 2009, p. 2703 ss.
- COLONNELLI DE GASPERIS M., *Le azioni correlate-tracking stocks*, ESI 2010.
- COSSU M., *Società aperte e interesse sociale*, Torino, 2006.
- COSTA C., *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 3 \*\*, Torino, 1993, p. 501 ss.
- DE BIASI P., “*Burro e cannoni*”: *le alphabet stock*, in *Società*, 2002, p. 815.
- DE BIASI P., *Patrimoni separati e alphabet stock, nuove norme e vecchi problemi*, in *Vita notarile*, 2003, p.457 ss.
- EISENBERG M.A., *Obblighi e responsabilità degli amministratori e dei funzionari delle società nel diritto americano*, in *Giur. comm.*, 1992, I, p. 617 ss.
- ENRIQUES L., *Quartum non datur: appunti in tema di “strumenti finanziari partecipativi” in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, p. 166 ss.
- FERRARINI G., *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Rivista delle società*, 2002, pag.473 ss.
- FERRI JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma* a cura di C. Montagnani, Milano, 2004, p. 67 ss.
- FERRO-LUZZI, *Dal conflitto di interessi agli interessi degli amministratori*, in *Riv.dir. Comm.*, 2006, I, p. 661 ss.
- FIMMANÒ F., *Le destinazioni industriali dei patrimoni destinati*, in *Rivista di diritto privato*, 2004, pag. 5 ss.
- GALGANO F., *Circolazione delle partecipazioni azionarie all'interno dei gruppi di*



- società, in *Contratto e impresa*, 1986, pag. 357ss.
- GAMBINO A., *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Giur. comm.*, 2002, I, p. 651 ss.
- GIAMPAOLINO C.F., *Le azioni speciali*, Milano, 2004.
- GROSSO P., *Categorie di azioni, assemblee speciali, strumenti finanziari non azionari: le novità della riforma*, *Le società*, 2003, p. 1308 ss.
- GUACCERO A., *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società, Le offerte pubbliche in Italia e negli USA*, Milano, 2007.
- GUIZZI G., *Patrimoni separati e gruppi di società, articolazione dell'impresa e segmentazione del rischio: due tecniche a confronto*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, p.639 ss.
- HASS J.J., *Directorial fiduciary duties in a tracking stock equity structure: the need for a duty of fairness*, in *94 Mich. L. Rev.* (1996), p.2118.
- INZITARI B., *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Società*, 2003, p. 295 ss.
- JAEGER P.G., *l'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2000, I, pag.811 ss.
- LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca, borsa e tit.cred.*, 2003,I, p. 519.
- LAMANDINI M., *Nello statuto i destini delle azioni correlate*, in *Il sole 24 Ore*, 12 ottobre 2002
- LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001.
- LOBIG, *Einsatz von Spartenaktien zur Verbesserung der Corporate Governance in Deutschland?*, Berlin, 2009, 109 ss.

- MAGLIULO F., *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, IPSOA, 2004.
- MANZO G.-SCIONTI G., *Patrimoni dedicati e azioni correlate: "cellule" fuori controllo?*, in *Le società*, 2003, p.1335.
- MARCHETTI C., *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni: i modelli di definizione di un problema in un'analisi economica comparata*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p.1245 ss.
- MAROCCHI M., *Il rendiconto dell'art.2350, comma 2°, c.c.: un bilancio per gli azionisti correlati*, in *Contratto e Impresa n.3/2009*, p.728 ss.
- 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, p. 143 ss.
- MIGNOLI A., *L'interesse sociale*, in *Rivista delle società*, 1958, pag.748.
- MIGNONE G., *"Tracking shares" e "actions refllets" come modelli per le nostre "azioni correlate"*, in *Banca, borsa e tit. credito*, 2003, p.614.
- MIGNONE G., *sub art. 2350 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G.Cottino, G. Bonafede, O. Cagnasso, P.Montalenti, Torino, 2004, p.301 ss.
- MITCHELL L.E., *The fairness rights of corporate bondholders*, *New York University Law Review*, 65 (1990), 1170,1171.
- MONDINI P.F., *Le azioni correlate*, in *Diritto della Banca e della Borsa*, Milano 2009, pag.6.
- MONDINI P.F., *Notizia "Le azioni correlate ai sensi dell'art. 2350, comma 2, c.c.: brevi considerazioni sulle prime esperienze applicative"*, in *Riv. Soc.*, 2007, p. 899 ss.
- MONTALENTI P., *Gruppi e conflitto di interessi nella legge delega per la riforma del diritto societario*, in *Verso un nuovo diritto societario*, a cura di P. Benazzo, F. Ghezzi e S. Patriarca, Bologna, 2002.

- NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2003, p. 542 ss.
- NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società-Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2006, p. 591 ss.
- PACIELLO A., *Le azioni correlate*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di C. Montagnani, Milano, 2004, p. 219 ss.
- PATRONI GRIFFI U., *Commento allo statuto Cape Listed Investment Vehicle in Equity S.P.A.: un esempio di azioni correlate*, in *Riv.dir. Soc.*, 3/2007, 164 ss.
- PATRONI GRIFFI U., *Le azioni correlate*, in *Diritto dell'impresa e del mercato*, a cura di G. Alpa, U. Belviso, R. Pardolesi e M. Sandulli, Napoli, 2005.
- PINTO V., *La responsabilità degli amministratori per "danno diretto" agli azionisti*, in *Il nuovo diritto delle società-Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, tomo 2, Torino, 2006, p. 931 ss.
- PORTALE G.B., *Dal capitale "assicurato" alle "tracking stocks"*, in *Riv. Soc.*, 2002, p. 159 ss.
- ROSSI G., *Il fenomeno dei gruppi ed il diritto societario: un nodo da risolvere*, in AA.VV., *I gruppi di società*, Milano, 1996.
- SALAMONE L., *Il finanziamento dei patrimoni destinati a "specifici affari"*, in *G. comm.*, 2006, p. 258.
- SANTOSUOSSO D.U., *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003.
- SCOGNAMIGLIO G., *Le scissioni*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 7\*\* 2, Torino, 2004,4.
- SERAFINI S., *Le azioni correlate e i diritti patrimoniali sui risultati del settore*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, p.789.
- SFAMENI P., *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008.
- SFAMENI P., *Commento all'art.2350*, in *Commentario alla riforma delle società*, a cura di Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, vol. artt. 2346-2362, Milano 2008 p.

201 ss.

SHISHIDO Z., *Reform in Japanese law and corporate governance: current changes in historical perspective*, in *American journal of comparative law*, 2001, p. 653 ss.

STAGNO D'ALCONTRES A., *sub art. 2350*, in *Società di capitali, Commentario a cura di G. Niccolini – A. Stagno D'Alcontres*, I, Napoli, 2004, 296 ss.

STAGNO D'ALCONTRES A., *sub art. 2351 c.c.*, in G. Niccolini-A. Stagno D'Alcontres, I, Napoli, 2004, p.305 ss.

STEINBERGER E.H.- HASS J.J., *Introduction to tracking stocks*, in *M.Kats-H. Lesser, Acquisitons, Mergers, Spin-Offs and other restructurings*, New York, 1993, p.524.

TOMBARI U., *Azioni di risparmio e strumenti ibridi "partecipativi"*, Firenze, 2000, p.17 ss.

TOMBARI U., *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. Società*, 2002, p.1082 ss.

TOMBARI U., *Diritto dei gruppi di imprese*, Milano, 2010.

TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 2004.

TOMBARI U., *Riforma del diritto societario e gruppo di imprese*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p.61 ss.

TOMBARI U., *Sub.art. 2350*, in *Codice civile commentato*, a cura di G.Alpa e V. Mariconda, Milano IPSOA, p.1026.

ZANONI A., *commento all'art. 2350*, in *Codice commentato delle s.p.a.*, diretto da G. Fauceglia e G. Schiano di Pepe, Torino, 2006, p. 193 ss.

ZOPPINI A., *Le azioni correlate, gli strumenti finanziari e la nuova disciplina sulla circolazione e sui vincoli delle azioni*, in *Nuovo diritto societario a cura di M. de Tilla- G. Alpa- S. Patti*, Roma, 2003, p. 93 ss.