

DALLE TRACKING SHARES ALLE AZIONI CORRELATE: BREVI RIFLESSIONI SULL'ESPERIENZA DOMESTICA ITALIANA

LODOVICO G. BIANCHI DI GIULIO E FERDINANDO BRUNO

* Il presente saggio è stato redatto per la rivista *Le Società* ed ivi è pubblicato, 2009.

Tra gli strumenti finanziari introdotti dalla riforma del diritto societario, le azioni correlate sono una delle fattispecie più interessanti, rappresentando il recepimento nel nostro ordinamento delle *tracking shares* straniere. Gli Autori esaminano tale tipo di azioni, alla luce dell'esperienza successiva all'introduzione della nuova categoria di strumenti di capitale

Premessa

Oggetto della presente analisi¹ sono le *tracking shares*², una categoria di azioni caratterizzata dal fatto di seguire (*to track*)³ da un punto di vista patrimoniale i risultati dell'attività di uno specifico "*business group*", che può consistere in una divisione interna all'emittente o in una società da questa controllata⁴. Non esistono limiti alla discrezionalità dell'emittente quanto alle dimensioni del *business group* che può dunque ricomprendere qualsiasi combinazione di società controllata, segmento geografico o linea produttiva. Per la loro peculiare caratterizzazione e portata innovativa, le *tracking shares* sono spesso state definite "*l'estrema frontiera del finanziamento azionario*"⁵.

¹ Gli Autori desiderano ringraziare per il fondamentale contributo fornito alla stesura di questo lavoro Kathleen Lemmens, avvocato in Milano.

² Le *tracking shares* (o anche *tracking stocks*) sono talvolta anche denominate *alphabet stocks*, *lettered stocks* o *targeted stocks*. Si veda anche la nota 6.

³ Si veda in proposito quanto evidenziato dalla U.S. Securities and Exchange Commission (SEC): "*Many companies issue "tracking" stocks – also known as "targeted" stocks – in addition to their traditional common stock. A tracking stock is a type of common stock that "tracks" or depends on the financial performance of a specific business unit or operating division of a company – rather than the operations of the company as a whole. Tracking stocks trade as separate securities. As a result, if the unit or division does well, the value of the tracking stock may increase – even if the company as a whole performs poorly. The opposite may also be true*", disponibile sul sito web <http://www.sec.gov/answers/track.htm>.

⁴ Questa differenziazione ha poi dato luogo, all'interno della categoria generale delle *tracking shares*, ad una distinzione tra *divisional shares* e *subsidiary shares*. Queste ultime, a differenza della fattispecie classica, sono azioni della capogruppo (*parent company*) che incorporano un diritto agli utili commisurato ai risultati di una controllata (frequentemente al 100%). La distinzione tra *divisional shares* e *subsidiary shares* si ritrova anche in riferimento al periodo in cui è avvenuta l'emissione: le *subsidiary shares* sono state la prima generazione di *tracking shares* (lo strumento infatti viene inizialmente utilizzato nell'ambito dei gruppi) mentre le *divisional shares* hanno fatto la loro apparizione successivamente.

⁵ Così Lamandini, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2002, 51.

Le tracking shares nell'esperienza statunitense

Nell'esperienza statunitense⁶, alla quale è necessario riferirsi per l'analisi della fattispecie, l'ambito di applicazione delle azioni correlate è quello delle società multidivisionali di dimensioni maggiori o quotate nei mercati regolamentati. Nelle grandi società conglomerate, con varie divisioni che trattano attività non correlate, il titolo tratta spesso a sconto perché riflette il valore dell'intera impresa piuttosto che l'andamento di un singolo settore (il c.d. *conglomerate discount*). L'emissione di *tracking stocks* serve a far emergere un valore latente ma non riflesso nel titolo azionario ordinario della società emittente⁷. Va rilevato come gli azionisti che investono in *tracking stocks* hanno un interesse finanziario soltanto in un settore della società⁸: vi potrebbe quindi essere un disinteresse nei confronti della società in sé, ovvero nel settore principale di operatività della predetta società emittente. L'investitore "settoriale" è pertanto un soggetto che, in assenza dell'emissione collegata al proprio settore di interesse, non avrebbe forse mai maturato un'attenzione nei confronti della società *de qua*.

Sempre con riferimento all'esperienza maturata negli Stati Uniti, l'operazione che può ben essere ritenuta la "madre" delle emissioni di *tracking stocks* è l'acquisizione effettuata nel 1984 di Electronic Data Systems Corporation (EDS) da parte di General Motors Corporation (GM)⁹. Gli azionisti di EDS chiesero di ricevere come parte della loro compensazione un titolo che riflettesse il valore del *business* di EDS

⁶ Sul tema, si vedano: Billet – Mauer, *Diversification and the Value of Internal Capital Markets: The Case of Tracking Stock*, Miami, October 1998, in <http://papers.ssrn.com>; Billet – Vjih, *The Wealth Effects of Tracking Stock Restructurings*, University of Iowa, September 2002, in <http://papers.ssrn.com>; Chang, *The Inside Track on Tracking Stock*, September 7, 1999, in www.fool.com/specials/1999/sp990907tradingstocks.html; Chemmanur – Paeglis, *Why Issue Tracking Stock? Insights from a Comparison with Spin-offs and Carve-outs*, June 2000, in <http://papers.ssrn.com>; Messineo, *Tracking stock*, 01–Mar–2001, in <http://www.practicallaw.com/7-101-3885>; Jacobs – Macours, *Tracking Stock: A European Perspective*, in *Journal of International Banking and Financial Law (JIBFL)*, 2001, 8, 372; Useem, *Tracking the Tracking Stock*, June 2000, in www.business2.com; Sherreik, *Tread Carefully When You Buy Tracking Stocks*, in *Business Week*, March 6, 2000, 182; Romanchek – Ricaurte, *Executive compensation: tracking stock and venture capital plans*, in *Journal of Compensation and Benefits*, 5–6/2001; Langner, *Tracking Stocks*, in <http://papers.ssrn.com>; Haushalter – Mikkelsen, *An Investigation of the Gains from Specialized Equity: Tracking Stock and Minority Carve-Outs*, University of Oregon, May 29, 2001, in <http://papers.ssrn.com>; Hass, *Fiduciary Duties of Tracking Stock Directors Under Delaware Law*, in *Directors Monthly*, May 2001, 7; Hass, *How Quantum, DLJ and Ziff-Davis Are Keeping on Track with Tracking Stock*, September 1999, in <http://papers.ssrn.com>; Hass, *Directorial Fiduciary Duties in a Tracking Stock Equity Structure: The Need for a Duty of Fairness*, in *94 Michigan Law Review*, June 1996, 2089; Gump, *DuPonts Tracking Stocks*, March 16, 1999, in www.fool.com/specials/1999/sp990907tradingstocks.htm; Elder – Westra; Clayton – Qian, *Wealth gains from tracking stocks: Long-run performance and ex-date returns*, University of Iowa, November 2002, in <http://papers.ssrn.com>; Ali – Stapledon, *Virtual flotations. Tracking shares and corporate governance*, in *Company and Securities Law Journal*, 2000, 429.

⁷ "Tracking stock (or targeted or letter stock) is a separate class of shares in a company which tracks and reflects the economic performance of a distinct part of that company's business. Increasingly it has been used in the United States to raise the profile of highly rated subsidiaries", Marrison, *Tracking stock*, *International Company and Commercial Law Review*, 2000, 11(7), 235–239.

⁸ "Shareholders of tracking stocks have a financial interest only in that unit or division of the company. Unlike the common stock of the company itself, a tracking stock usually has limited or no voting rights. In the event of a company's liquidation, tracking stock shareholders typically do not have a legal claim on the company's assets. If a tracking stock pays dividends, the amounts paid will depend on the performance of the business unit or division. But not all tracking stocks pay dividends", SEC, in <http://www.sec.gov/answers/track.htm>.

⁹ Così Messineo, *Tracking stock* – 01–Mar–2001, in <http://www.practicallaw.com/7-101-3885>.

concernente l'*information technology*, piuttosto che l'intero *business* di GM e per questo fu proposta la creazione e la distribuzione di una nuova classe di "*common stock*" denominate "*Class E Common Stock*", che rispecchiassero i risultati del *business* di EDS.

GM utilizzò lo stesso meccanismo un anno dopo per l'acquisizione di Hughes Aircraft¹⁰ e anche in questo caso, come con EDS, si tratta della tipologia di *subsidiary shares*. Le *divisional shares*, invece, sono state emesse per la prima volta nel 1991 da USX Corporation nel contesto di un'emissione legata alla divisione di USX, la *US Steel and Marathon Oil*, ed era stata decisa a seguito della richiesta di uno dei maggiori azionisti di incorporare la divisione al fine di aumentare il valore per gli azionisti.

Altre emissioni note sono state quelle di AT&T nell'aprile 2000 e, per la prima volta in Europa, l'emissione di Alcatel nell'ottobre 2000.

Come sopra evidenziato, le società americane hanno emesso *tracking stock* principalmente nell'ambito di acquisizioni o per incrementare lo *shareholder value*. *Tracking stocks* sono state utilizzate anche come metodo di incentivazione del *management* e nei piani di *stock options*, per allineare gli interessi del *management* con quelli di uno specifico settore.

I diritti spettanti alle *tracking shares*

Anche se il contenuto delle *tracking stocks* può essere il più vario, le caratteristiche che generalmente contraddistinguono le *tracking stocks* negli Stati Uniti sono (i) i diritti agli utili (*dividend rights*); (ii) diritti di voto (*voting rights*); (iii) diritti spettanti ai titolari di *tracking stocks* in caso di liquidazione della società (*liquidation rights*) e (iv) diritto di recesso o riscatto (*exit or redemption rights*).

In merito ai *dividend rights*, si è rilevato come la *tracking stock* è direttamente collegata al settore (*business*) "*tracked*" per il tramite dei suindicati diritti. Nel diritto statunitense, per principio generale, l'ammontare totale delle somme disponibili per il pagamento dei dividendi, dopo la distribuzione dei dividendi di spettanza degli azionisti privilegiati, è diviso tra le due classi di *stockholders* di una società. Ad esempio, nell'ambito di un aumento di capitale, una società potrebbe emettere 1.000 azioni, di cui 200 *tracking stocks* con diritti ai dividendi che danno diritto al 60% dei guadagni di uno specifico settore, e 800 *common stocks* con diritti ai dividendi derivanti dagli altri ricavi della società, compreso il restante 40% del settore

¹⁰ Il nome *alphabet stocks* deriva dalla creazione da parte di General Motors delle azioni di categoria "E" e "H", correlate ai risultati di rispettivamente EDS e Hughes Aircraft.

c.d. correlato. Nonostante la formazione di due classi di dividendi, le comuni restrizioni legali (quale, ad esempio, quella relativa al momento in cui una società può pagare i dividendi) continuano ad applicarsi. Per esempio, nelle società americane il diritto societario normalmente vieta il pagamento di un dividendo ove ciò possa impattare sullo "*stated capital*" della società (come definito dallo statuto, spesso basato su un "*aggregate par value*"). Tale restrizione impedisce il pagamento del dividendo di una classe di *common stocks* (anche se ci si trovi nell'ambito dell'ammontare disponibile di dividendi per quella specifica categoria) nel caso in cui il pagamento possa ridurre l'ammontare totale disponibile per i dividendi di tutti i *common stockholders* al di sotto del *total stated capital* di entrambe le classi di *common stocks*.

Relativamente ai *voting rights*, quando viene costituita una *tracking stock*, è necessario anche determinare il diritto di voto dei *tracking stockholders*. Dal momento in cui le *tracking stocks* attribuiscono la qualità di socio dell'emittente, di solito nel diritto americano i portatori di *tracking stocks* votano congiuntamente ai portatori dell'altra classe di *common stock* della società, come se fossero una sola classe. Entrambe le classi di *stockholders* votano congiuntamente per l'elezione degli amministratori della società (cosicché non vi siano direttori rappresentativi di una sola classe di *stockholders*) e su tutte le materie su cui gli *stockholders* comunemente votano. In tale contesto, infatti, ai portatori di *tracking shares* è riconosciuto, per prassi, dallo statuto, dall'atto costitutivo o, in mancanza di esplicite previsioni, dalla legge, il diritto di voto in tutte le ipotesi in cui sono chiamati a votare gli azionisti ordinari della società, salvo diversa previsione. I *tracking stockholders* votano insieme ai *common stockholders* nelle materie sottoposte annualmente all'assemblea ordinaria. Tuttavia, su argomenti che possono avere delle conseguenze negative su una classe di *common stockholders* e non sull'altra, quali la vendita del settore o la quotazione in borsa dell'attività *tracked*, il voto viene richiesto separatamente a ciascuna *class* di portatori di *tracking shares*. Questa articolazione del diritto di voto, apparentemente semplice, trova nella pratica numerose modulazioni. La prima specificazione attiene al voto in assemblea generale: alcune classi di *tracking stockholders* sono infatti chiamate a pronunciarsi solo su materie individuate al momento dell'emissione nell'atto costitutivo o nello statuto e non sull'insieme degli argomenti all'ordine del giorno. La seconda specificazione attiene invece alla natura del diritto di voto: all'interno della stessa società vi possono essere classi di *tracking shares* il cui voto è fisso e classi il cui voto è *floating*. Nel caso di voto fisso, di solito, al momento dell'emissione, si riconosce un singolo voto per azione ma possono

comunque esserci azioni che danno diritto ad un quarto o a metà del voto come azioni che attribuiscono dieci voti. L'elemento base è che il voto è fissato nel suo rapporto con l'azione e la modifica di tale rapporto integra di frequente uno di quei casi in cui il voto della categoria viene richiesto *as a single class*. Ciascuna classe di *tracking shares* della stessa società può quindi vedersi attribuire un diverso numero di voti¹¹. L'esistenza di una o più categorie di *tracking shares* dotate di diverso diritto di voto può produrre inoltre conseguenze sul controllo societario, ad esempio, nell'ambito dei gruppi, la possibilità di diversificare il potere di voto fornisce un potente strumento per il mantenimento del controllo: se infatti la capogruppo emette due classi di azioni dotate rispettivamente, di un voto e di dieci voti per azione, risulta possibile mantenere il controllo nell'assemblea della controllata attraverso un ristretto possesso azionario¹².

Il terzo diritto chiave per un *common stockholder* è il c.d. *liquidation right*, cioè il diritto di partecipare alla distribuzione degli *assets* della società successivamente alla sua *dissolution* o *liquidation*. Di norma negli Stati Uniti nessuna preferenza è concessa ad alcuna *tracking stock* per ricevere particolari *asset* della società emittente, anche dove i dividendi attribuiti alla *tracking stock* riguardano un particolare settore della società. Gli *assets* del *tracked business* sono egualmente disponibili per il beneficio di ciascuna classe di *common stockholder*¹³. Si noti che la dottrina straniera conosce anche l'ipotesi di "*partial tracking stock interest*"¹⁴.

¹¹ Per esemplificare, considerando una società del settore agroalimentare, può essere previsto statutariamente che un'azione *tracking share* di categoria A, collegata al settore dei prodotti "di nicchia", attribuisca al suo portatore tre voti, mentre un'azione *tracking share* di categoria B, collegata ad un diverso settore, poniamo i prodotti biologici, ne attribuisca cinque.

¹² In merito al diritto di voto delle *tracking shares*, si noti come: "*Both the tracking stockholders and the ordinary shareholders have the right to vote at general meetings, but the holders of tracking stock have no separate voting rights with regard to 'their' business unit. In the above example, this means that the ordinary shareholders will constitute a de facto majority at general meetings, and that, if no specific safeguards are in place, tracking stockholders may be subject to the whims of ordinary shareholders. Even though the applicable corporate law may require a special majority vote within each class of shares for any shareholder resolution altering the rights attached to a particular class of share, this may not be sufficient to capture shareholder decisions that do not formally alter those rights, but which affect the two classes in different ways. Conceivably, a decision to discharge the board of directors may have such a result. In this respect, it is important to spell out – and notwithstanding possible sub-committees within the board – that there will be no legally separate board of directors for the tracked business unit. Even where the tracking stock relates to the activities of one or more subsidiaries, the board of each subsidiary is legally accountable to the parent company, not to the tracking stockholders of the parent company*", Jacobs – Macours, *Tracking Stock: A European Perspective*, *Journal of International Banking and Financial Law (JIBFL)*, 2001, 8, 372.

¹³ Messineo, cit.

¹⁴ A riguardo, si rileva come: "*Often when a company wishes to issue a tracking stock, it does not wish to issue shares of tracking stock that would be attributed 100% of the earnings of the tracked business. It may be desirable for only a portion of the net earnings of the tracked business to be allocated to the dividend pool attributed to the shares of tracking stock that are to be issued. For example, the market may not be able to absorb so large an interest in a new equity security. In these cases, the balance of the net earnings of the tracked business is allocated to the dividend pool of the other class of common stock and contributes to part of that class's earnings per share. The following mechanism is used: (A) The total net earnings of the tracked business are divided into a number of units equal to the number of shares of tracking stock that, if issued, would be allocated 100% of the tracked business's earnings for purposes of calculating the dividends permissible on the tracking stock and the earnings per share of tracking stock. This number (the divisor in this calculation) is often referred to as the dividend base. (B) The portion of the net earnings of the tracked business that corresponds to the fraction equal to the number of shares of tracking stock issued divided by the dividend base is allocated to outstanding shares of tracking stock; (C) The balance of the net earnings of the tracked business is allocated to the outstanding shares of the other class of common stock. (D) If the company issues additional shares of tracking stock in the future, an adjustment is made so that proportionately more of the tracked business' earnings are allocated to the outstanding shares of tracking stock and less to the outstanding shares of the other class of common stock. The interest in the tracked business that is not attributed to the outstanding*

Infine, ai titolari di *tracking stock* viene spesso riconosciuto il diritto di liquidare la propria partecipazione al ricorrere di determinati presupposti (*exit rights*). Il diritto al disinvestimento può scaturire da situazioni oggettive, come ad esempio il (mancato) pagamento di dividendi, una diminuzione della capitalizzazione dell'emittente o il trascorrere di un certo periodo di tempo, o da ipotesi rimesse al discrezionale apprezzamento da parte dell'organo competente. La facoltà di *exit* può essere assicurata con meccanismi eterogenei dal punto di vista strutturale. Per esempio, al ricorrere di una ipotesi di *exit*, l'emittente può convertire le *tracking shares* in azioni ordinarie o in un'altra categoria di azioni dell'emittente, eventualmente con una formula di concambio più o meno favorevole rispetto alla *ratio* 1:1, a seconda delle ipotesi. Oppure il titolare delle *tracking stocks* può recedere dalla società.

Le azioni correlate nell'ordinamento italiano

Il nuovo testo dell'art. 2350 c.c. ha consentito l'introduzione nel sistema italiano delle *tracking shares*, col nome di azioni correlate¹⁵. Tale innovazione è da inserirsi nel più generale contesto della moltiplicazione delle categorie di azioni posta in essere dal Legislatore della Riforma 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 ed internazionali di capitali. La nuova normativa, infatti, non ha solo aperto nuovi spazi di autonomia per i privati attraverso la modifica del testo dell'art. 2348 c.c. (ciascuna categoria di azioni presenta oggi un contenuto variabile a seconda delle diverse combinazioni che i soci, grazie all'autonomia societaria, inventeranno, anche all'interno della stessa società¹⁶) ma ha anche ampliato la gamma delle azioni speciali tipiche. In questo contesto innovativo, è stato possibile delineare un tipo azionario che non rappresenti un diritto di partecipazione ai risultati economici dell'intera impresa ma attribuisca un diritto all'utile fondato sui risultati dell'attività sociale in un determinato settore. Le azioni correlate, per le quali la diversificazione dell'attività di impresa assume rilievo puramente

shares of tracking stock is often referred to as the retained interest or the economic interest of the company and the other class of common stockholders in the tracked business. In most cases when a tracking stock is issued, a retained interest of this nature is set up for the other class of common stockholders. However, over time, many retained interests have been reduced by the sale by the company of additional shares of the tracking stock, and in certain cases the retained interest has been reduced to zero so that 100% of the net earnings of the tracked business are allocated to the outstanding shares of tracking stock", Messineo, cit.

¹⁵ In tal senso infatti l'opinione della prevalente dottrina. Nell'attribuire un nome della nuova categoria, inoltre, il legislatore ha accolto il suggerimento di Portale, *Dal capitale assicurato alle tracking stocks*, in *Riv. soc.* 2002, 163.

¹⁶ Santosuosso, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, 77. Tuttavia, può essere corretto osservare che già la precedente formulazione della norma forniva un consistente margine di autonomia, per la verità scarsamente utilizzata dagli operatori, nella creazione di categorie di azioni caratterizzate da diritti diversi, pur nei limiti posti, ieri come oggi, dalla legge.

interno¹⁷, possono quindi risultare un ulteriore strumento, oltre a quelli previsti con i patrimoni destinati ad uno specifico affare di cui all'art. 2447-bis c.c.¹⁸, per accedere a finanziamenti finalizzati¹⁹.

La determinazione del "settore"

Uno degli elementi più controversi della normativa sulle azioni correlate²⁰ riguarda l'utilizzo del termine "settore". I significati che si possono attribuire ad una espressione così generica sono infatti molteplici; ad esempio, ramo d'azienda²¹ (intendendo con questa definizione un apparato organizzativo di beni e servizi che riproduca in scala ridotta la struttura dell'azienda generale) o ancora comparto²² o divisione²³; forse, utilizzando una categoria propria del linguaggio economico, si potrebbe anche parlare di "linea di prodotto" o di "produzione"; forse ancora, in base a quello che è il significato del termine nel linguaggio corrente, di semplice "ambito di attività".

L'individuazione, forse volontariamente omessa dal Legislatore, di quelli che sono i caratteri costitutivi e l'ampiezza di un settore, si presenta dunque problematica. All'interno dello stesso comma, il Legislatore utilizza prima l'espressione "*attività sociale in un determinato settore*" e poi semplicemente "*settore*" (in relazione all'imputazione di costi e ricavi). Ad una prima lettura la terminologia usata nel primo caso sembra evocare il

¹⁷ In questo senso, F. Di Sabato, *Strumenti di partecipazione a specifici affari con patrimoni separati e obbligazioni sottoscritte dagli investitori finanziari*, in *Banca borsa*, 2004.

¹⁸ Su cui, tra gli altri: Perrella, *Forma della delibera costitutiva dei patrimoni destinati*, in *i Contratti*, 2004, n. 11, p. 1071; Stesuri, *I patrimoni destinati nel fallimento e nei progetti di riforma fallimentare*, in *Impresa commerciale industriale*, 2004, n. 10, p. 1570; Roland, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare: le protected cell companies italiane*, in *Contr. e impr.*, 2004, n. 1, p. 323; Rocco, *Società unipersonali e patrimoni destinati*, in *Rivista del Notariato*, 2004, n. 3, p. 613; Andreani, *Alcune note sul rapporto tra patrimoni destinati (artt. 2447-bis e seguenti) e scelte di finanziamento delle imprese*, in *Impresa commerciale industriale*, 2004, n. 3, p. 423; Colombo, *La disciplina contabile dei patrimoni destinati: prime considerazioni*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2004, n. 1, p.1 – 30; Rocco di Torrepadula, *Patrimoni destinati e insolvenza*, in *Giur. Comm.*, 2004, n. 1, p.1 – 40; Inzitari, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare (art. 2447-bis, lettera a, c.c.)*, in *Contr. e impr.*, 2003, n. 1, p. 164; Manes, *Sui "patrimoni destinati ad uno specifico affare" nella riforma del diritto societario*, *Contr. e impr.*, 2003, n. 1, p. 181.

¹⁹ È importante distinguere la azioni correlate, che sono vere e proprie azioni, dagli strumenti finanziari che possono remunerare un "patrimonio separato", ai sensi dell'art. 2447-bis c.c. L'ambito dell'attività a cui le azioni vengono correlate è più ampio di quello che caratterizza i patrimoni destinati, e non solo per il limite del 10% del valore del patrimonio netto posto per la creazione dei patrimoni destinati. Si veda Quatraro G., *Le categorie di azioni in Azioni, obbligazioni e altri strumenti partecipativi*, a cura di Pantè – Quatraro, Edizioni Sistemi Editoriali, 2004, p. 88.

²⁰ Su cui: U. Patroni Griffi, *Le azioni correlate*, in *Diritto dell'impresa e del mercato*, G. Alpa, U. Belviso, R. Padolesi e M. Sandulli (a cura di), Napoli, 2005; Lamandini, *Azioni "correlate" e "patrimoni separati" nel progetto di riforma del diritto societario*, Intervento al convegno "Azioni, obbligazioni ed altri strumenti finanziari, Milano, 12-13 dicembre 2002; U. Tombari, *Nuovi strumenti di finanziamento nella s.p.a.: gli "strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali ed amministrativi" (art. 4, sesto comma, lettera c) - Intervento convegno Firenze, 2 giugno 2000 - in www.associazionepreite.it; Mignone, «Tracking shares» e «actions reflet» come modelli per le nostre «azioni correlate», in *Banca borsa*, 2003, I, 610; Manzo – Scionti, *Patrimoni dedicati e azioni correlate: «cellule» fuori controllo?*, in *Società*, 2003, 1329; Portale, cit.*

²¹ Nell'opinione di Weigmann, *Luci ed ombre del nuovo diritto azionario in Società*, 2003, 276. In altra sede inoltre l'Autore si domanda se l'espressione "affari" utilizzata dal legislatore in materia di patrimoni destinati, possa essere interpretata ed ampliata fino a ricomprendere anche settori dell'impresa. In senso contrario alla coincidenza tra la nozione di "affare" e quella di "attività" invece Martorano, *Commento all'art. 2350*, in *La riforma delle società*, a cura di Sandulli – Santoro, Torino, 2003, 144.

²² In tal senso Portale cit., 158. L'Autore però utilizza tale terminologia in un contesto differente dall'interpretazione della norma di legge.

²³ In questa accezione Santosuosso, cit., 79, che utilizza il termine divisione come sinonimo, oltre che di "settore", anche di "comparto imprenditoriale".

concetto di "area di mercato" (senza riferimenti ad una specifica struttura organizzativa della società). Questa ipotesi condurrebbe ad una lettura estensiva della norma: se "settore" si riferisce all'area di mercato in cui la società svolge la sua, od una delle sue, attività, non risulta che la norma imponga vincoli quanto alle strutture organizzative da utilizzare; in quest'ottica, nulla sembrerebbe impedire alla società di esercitare la sua attività anche, ad esempio, attraverso la partecipazione in altra società. Vi sono infatti società, come le c.d. *holding*, in cui tale partecipazione costituisce l'attività sociale; inoltre, in una struttura di gruppo può convenirsi che l'attività svolta tramite partecipazioni rientra nell'attività sociale²⁴. Tuttavia, il successivo riferimento al "settore" come centro di imputazione di costi e ricavi osta ad un utilizzo così generico del termine: non sembra infatti possibile parlare di imputazione di costi e ricavi ad una generica area di attività o di mercato né tuttavia appare coerente attribuire un significato diverso allo stesso termine utilizzato nell'ambito del medesimo articolo (e addirittura dello stesso comma) ovvero "settore" inizialmente come "area di mercato" e successivamente come struttura organizzativa interna alla società (generica e non specificata nei limiti e nelle dimensioni ma necessariamente evocata dal riferimento legislativo a "costi e ricavi").

Nel dubbio che comunque permane, pare più cauto propendere per una interpretazione restrittiva della norma, che si riferisca quindi ad un settore della società piuttosto che, come sembrerebbe nel senso comune, all'attività o ad una delle attività sociali in un determinato ambito del mercato, benché letteralmente la norma parli o di "settore" o di "attività sociale in un determinato settore", ma mai di "settore della società". Se si opta per una soluzione restrittiva, la nozione resta ugualmente indeterminata ma quanto meno viene delimitata e trova un limite nella sua natura endosocietaria²⁵.

La rendicontazione

Continuando nella lettura del disposto legislativo, la norma rimette all'autonomia statutaria l'individuazione dei costi e ricavi imputabili al settore e delle modalità di rendicontazione. In relazione al primo punto si potrebbe

²⁴ Come nota Santosuosso, cit., 81.

²⁵ Si noti come, da punto di vista fiscale le azioni correlate sono state definite come "azioni fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore" (c.d. *tracking shares*), caratterizzate da una remunerazione che oscilla nel tempo, in quanto agganciata ai risultati dell'attività sociale svolta in uno specifico settore di volta in volta individuato" – Agenzia delle Entrate – Direzione Centrale Normativa e Contenzioso – Circolare del 20/12/2004 n. 53 – Oggetto: Circolari IRES/6 – Il consolidato nazionale. Decreto legislativo 12 dicembre 2003, n. 344.

criticare il riferimento ai soli costi e ricavi, dal momento che un'esatta valutazione dei redditi di un determinato settore di attività potrebbe richiedere l'imputazione di altre componenti di reddito che non rientrano in tali nozioni, quanto meno ai sensi della terminologia codicistica. Potrebbe inoltre apparire eccessiva la libertà accordata alla società in materia di rendicontazione, non esistendo alcun vincolo legislativo all'utilizzo degli stessi criteri e forme adottati per il bilancio della società nel suo insieme (opzione che, al contrario, si è rivelata maggioritaria nella pratica estera e che il Legislatore prevede esplicitamente in materia di patrimoni destinati attraverso il richiamo degli artt. 2423 c.c. e seguenti operato dall'art. 2447–*septies* c.c.) ma, con tutta probabilità e coerentemente ad una interpretazione della norma per la quale le dimensioni del "settore" non superano il limite della loro natura di unità organizzative interne alla società, tali modalità non possono riferirsi a niente di diverso dei criteri tecnici con i quali sia possibile individuare, nel prospetto di conto economico generale, i costi e ricavi del settore (e non ad un canale di rendicontazione diretta ai soci, diversa dalla procedura di formazione ed approvazione del bilancio).

Diritto alla distribuzione di utili

In merito alla distribuzione di dividendi alle azioni correlate, l'autonomia statutaria incontra dei limiti nel terzo comma della stessa norma; tale disposizione, infatti, a tutela del capitale sociale *ex* art. 2433 c.c., pone come condizione del pagamento dei dividendi agli azionisti correlati, la presenza di utili distribuibili evidenziati dal risultato del bilancio della società²⁶. In questo modo si evita il rischio che una struttura societaria divisionale possa favorire forme di indebitamento patrimoniale²⁷, che si produrrebbero qualora fosse possibile per questi azionisti essere destinatari dei proventi del settore indipendentemente dalla circostanza che il bilancio della società evidenzi un risultato positivo. Devono quindi essere presi in considerazione gli utili e le perdite della società complessivamente considerata e conseguentemente l'andamento del settore assume esclusivamente la funzione di parametro per la determinazione dei diritti patrimoniali spettanti ai titolari delle azioni correlate²⁸.

²⁶ Cfr. Mignone, *Commento all'art. 2350 c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società di capitali*, diretto da G. Cottino, (e altri), Torino, 2004, che afferma che mentre nelle azioni privilegiate il dividendo è diversificato in senso quantitativo, nel caso delle azioni correlate lo è in senso qualitativo.

²⁷ Come sottolinea Santosuosso, cit., 80; inoltre, l'indebitamento patrimoniale assume rilevanza in relazione ad eventuali azioni esecutive dei creditori o in presenza delle condizioni per la riduzione obbligatoria del capitale.

²⁸ Cfr. Stagno D'Alcontres A., *Commento all'art. 2350*, in Niccolini G. e Stagno d'Alcontres A. (a cura di), *Commentario alle società di capitali*, Vol. 1, 2004, p. 299.

È quindi possibile affermare che nei confronti degli azionisti correlati, l'utile può essere distribuito solo in caso di "doppio utile", sia della divisione che dell'intera società e sempre che consti il voto favorevole da parte degli azionisti nell'assemblea ordinaria che delibera sulla distribuzione degli utili. È possibile che la correlazione tra azione e settore avvenga attraverso i diritti patrimoniali che possono prendere numerose forme: le disposizioni statutarie potranno prevedere che tutti o solamente parte dei ricavi del settore correlato vengano attribuiti agli azionisti speciali; inoltre potranno essere individuate modalità di calcolo differenti, ad esempio percentuali o che tengano conto del valore del dividendo ordinario, così come sono ammissibili previsioni circa limiti massimi e minimi nella distribuzione.

Diritti di voto

Sempre all'autonomia statutaria è riconosciuta anche la competenza di individuare il contenuto degli altri diritti da attribuire alle azioni correlate. Dal momento che la norma parla genericamente di "diritti", tale competenza non riguarda esclusivamente la modulazione dei diritti patrimoniali (come accade invece per le azioni di risparmio), ma anche quella dei diritti amministrativi e, in particolar modo, oltre al diritto inderogabile di votare in assemblea speciale nell'ipotesi di pregiudizio ai diritti della categoria, il diritto di partecipare, intervenire, votare in assemblea generale. Quanto al diritto di voto, i suggerimenti che provengono dalla prassi statunitense prevedono entrambe le possibilità ovvero che le *tracking shares* si vedano attribuire o negare il voto in assemblea generale a discrezione dell'emittente.

Tuttavia, la prassi più frequente prevede l'attribuzione del diritto di voto in assemblea generale dal momento che nell'ordinamento statunitense, così come nell'ordinamento italiano, queste azioni sono considerate azioni ordinarie. Le novità introdotte dalla riforma in materia di diritto di voto rendono possibile molteplici combinazioni: non solo dunque azioni correlate prive del diritto di voto ma anche dotate di diritto di voto limitato a particolari argomenti (verosimilmente collegati alle vicende fondamentali attinenti al settore o alla vita della società, come fusione, scissione, aumento di capitale²⁹) o subordinato al verificarsi di particolari condizioni (ad

²⁹ Va incidentalmente rilevato come la distinzione, tradizionale in materia di diritto delle società, tra capitale (*equity*) e debito (*debt*), si riflette, nell'ambito degli strumenti finanziari, nella dicotomia tra strumenti di finanziamento azionari, attraverso i quali le società acquisiscono mezzi propri, e strumenti emessi per acquisire risorse finanziarie (Abriani, *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in Riv. dir. comm., I, 2002, 131; Corsi, *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in Giur. comm., 2003, I, 414 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; Lamandini, *Società di capitali e struttura finanziaria: spunti per la riforma*, in Riv. soc., 2002, 139; Marano, *Mercati di capitali e strumenti finanziari nel nuovo diritto societario*, in Riv. dir. priv., 2003, 755; Notari, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca borsa*, 2003, I, 542; ID., *Diritti*

esempio una mancata distribuzione di utili protratta per un certo periodo). In tutte le ipotesi in cui vengono private dal diritto di voto o in cui l'esercizio del diritto di voto viene limitato o sottoposto a particolari condizioni, le azioni correlate rientreranno nel computo ai fini del divieto *ex art.* 2351, secondo comma, c.c. di superare la metà del capitale sociale³⁰. Il rispetto dei limiti inderogabili di legge ed in particolare del divieto di voto plurimo *ex art.* 2351, terzo comma, c.c. porta ad escludere *prima facie* la possibilità di prevedere meccanismi di ridefinizione periodica del diritto di voto attribuito alle diverse classi di azioni correlate (del tipo *floating voting* come nell'esperienza statunitense), finalizzati a far seguire un aumento o una diminuzione del potere di governo della categoria all'aumento o diminuzione del rilievo economico del settore in relazione alla situazione complessiva della società sotto il profilo patrimoniale e reddituale. Tuttavia, in presenza di azioni senza valore nominale, per replicare il meccanismo di *floating voting* si potrebbe ipotizzare una conversione di azioni correlate in un numero maggiore (o minore) di azioni ordinarie, con un effetto simile ad un frazionamento (*stock split*) o *reverse stock split* del tipo parziale, cioè un aumento o riduzione del numero di azioni, limitatamente ad una categoria tra esse. Dal momento che la misura della partecipazione in presenza di azioni senza valore nominale è data dalla divisione tra il capitale e il numero di azioni, il potere di voto attribuito alle azioni correlate post conversione in azioni ordinarie risulterebbe così maggiorato o diminuito, a seconda dei casi.

Altri diritti

Le norme statutarie devono disporre le condizioni e modalità di eventuali ipotesi di conversione di azioni correlate in azioni di altra categoria. Come

«particolari» dei soci e categorie «speciali» di partecipazioni, in AGE, 2003, 325; Pisani Massamormile, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in Riv. soc., 2003, 1268; Rescio, *Distribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti effettuati dai soci di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di Benazzo – Patriarca – Presti, Milano, 2003; Spolidoro, *Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali*, in Dir. banc. merc. fin., 2003, I, 205.–1. Nell'ambito di una operazione di aumento di capitale, l'emissione di differenti categorie di azioni è espressione della necessità della società emittente di variare le caratteristiche del modello tipico di finanziamento azionario (Acutis, *Il finanziamento dell'impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli «altri strumenti finanziari partecipativi»*, in Nuova giur. civ. comm., 2003, II, 361; Ferri jr., *Il finanziamento societario: profili di qualificazione*, in Riv. not., 2002, I, 309; Gambino, *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in Giur. comm., 2002, 641; Tombari, *Nuovi strumenti di finanziamento nella s.p.a.: gli strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali ed amministrativi (art. 4, sesto comma, lettera c)*, Intervento convegno Firenze, 2 giugno 2000 in www.associazionepreite.it; Paciello, *La struttura finanziaria della società per azioni e tipologia dei titoli rappresentativi del finanziamento*, in Riv. Dir. Comm., I, 2002, 155; Gambino, *Il finanziamento dell'impresa sociale nella riforma*, in Riv. Not., 2002, I, 279; Ferri jr., *Il finanziamento societario: profili di qualificazione*, in Riv. Not., 2002, I, 309).

³⁰ Così A. Paciello, *Le azioni correlate*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di C. Montagnani, Milano, 2004, p. 221.

dimostra l'esperienza statunitense, la conversione di *tracking stocks* in *common stocks* viene spesso prevista come meccanismo di *exit*. Inoltre, sempre sotto il profilo dell'*exit*, nulla osta a che le azioni correlate vengano emesse sotto forma di azioni riscattabili *ex art. 2437–sexies* c.c. In questo caso, la società, nel rispetto dei limiti stabiliti per l'acquisto delle azioni proprie, potrebbe riacquistare le azioni emesse, al verificarsi di determinate condizioni. È opportuno notare che le clausole o le modalità di riscatto, sia che si atteggino nei confronti dei soci, sia che siano previste a favore della società, devono comunque essere ancorate a criteri obiettivi e determinati. Infatti, la previsione di clausole eccessivamente generiche potrebbe, ad esempio, diventare strumento arbitrario a favore della società per l'allontanamento di azionisti indesiderati (che eventualmente possono essere anche azionisti correlati) dal momento che l'esercizio del riscatto sarebbe in questo modo rimesso al libero apprezzamento degli amministratori e quindi al loro arbitrio; in tale contesto, al fine di evitare che le clausole di riscatto possano tradursi in strumento di sopraffazione, sembra necessario che vengano indicati criteri obiettivi per la determinazione dell'ambito oggettivo del riscatto. Quanto alla determinazione del valore di riscatto e la procedura da seguire, il rinvio all'*art. 2437–ter* c.c. nella disciplina delle azioni riscattabili rende alle medesime applicabile la disciplina della determinazione del valore delle azioni in caso di recesso al fine di evitare abusi ai danni del socio. L'*art. 2437–quater* c.c. prevede inoltre che le azioni devono *in primis* essere offerte agli altri soci, poi a terzi. Solo in caso di mancato collocamento vengono rimborsate mediante acquisto delle azioni proprie. In assenza di utili e riserve disponibili, le azioni vengono riscattate mediante riduzione del capitale sociale e, *in extremis*, la società dovrà essere liquidata.

Assemblee speciali

L'emissione di azioni il cui diritto agli utili è commisurato ai risultati di un determinato settore e non a quelli di tutta l'impresa, nonché l'attribuzione di altri diritti come diritti di conversione o riscatto ricollegabili solo alle azioni correlate, configurano una categoria di azioni, alla quale si applica l'*art. 2376* c.c. in tema di assemblee speciali. Le assemblee speciali hanno *ex lege* la competenza di deliberare, in conformità alle regole proprie dell'assemblea straordinaria, in ordine alle deliberazioni dell'assemblea generale dirette a pregiudicare i diritti di categoria. Nel caso in cui lo statuto non detti regole particolari in proposito, l'*art. 2376* c.c. è di difficile attuazione, in quanto non è facilmente individuabile il pregiudizio rilevante ai diritti della categoria,

che ne determina l'applicazione³¹. Tuttavia, essendo l'art. 2376 c.c. funzionale all'esigenza di elasticità dell'organizzazione sociale, può essere modificato in sede contrattuale nel senso che lo statuto può prevedere che, ad una o a più assemblee speciali siano attribuite competenze deliberative più ampie ovvero, nei limiti imposti dalla legge, può modificarne le regole di funzionamento o, anche, limitarne l'ambito di applicazione rispetto a "pregiudizi" predeterminati, così come escluderne l'operatività in certi casi³².

Conflitti di interesse

La coesistenza di azioni ordinarie e azioni correlate, la cui rispettiva spettanza agli utili dipende dalla fonte che ha generato gli stessi, implica una moltiplicazione dei conflitti endosocietari tra settori, sia a livello dell'organo amministrativo a seguito delle scelte gestionali, sia a livello dell'assemblea. Nella letteratura americana, tale fenomeno è chiamato "*sibling rivalry*". La divisione interna nella struttura della società prodotta dall'emissione di *tracking shares* ha come conseguenza la diversificazione dell'interesse finanziario tra gli azionisti: infatti, il valore e l'andamento delle azioni di ciascuna classe di *tracking shares* sono indipendenti dai risultati degli altri settori e dall'andamento delle altre classi di azioni, in quanto non vi è coincidenza nelle attività e nella struttura di produzione che ciascuna classe riflette. Si tratta tuttavia di un'indipendenza relativa dal momento che il capitale rimane unico e di conseguenza persiste un legame tra l'andamento delle *tracking shares* e quello delle azioni ordinarie e in misura maggiore, tra le diverse classi di *tracking shares*. Le stesse scelte poste in essere dagli amministratori incidono quindi, direttamente, sul settore e sul valore della classe di *tracking shares* a questo collegate ed indirettamente, sulle restanti attività e sulla società nel suo insieme. Tali effetti non si registrano invece in una società tradizionale dotata di diverse categorie di azioni (ad esempio con diritti agli utili privilegiati o maggiorati) dove, pur in presenza di una eventuale rivalità tra le diverse classi di azionisti, vi è sostanziale coincidenza dell'interesse finanziario ed anche nell'ipotesi di una politica gestionale più favorevole ad un settore piuttosto che ad un altro, poiché tutte le categorie condividono l'interesse alla valorizzazione della società nel suo insieme, se tale effetto è assicurato, ciascuna categoria ne sarà soddisfatta e

³¹ Sul tema: tra i tanti: Ascarelli, *Sui limiti statutari alla circolazione delle partecipazioni azionarie*, in Banca, borsa e tit. di cr., 1953, I, p. 53. Buonocore V., *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1959; Costa C., *Le assemblee speciali*, in Trattato delle società per azioni diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, III, t. 2, Torino, 1993; Figone A., *Limiti statutari alla circolazione delle azioni*, in Società, 1997, p. 1034; Pavone La Rosa A., *Brevi osservazioni in tema di limiti statutari alla circolazione delle azioni*, in Riv. soc., 1997, p. 63; Stanghellini L., *Limiti statutari alla circolazione delle azioni*, Milano, 1997.

³² Stagno D'Alcontres A., *Commento all'art. 2376* in Niccolini G. e Stagno d'Alcontres A. (a cura di), *Commentario alle società di capitali*, Vol. 1, Jovene Ed., 2004, p. 541.

ne trarrà beneficio economico. Ne consegue che le ipotesi di conflitti tra divisioni o settori e tra gli azionisti ad essi correlati attengono fondamentalmente alla concorrenza per l'allocazione di risorse (di capitale e di personale) ed opportunità d'affari, alla definizione dei criteri di imputazione di spese e costi comuni ed alle controversie relative alle condizioni dei rapporti contrattuali tra i diversi settori o tra la società ed il singolo settore, come nel caso di vendita o trasferimento di beni o fornitura di servizi (ad esempio, fornitura da parte della società di un servizio centrale di tesoreria alle singole divisioni o prestazione di garanzie, sempre da parte della società, per la specifica attività del settore). Rispetto a tali conflitti, l'organo preposto a dirimere le controversie e tutelare gli azionisti correlati salvo per le materie di cui all'art. 2376 c.c. non può essere individuato nell'assemblea speciale dal momento che la gestione della società non viene esercitata attraverso delibere dell'assemblea generale (la cui competenza è limitata alle materie di cui agli artt. 2364 c.c.³³ e 2365 c.c.), quanto piuttosto mediante atti "interni" di carattere organizzativo, come sono, ad esempio, le delibere dell'organo amministrativo.

A prescindere da eventuali questioni a proposito di quali siano i criteri che orientano l'operato di chi è preposto all'attività gestionale quotidiana, ovvero degli amministratori della società, specificatamente in una società la cui struttura sia stata segmentata in divisioni – settori a seguito dell'emissione di azioni correlate, nessun obbligo di legge vincola gli amministratori a doveri di diligenza specificatamente nei confronti di una categoria di azionisti né è possibile desumere dai principi generali un obbligo, poniamo, di imparzialità nella gestione dei differenti settori o unità organizzative in cui la società può strutturarsi.

Sembra quindi che una piena tutela degli azionisti correlati potrebbe essere assicurata, ancora una volta, contrattualmente, nelle ipotesi in cui la società si impegnasse, al momento dell'emissione, nel senso di mantenere inalterate determinate caratteristiche ed elementi del settore od anche, ad esempio, a rispettare specifiche politiche di sviluppo o piani finanziari ed economici od ancora, a seguire determinate modalità nell'utilizzo delle risorse del settore, nella gestione dell'attività e dei rapporti con gli altri settori della società. Non sembra infatti che il Legislatore della Riforma abbia ritenuto necessario esplicitare in che modo la modificazione che la società subisce da un punto di vista della struttura organizzativa con l'emissione di

³³ Sull'articolo 2364 c.c., tra i tanti: Fico, *Utilizzo costante della proroga del termine ex art. 2364 c.c.*, Le Società, 1999, n. 4, p. 450; Sacrestano, *Proroga del termine ex 2364 C.C.: riflessi ai fini dei termini per la presentazione della dichiarazione dei redditi di società tenute al bilancio*, Finanza & Fisco, 1999, n. 43, p. 4908; Vidiri, *Atto costitutivo di società di capitali, termine di sei mesi ex art. 2364, secondo comma, c.c. ed approvazione tardiva del bilancio d'esercizio*, Giustizia civile, 1998, n. , p.1- 86; Acquas, *Brevi riflessioni sulla differita approvazione del bilancio ex art. 2364, secondo comma, ultimo capoverso, del codice civile*, Il Diritto Fallimentare e delle Società commerciali, 1995, p. 1-991.

azioni correlate possa o debba influenzare la configurazione della diligenza degli amministratori né che abbia riconosciuto alla considerazione divisionale propria di una società che emette azioni correlate un effetto innovativo tale da rivoluzionare i principi tradizionali in materia di responsabilità degli amministratori.

Tuttavia, la mancanza di una disciplina innovativa *ad hoc* può essere letta, invece, nel senso che i principi generali posti dall'ordinamento in materia di diligenza e responsabilità, se debitamente interpretati, sono applicabili anche alle nuove problematiche poste dall'adozione delle azioni correlate e della struttura divisionale che tale strumento implica. Non parrebbe infatti corretto considerare la mancanza di una norma specifica a tutela degli interessi "di settore" o della sua categoria nel senso di una loro irrilevanza dal momento che il Legislatore stesso ne ha sancito l'importanza (e quindi la necessità di tutela) attraverso l'introduzione dell'istituto delle azioni correlate. Devono trovare quindi applicazione, anche nei confronti degli azionisti correlati, i principi generali cui si è accennato; tuttavia, sorge la necessità di dilatare e specificare a livello interpretativo il contenuto dei doveri di diligenza degli amministratori sancito a livello di clausola generale dall'art. 2392 c.c., in modo da individuare un criterio per dirimere e prevenire quella fisiologica dei conflitti che, come visto, può caratterizzare una società che emette azioni correlate. Nella ricostruzione del contenuto dei doveri di diligenza degli amministratori nei confronti degli azionisti correlati è forse possibile sfruttare alcune novità introdotte dalla Riforma, in particolare attraverso un riferimento, che non può che essere per *analogia legis*, al nuovo testo dell'art. 2497 c.c.³⁴ in materia di attività di direzione e controllo. Tale riferimento si giustifica per la possibilità di una comunanza di problematiche pratiche e di ipotesi di conflitti nel caso di una società multidivisionale e di un gruppo: infatti, i problemi che si pongono quando un'attività produttiva viene esercitata attraverso una struttura divisionale coincidono, indipendentemente dalle dimensioni delle unità produttive e riguardano essenzialmente, come visto, la regolamentazione dei rapporti contrattuali e l'allocazione di costi, risorse ed opportunità d'affari tra le differenti unità. Nella disciplina di cui agli artt. 2497 e ss. c.c. il Legislatore affronta esplicitamente (ed è l'unica ipotesi) queste problematiche inerenti alla gestione dell'impresa in presenza di separazione patrimoniale e di interessi confliggenti da tutelare.

³⁴ Sull'art. 2497, si vedano: Maggiolo, *La azione di danno contro società o ente capogruppo (art. 2497 c.c.)*, Giurisprudenza Commerciale 2006, n. 2, p. I-176; Alpa, *La responsabilità per la direzione e il coordinamento di società. Note esegetiche sull'art. 2497 c.c.*, Vita Notarile, 2005, n. 1, p. 3; Niutta, *Sulla presunzione di esercizio dell'attività di direzione e coordinamento di cui agli artt. 2497 – sexies e 2497 – septies c.c.: brevi considerazioni di sistema*, Giurisprudenza Commerciale 2004, n. 4, p. I-983; Giardino, *La disciplina della pubblicità ex art. 2497 bis c.c.*, Le Società, 2004, n. 9, p. 1080; Toscano, *Sulla fallibilità del socio occulto e della società occulta nel reparto tra l'art. 2497, comma 2, c.c. e l'art. 147 legge fall.*, Rivista del Notariato, 2002, n. 3, p. 793.

In particolare, se si dovesse reputare lecito un simile richiamo analogico, potrebbe assumere rilevanza nella determinazione dei criteri di condotta degli amministratori nei confronti degli azionisti correlati il riferimento alla tutela della redditività e del valore della partecipazione sociale (individuato come bene protetto dall'art. 2497 c.c.) come limite per la discrezionalità nella gestione e, nella valutazione dei rapporti tra società e settori, potrebbe risultare funzionale l'adozione di un approccio mutuato dalla teoria dei vantaggi compensativi accolta dalla norma sulla direzione e controllo. In quest'ottica, l'art. 2497 c.c. dovrebbe essere considerato espressione di un più generale principio dell'ordinamento ovvero che, quando l'attività di amministrazione societaria viene ad essere esercitata in presenza di una struttura organizzativa divisa per unità produttive (indipendentemente dalle dimensioni e dall'autonomia di queste ultime) e quindi in presenza di una pluralità di interessi confliggenti da tutelare, il limite alla discrezionalità degli amministratori nella gestione deve essere individuato nella necessità di non arrecare pregiudizio al valore ed alla redditività della partecipazione sociale, alla luce di una valutazione dell'operato degli amministratori in cui non vi è responsabilità quando il danno risulta mancante alla luce del risultato complessivo dell'attività ovvero integralmente eliminato anche a seguito di operazioni a ciò dirette.

Questi principi dunque potrebbero trovare applicazione anche in ipotesi differenti da quella per cui sono stati posti (ovvero l'attività di direzione e coordinamento di diverse società) e, benché sorti per tutelare gli interessi delle società controllate all'interno di un gruppo e dei loro azionisti, si renderebbero strumento per la tutela degli azionisti correlati e per l'interesse delle divisioni di una società come principi di corretta gestione divisionale applicabili anche al di fuori della specifica disciplina dei gruppi. È opportuno tuttavia sottolineare nuovamente che i richiami operati sottendono una visione per cui la disciplina di cui agli artt. 2497 c.c. e seguenti non costituisce solo la disciplina specifica da applicare nelle ipotesi di attività di direzione e coordinamento (così come individuata sulla base delle presunzioni *iuris tantum* di cui all'art. 2497–*sexies* c.c.) ma la disciplina del "tipo" della struttura societaria divisionale, prescindendo dalle dimensioni e dai gradi di autonomia che la divisione presenta nel caso concreto; questa osservazione esclude quindi la possibilità di richiamare in toto la disciplina in questione dal momento che le analogie ammissibili non possono sostenere nulla di più di un'applicazione limitata ai principi generali (e non il completo richiamo delle norme sull'attività di direzione e coordinamento). È innegabile, infatti, che la disciplina della direzione e coordinamento di società presuppone l'autonomia, almeno formale, dello scopo sociale e

dell'attività sociale delle unità produttive oltre alla loro personalità giuridica ed (a volte) anche alla presenza di un distinto organo di amministrazione.

Fallimento delle azioni correlate?

Esaminando il mercato dei capitali e societario italiano, è agevole rilevare come le azioni correlate non hanno ancora incontrato un grande successo nel nostro ordinamento: a ciò non hanno certo giovato le critiche della dottrina che hanno accompagnato l'istituto sin prima della sua nascita³⁵ e anche successivamente alla creazione della categoria.

Fra i principali inconvenienti legati all'emissione di *tracking stock*, la miglior dottrina per Portale ha annoverato: 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. Si è evidenziato, ancora, come nel caso delle azioni correlate, qualsiasi incremento di valore patrimoniale del settore, che non venga tradotto in utile distribuibile va perso per il socio di "settore", che dovrà individuarlo con gli altri soci³⁶: il pericolo evidenziato da tale dottrina 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 di "settore", la società potrebbe scegliere di destinare quei fondi ad altro settore, in quanto non vi è vincolo di destinazione, perché unico rimane il patrimonio sociale; ed anche in sede di liquidazione l'azionista di settore non può avanzare alcuna pretesa particolare sui beni del segmento stesso³⁷. Tuttavia, ad avviso di chi scrive, le azioni correlate presentano indubbi vantaggi e la loro potenzialità non è ancora stata pienamente sfruttata. L'emissione di *tracking stocks* presenta qualche similitudine con altri metodi di diversificazione quali lo scorporo o *spin-off*, la creazione di un patrimonio destinato ad uno specifico affare o, ancora, l'associazione in partecipazione. In tutte queste strutture, agli azionisti della società scissa, ai titolari di strumenti finanziari rappresentativi dello specifico affare e

³⁵ Ante riforma del diritto societario, infatti, già si evidenziava come: "Perché le *tracking stock* previste dall'art. 2350, secondo comma, possano diffondersi, come insegna la prassi internazionale, sarebbe opportuno aggiungere nell'art. 2351 un comma che statuisca che "a ciascuna delle azioni emesse ai sensi dell'art. 2350, secondo comma, può essere attribuita una frazione di voto, anche variabile nel tempo secondo i criteri previsti dall'atto costitutivo", Audizione di Luca Enriques dinanzi alle Commissioni Giustizia e Finanze riunite in tema di Riforma del diritto societario – Camera dei Deputati, 27 novembre 2002.

³⁶ Così Mignone, cit.

³⁷ Così Mignone, cit., pag. 616.

all'associato che partecipa ad un contratto di associazione in partecipazione spetta una parte degli utili prodotti dallo specifico affare o settore. Tuttavia, a differenza dell'operazione 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 ed ad usufruire delle sinergie o degli effetti di diversificazione che esse comportano. Diversamente da quanto accade nel patrimonio destinato, che non può essere costituito per un valore complessivamente superiore al dieci per cento del patrimonio netto della società, l'emissione di azioni correlate non riscontra alcun limite quantitativo. Infine, rispetto all'associazione in partecipazione, i titolari delle azioni correlate possono interferire nella gestione della società³⁸, ad esempio tramite il diritto di nomina di uno o più amministratori a loro riservato. Inoltre, a differenza dei meccanismi contrattuali come l'associazione in partecipazione, che produce i suoi effetti solo tra i contraenti, in caso di emissione di azioni correlate, i meccanismi di condivisione agli utili, recesso, partecipazione alle perdite ed eventuali conseguenze in caso di inadempimento agli obblighi previsti a carico dei titolari di azioni correlate, possono essere previsti statutariamente e, pertanto, producono i loro effetti *erga omnes*.

Tuttavia, sulla falsariga di quanto avviene negli organismi di investimento collettivo e, in particolare, nelle SICAV multicomparto, le emissioni di azioni correlate finora note nell'ordinamento italiano riguardano soprattutto le c.d. *investment companies*, ovvero le *holding* di partecipazioni iscritte all'elenco generale e/o speciale ai sensi degli artt. 106 e 107 del Decreto Legislativo 1° settembre 1993, n. 385 (Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia), per le quali esiste un regime specifico qualora le loro azioni vengano quotate.³⁹ La creazione di azioni correlate permette infatti agli investitori nelle *investment companies* di investire solo in un determinato tipo di attività della medesima, oppure consente ai primi investitori di escludere gli investitori successivi dagli utili generati sugli investimenti effettuati con il solo contributo dei primi. È altresì possibile, come si evince da un recente esempio di *investment company* quotata⁴⁰, distinguere il privilegio nella distribuzione dei dividendi derivanti da una linea di business, dalla spettanza agli utili derivanti dalle attività residue della

³⁸ a differenza di quanto accade per l'associato ad un contratto di associazione in partecipazione, il quale, a norma dell'art. 2552 c.c., è escluso dalla gestione dell'impresa.

³⁹ Si vedano, tra gli altri, gli Articoli 2.2.32, 2.2.33, 2.2.34 del Capo 11 – Azioni di *Investment Companies*, del Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

⁴⁰ Si veda lo statuto di Cape LIVE S.p.A., con sede a Milano, che prevede l'utilizzo di azioni correlate per distinguere la misura del c.d. *carried interest* dovuto agli azionisti-promotori sulla linea di business "investimenti diretti", che necessitano una gestione "attiva" in fase di monitoraggio, gestione dell'investimento e assistenza al disinvestimento, dalla spettanza agli utili sugli investimenti c.d. "indiretti", in altri organismi di investimento o fondi dei fondi, la cui gestione spetta principalmente al gestore dell'organismo.

società. La creazione di "comparti" separati in tutte queste strutture risponde all'esigenza economica e manageriale di riunire più portafogli di investimenti, con profili di rischi non uniformi e finanziati da diverse categorie di investitori in diversi momenti, sotto un'unica gestione unitaria, con notevoli risparmi di costi⁴¹.

⁴¹ 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.