

GIURISPRUDENZA COMMERCIALE

35.2 Marzo-Aprile 2008

Pubblicazione bimestrale

ISSN 0390-2269

Poste Italiane s.p.a. - Spediziona in a.p. - D.L. 353/2003
conv. in l. 27/02/2004 n° 46) art. 1, comma 1, DCB (MARESE)

Di particolare interesse in questo numero:

Gli organi del fallimento dopo la riforma

Il potere cautelare dell'Autorità Garante

Transazione fiscale e concordato preventivo

**Le regole di condotta nella prestazione dei servizi
finanziari**

GIUFFRÈ EDITORE

SOMMARIO

PARTE PRIMA

DOTTRINA

<i>Note sugli organi del fallimento dopo le riforme</i> , di Edoardo F. Ricci	181
<i>Compensazione e deterrenza nel risarcimento del danno da lesione di diritti di proprietà intellettuale</i> , di Vincenzo Di Cataldo	198
<i>La trasparenza nei servizi bancari d'investimento</i> , di Vincenzo Calandra Buonauro	220
<i>Legiferare per "illusione ottica"? OPA e reciprocità "italiana"</i> , di Marco Lamandini	240
<i>Il potere cautelare dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato</i> , di Gianluca Faella	244
<i>Dalla sollecitazione all'investimento all'offerta al pubblico di prodotti finanziari</i> , di Ferdinando Bruno e Andrea Rozzi	276
<i>Transazione fiscale e concordato preventivo tra lacune normative e principi del concorso</i> , di Luca Mandrioli	296
<i>Le azioni di sviluppo</i> , di Marco Palmieri	325

PARTE SECONDA

RASSEGNA DI GIURISPRUDENZA

<i>Società a responsabilità limitata</i> , di Gabriele Racugno ed Elisabetta Loffredo	241
---	-----

COMMENTI

<i>Il caso Glaxo: la fine del commercio parallelo di farmaci in Europa?</i> , di Claudia Desogus	297
<i>Fondazioni (ex) bancarie e fondazioni (ancora) bancarie alla luce della sentenza della Corte Costituzionale n. 438/07</i> , di Enrico Leonardo Camilli	325

III

Le azioni di sviluppo

SOMMARIO: 1. Introduzione. — 2. La struttura della proposta. — 3. I punti interrogativi della proposta: a) le strategie di sottoscrizione. — 4. b) le condizioni di conversione. — 5. c) il voto limitato. — 6. d) la nozione di controllo ai fini dell'o.p.a. — 7. Conclusioni.

1. *Introduzione.* — Nel quadro degli interventi attuati dalla riforma societaria pochi ormai sembrano essere i confini normativi posti alla configurazione del contenuto partecipativo delle azioni. Gli ultimi capisaldi alla libertà contrattuale — immutati rispetto alla precedente disciplina — si rinvencono infatti unicamente nel divieto alla emissione di titoli a voto plurimo ⁽¹⁾, nei limiti gravanti sul capitale sociale dettati dagli artt. 2346³ e 2351² c.c. ⁽²⁾, oltre che nel divieto al patto leonino *ex art.* 2265 c.c. ⁽³⁾.

All'interno della vasta area d'autonomia così lasciata dal legislatore risiedono molteplici gradazioni del concetto di socio di s.p.a.; tuttavia nei primi tre anni di vigenza della riforma societaria non si è potuto registrare nella prassi alcun tentativo significativo di dare concretezza ai nuovi possibili isotopi azionari.

La fine di questo stallo sembra andarsi finalmente delineando per iniziativa congiunta di Assolombarda e Borsa Italiana S.p.a. ⁽⁴⁾. L'obiettivo della proposta — oggetto della presente analisi — è fornire alle s.p.a. caratterizzate da un modesto ammontare azionario uno strumento di accrescimento del capitale sociale che lasci inalterato l'assetto del controllo a favore della maggioranza originaria, ma che al contempo permetta una contendibilità della direzione della persona giuridica qualora l'amministrazione non raggiunga gli obiettivi fissati al momento dell'emissione dei nuovi titoli entro un determinato lasso di tempo.

⁽¹⁾ Seppur moderato dalla possibilità del c.d. voto scalare su determinati argomenti per le s.p.a. "chiuse" *ex art.* 2351³ c.c.

⁽²⁾ Cfr. LENER-TUCCI, *La nuova disciplina delle OPA e i poteri della Consob*, in *Società*, 2004, V, 551 s.; ANNUNZIATA, *Nuovo diritto societario e modifiche alla disciplina dell'OPA obbligatoria*, in *Società*, 2004, VII, 797 ss.

⁽³⁾ Il cui principio è alla base degli artt. 2348² e 2350¹ c.c.

⁽⁴⁾ Affiancate da Mediobanca S.p.a. e dallo Studio Legale Erede, Bonelli e Pappalardo. La prima presentazione al mercato è avvenuta presso la sede di Assolombarda il 14 marzo 2007, a cui è seguita una rielaborazione illustrata al Convegno nazionale AIDAF 2007, Venezia, 9 novembre 2007. Un precedente studio era stato discusso al Convegno nazionale AIDAF, Roma, 27-28 ottobre 2006.

Il motivo del progetto di questa nuova categoria azionaria si rinviene nell'analisi delle peculiarità del mercato societario nazionale, ovvero, sostanzialmente:

a) la presenza di numerose società non quotate a medio-bassa capitalizzazione ⁽⁵⁾;

b) una *corporate governance* diffusamente improntata sul controllo familiare, con conseguente difficoltà di accesso al mercato finanziario;

c) l'esistenza dei connessi limiti dimensionali, che si riflettono nell'assenza di investimenti in ricerca e sviluppo, di crescita internazionale, di visibilità sul mercato, ecc. ⁽⁶⁾.

Il limite all'evoluzione delle s.p.a. "chiuse" sopra descritte a compagnie quotate, o quantomeno aperte agli investitori di *private equity*, è ravvisabile nella contrapposizione di due interessi divergenti. Da un lato l'aumento del capitale e la conseguente diluizione della maggioranza vengono visti negativamente dal socio di controllo ⁽⁷⁾, il quale vi scorge il pericolo di una più intensa ingerenza da parte degli altri soci o, peggio, la certezza di una perdita del proprio potere decisionale nella gestione aziendale ⁽⁸⁾; dall'altro i potenziali investitori non nutrono normalmente alcun interesse ad acquisire partecipazioni in società di cui non possa essere contesa la direzione, soprattutto qualora sia forte il rischio che la conduzione effettuata dal socio-imprenditore possa non dare i risultati sperati ⁽⁹⁾.

Lo scopo delle nuove « azioni sviluppo » dovrebbe essere quello di costituire un *trait d'union* fra queste contrarie esigenze, favorendo appieno la sinergia fra soci investitori e soci industriali.

2. *La struttura della proposta.* — Come accennato, una peculiarità negativa delle s.p.a. italiane risiede nella scarsa capitalizzazione e nel conseguente peso dei mezzi esterni di finanziamento, *in primis* dei prestiti bancari. Confrontando la realtà interna con il panorama europeo appare

⁽⁵⁾ Lo studio calcola in circa 2.000 le s.p.a. dotate delle dimensioni ideali per l'emissione delle nuove azioni.

⁽⁶⁾ Sul legame fra la complessità dell'attività economica e l'articolazione delle forme di finanziamento, cfr. ZARA-FELTRINELLI, *PMI, rapporti con i finanziatori e complessità di impresa*, in *Banca, impr., soc.*, 2006, II, 297 ss.

⁽⁷⁾ Sia esso inteso quale un singolo imprenditore o, più spesso, quale gruppo familiare.

⁽⁸⁾ « L'obiettivo [...] di indirizzare i progetti imprenditoriali "più in alto" verso le forme societarie più evolute che facilitino l'accesso ai finanziamenti esterni ma che si rivelino nel contempo meno "costose" in termini di vincoli operativi e di oneri organizzativi » è sottolineato da VELLA, *Diritto societario e modelli di sviluppo delle PMI*, in ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Verso un nuovo diritto societario*, a cura di Benazzo-Ghezzi-Patriarca, Bologna, Il Mulino, 2002, 17. Sul punto cfr. i significativi dati ricavabili dallo studio FONDAZIONE NORD EST, *Il rapporto banca-impresa*, Quaderno n. 57, 6 giugno 2007: su un campione di 113 imprese del Triveneto con più di cinquanta addetti solo il 3% circa degli imprenditori si dichiara disposto a quotare sul mercato più della metà del capitale, mentre una cessione inferiore suscita l'interesse solo del 28% del campione.

⁽⁹⁾ Cfr. VELLA, (nt. 8), 24 s.

evidente che, benché le differenze non siano sempre così marcate ⁽¹⁰⁾, non si possa non concludere che, nell'ottica degli accordi di Basilea II, un rafforzamento del capitale ⁽¹¹⁾ si tradurrà in un concreto vantaggio per numerose società nazionali al momento dell'erogazione o del rinnovo del credito ⁽¹²⁾.

Il tentativo di fornire strumenti finanziari in grado di aumentare la consistenza del capitale senza porre in discussione il ruolo di comando del socio di riferimento ha però trovato nel passato un contenuto riscontro pratico ⁽¹³⁾. Prendendo a riferimento le azioni di risparmio non convertibili sembra scontato rilevare come la loro caratteristica esclusione dalla partecipazione all'amministrazione e la conseguente emarginazione dall'area delle o.p.a. abbiano relegato le stesse al ruolo di strumenti secondari, utili solamente ove il controllo della società non possa essere posto in discussione perché in mano ad una maggioranza stabile ⁽¹⁴⁾.

Come noto questa tipologia di azioni, pur privilegiata nella corresponsione dei dividendi, ha sempre scontato l'assenza del beneficio degli incrementi di valore nascenti da un cambio di controllo della società, perdendo sostanzialmente appetibilità agli occhi degli investitori ancorché naturalmente esclusi dalla partecipazione amministrativa come i piccoli risparmiatori ⁽¹⁵⁾.

Guardando anche all'esperienza di questa categoria azionaria, lo studio condotto da Assolombarda e Borsa Italiana S.p.a. ritaglia un nuovo duttile strumento ⁽¹⁶⁾ — non relegato alle sole società quotate — che sembra voler superare tali criticità.

⁽¹⁰⁾ Il peso del capitale si attesta a circa il 30,7% del passivo delle s.p.a. italiane di media capitalizzazione, mentre per le società spagnole esso rappresenta in media il 47,6%, per le francesi il 40,4% ed il 45,2% per le tedesche. I dati sono ripresi dalla brochure introduttiva al nuovo Mercato Alternativo del Capitale (M.A.C.), sistema di scambi organizzato recentemente elaborato avendo a riferimento l'*Alternative Investment Market*, gestito dal *London Stock Exchange*. Per una visione del regolamento di questo nuovo s.s.o., v. il sito internet www.mercatoalternativocapitale.it.

⁽¹¹⁾ Per evidenze statistiche sul punto, tratte da un campione di più di quattromila aziende, v. SALOTTI, *La struttura finanziaria delle piccole e medie imprese italiane e il rapporto con le banche: il triennio 1998-2000*, in *Banca, impr., soc.*, 2007, I, 126 e 129.

⁽¹²⁾ Cfr. BENTIVOGLI-COCOZZA-FOGLIA-IANNOTTI, *Basilea II e i rapporti banca-impresa: un'indagine sul cambiamento*, in *Banca, impr., soc.*, 2007, I, 95 ss.

⁽¹³⁾ Cfr. i dati riportati da ZARA-FELTRINELLI, (nt. 6), 293 ss. Il campione esaminato dagli aa. (composto da 1.829 imprese) è formato per il 63,1% da strutture caratterizzate da un capitale "chiuso", da un razionamento del credito bancario e da un rapporto con i finanziatori di tipo arretrato e marginale; fra di esse la maggior parte opera prevalentemente nei settori di produzione tradizionali (50,3%) o specializzati (25,1%), con un capitale normalmente inferiore ai 50 milioni di euro (91,4%).

⁽¹⁴⁾ A conferma si veda il recente interesse dei fondi speculativi all'acquisizione delle azioni di risparmio di Telecom Italia S.p.a., dopo il passaggio del pacchetto di controllo avvenuto a favore della neo-società Telco s.p.a. Sul punto v. OLIVIERI, *Gli hedge giocano sui titoli TI*, in *Il sole 24 ore*, 3 maggio 2007, 2.

⁽¹⁵⁾ Cfr. GATTI, *Appunti sulla nozione di partecipazione rilevante per i presupposti e per l'oggetto dell'o.p.a. successiva alla luce della riforma del t.u.f.*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2005, II, 175.

⁽¹⁶⁾ Forse in parte mutuandolo dalla esperienza delle *preference shares* inglesi, delle

Il compromesso suggerito è dato dalla creazione di azioni privilegiate nella distribuzione dei dividendi ⁽¹⁷⁾, al pari delle azioni di risparmio, munite tuttavia, a differenza di queste ultime, di:

a) un diritto di voto limitato che le possa riportare nell'area dell'o.p.a. obbligatoria (prendendo ancora a riferimento la disciplina contenuta nei previgenti artt. 105 ss. t.u.f., il progetto originario indicava un voto limitato alla revoca degli amministratori), nonché dotate di

b) un diritto ad essere convertite entro un dato termine in azioni a voto pieno a fronte del realizzarsi di determinate condizioni — economiche e di mantenimento degli assetti proprietari — fissate al momento dell'emissione, previo eventuale accordo con i futuri azionisti che sosterranno la capitalizzazione.

Nell'ottica dei proponenti quest'ultima previsione appare efficace non solo ad assicurare un effettivo impegno del socio imprenditore nella gestione dell'impresa sociale, ma anche a garantire ai detentori delle nuove azioni — emesse da s.p.a. quotate o "chiuse" — il beneficio di un meccanismo che li tuteli da un cambio della maggioranza che non li veda coinvolti ⁽¹⁸⁾.

Conservando i preesistenti assetti di controllo a mezzo di una compressione del diritto di voto, le azioni sviluppo appaiono allo stesso tempo uno strumento utile al socio industriale per realizzare un incremento del capitale sociale entro il limite d'emissione fissato dall'art. 2351² c.c. e nel rispetto della considerazione che per poter pienamente amministrare la società potrà risultare sufficiente detenere la maggioranza numerica delle azioni a voto pieno ⁽¹⁹⁾.

convertible preferred shares statunitensi e delle nuove *actions de préférence* francesi. Per una analisi di questi strumenti cfr. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo delle società di capitali*, Bologna, Il Mulino, 2001, 35 ss.

⁽¹⁷⁾ Nulla sembra comunque escludere che il privilegio possa avere ad oggetto anche l'eventuale residuo attivo successivo alla liquidazione.

⁽¹⁸⁾ L'idea di « meccanismi di "riespansione" dei diritti corporativi, in origine limitati, per l'ipotesi che il privilegio patrimoniale non sia soddisfatto per un dato numero di esercizi consecutivi » è chiaramente enucleata da ABRIANI, *Struttura finanziaria delle società di capitali nel progetto Mirone*, in ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Verso un nuovo diritto societario*, a cura di Benazzo-Chezzi-Patriarca, Bologna, Il Mulino, 2002, 293.

⁽¹⁹⁾ Naturale tracciare un parallelo con l'esperienza del *venture capital* statunitense ove « preferred convertible stock is the most common used security »: così KAPLAN-STROMBERG, *Financial contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts*, Center for research in security prices working paper n. 513, University of Chicago, reperibile al sito internet www.ssrn.com, 6 ss. Gli aa. propongono un'indagine su un campione di 200 finanziamenti effettuati fra il 1989 ed il 1997 da 14 società finanziarie a favore di 114 imprese. Nella ampia libertà contrattuale permessa nella allocazione dei « cash flow rights, voting rights, board rights, liquidation rights, and other control rights » l'analisi condotta sottolinea come normalmente « these rights are allocated such that if the company performs poorly, the VCs [i.e. venture capitalists] obtain full control. As company performance improves, the entrepreneur retains / obtains more control rights. If the company performs very well, the VCs retain their cash flow rights, but relinquish most of their control and liquidation rights ».

328/I

Sulla base di queste premesse si può ipotizzare, in termini pratici, che un singolo imprenditore — socio unico di una s.p.a. — o più frequentemente i partecipi di una compagine “familiare”⁽²⁰⁾, potranno deliberare un aumento reale in azioni ordinarie pari al capitale detenuto dal singolo socio, o dal *clan*, detratto ovviamente un titolo che permetterà di mantenere la matematica preponderanza decisionale; i nuovi titoli potranno quindi essere offerti in sottoscrizione al mercato.

Duplicato il capitale esistente si potrà quindi procedere alla successiva emissione dei nuovi strumenti a voto limitato fino ad un ammontare eguale al numero di azioni ordinarie. *In limine litis* questo processo potrà portare alla quadruplicazione del capitale sociale senza che gli assetti proprietari ne risultino sconvolti: decidendo di sommare le due operazioni e di realizzarle sfruttando appieno la soglia d'emissione posta dall'art. 2351² c.c. e quella implicita legata alla conservazione del controllo decisionale, il socio potrebbe in questo modo riuscire a governare la società con solo poco più del 25% del capitale complessivo⁽²¹⁾.

Come anticipato, rispetto alle azioni risparmio i nuovi strumenti si contraddistinguono per il diritto alla conversione in titoli ordinari qualora, entro un certo lasso di tempo dall'emissione, si avverino determinate condizioni, non solo economiche, connesse alla gestione dell'impresa. Essi inoltre non appaiono del tutto privi del diritto di voto: secondo la proposta elaborata nel vigore della precedente disciplina del t.u.f. era previsto che i soci potessero esprimersi solo sulla revoca, mentre ora appaiono ammessi unicamente al voto sulla responsabilità nel *management*, nonché sulla possibile adozione delle misure difensive in caso di o.p.a.

La previsione di una partecipazione amministrativa seppur minima punta ad attrarre i nuovi titoli nella nozione di controllo su cui si fonda la disciplina dell'o.p.a. obbligatoria, essendo il voto sulla revoca degli amministratori uno degli elementi su cui è (ancora) costruita la nozione di partecipazione qualificata ai sensi dell'art. 105² t.u.f.⁽²²⁾ e sul quale poggiava, prima degli interventi di riforma, anche l'obbligo d'acquisto contenuto nell'art. 106¹ t.u.f. previgente. La soluzione indicata dai proponenti — rispetto al potere di voto sulla nomina o sulla ormai scomparsa azione di responsabilità nei confronti degli amministratori — mirava a negare ai possessori delle azioni sviluppo quotate (se non entro taluni limiti in se-

⁽²⁰⁾ Evidenzia la particolarità del modello di controllo familiare quale amministrazione caratterizzata dalla quasi totale assenza di una divisione fra proprietà e *management*, VELLA, (nt. 8), 23.

⁽²¹⁾ Cfr. per una critica del « superamento di quella connessione tra potere di decidere in materia economica e rischio da tali decisioni derivante », ABRIANI, (nt. 18), 296. In senso critico una simile ipotesi di aumento di capitale era già stata descritta da GATTI, (nt. 15), 169 s.

⁽²²⁾ Per una lettura delle modifiche apportate dal d. lgs. 6 febbraio 2004, n. 37, rispetto alla formulazione originaria costruita sulla nozione di « azioni ordinarie », v. GATTI, (nt. 15), 165 s.; LENER-TUCCI, (nt. 2), 552.

guito esaminati) la possibilità di incidere stabilmente sull'amministrazione, pur garantendoli da un mancato coinvolgimento nei cambi del controllo della società. Tuttavia a fronte delle riforme introdotte a seguito del recepimento della Direttiva 2004/25/CE⁽²³⁾, ed in particolare della modifica dell'oggetto dell'o.p.a. obbligatoria ora comprendente ogni azione negoziata sui mercati regolamentati dotata di un qualsivoglia diritto di voto, la previsione del potere di *voice* sulla revoca, quanto sulla responsabilità degli amministratori, appare non più necessaria, ma anzi — come si dirà nel par. 5 — rischiosa per il mantenimento dell'equilibrio degli assetti amministrativi.

Date queste premesse potrebbe essere quindi soprattutto la previsione di una convertibilità delle azioni sviluppo in titoli a voto pieno a rendere i nuovi strumenti davvero interessanti agli occhi degli investitori, *in primis* per i soggetti operanti nel campo del *private equity*. La possibile trasformazione dei titoli, siano essi quotati o meno⁽²⁴⁾, permetterebbe infatti ai possessori degli stessi di ambire alla direzione dell'impresa qualora venisse meno la fiducia nella capacità della maggioranza di portare a compimento il percorso di sviluppo aziendale concordato. Nel progetto avanzato tale facoltà è ancorata a due ordini di condizioni, entrambe esposte ad un termine estintivo: il mancato raggiungimento di determinati *target* economici⁽²⁵⁾ e la cessione (onerosa) del pacchetto azionario di controllo che non rientri nell'ambito dell'o.p.a. obbligatoria.

Per comprendere lo scopo dell'ultima ipotesi è sufficiente richiamare l'esempio operativo riportato in precedenza: se all'aumento ed alla cessione del capitale ordinario sui mercati regolamentati seguisse l'emissione dei nuovi titoli entro il limite fissato dall'art. 2351² c.c., l'azionista (o il gruppo di soci) di riferimento potrebbe(ro) mantenere il controllo della società con solo un quarto del capitale complessivo, ovvero con una partecipazione non rilevante per l'art. 105² t.u.f. Riconoscendo invece il diritto ai detentori di azioni sviluppo di poter mutare i titoli in azioni a voto

⁽²³⁾ Operata dal d. lgs. 19 novembre 2007, n. 229.

⁽²⁴⁾ Pare interessante notare che anche al di fuori dei mercati regolamentati (come ad es. all'interno del M.A.C., v. *supra* nt. 10), si stia sviluppando l'idea di introdurre un'o.p.a. obbligatoria « endosocietaria », ovvero resa cogente sulla base di una previsione contrattuale. Un primo caso concreto è fornito dalla Bioxell S.p.a., società italiana quotata sulla borsa elvetica, esclusa, in quanto estera, dalla similare disciplina elvetica. Sul punto cfr. OLIVIERI, *Il Mac si prepara all'Opa « fai da te »*, in *Il sole 24 ore*, 17 giugno 2007, 27. Sulla scelta legislativa di escludere dalla disciplina dell'o.p.a. le società italiane quotate sui mercati esteri, v. COSTI-ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, a cura di Cortino, Padova, CEDAM, 2004, VIII, 125.

⁽²⁵⁾ *Target* che probabilmente potranno essere numerosi ed estremamente articolati ove l'emissione di azioni sviluppo sia prodromica allo sviluppo di una specifica attività d'impresa: v. *infra* par. 4. Simile previsione si ritrova nell'art. 228-21 del *Code de commerce* francese a favore delle *actions de préférence*. Sulla libertà di conversione fra i vari tipi di azione, non confinata al solo caso disciplinato dall'art. 2350² c.c., v. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. Soc.*, 2003, VI, 1306 *

pieno a seguito di un cambio di controllo conseguente ad una cessione onerosa (se non *mortis causa* ⁽²⁶⁾ o, più ragionevolmente, per donazione) ⁽²⁷⁾, sembra al contrario riuscire ad assicurare una effettiva contendibilità del controllo della società, anche qualora le azioni non risultino quotate sui mercati regolamentati.

Al pari della condizione legata al mancato raggiungimento di una redditività minima, tale meccanismo potrebbe rappresentare per gli investitori un incentivo decisivo alla sottoscrizione dei nuovi strumenti: a fronte della perdita del rapporto di affidamento su cui si fonda la speculazione finanziaria essi potrebbero in questo modo assumere la direzione dell'impresa ⁽²⁸⁾ o, quantomeno, potrebbero contare su un interesse all'acquisto delle quote da parte di quei soggetti che ambissero ad acquisire il controllo della società rilevando la scommessa industriale a cui è legata la trasformazione dei titoli in azioni a voto pieno.

Occorre infine considerare che anche qualora la conversione non si realizzasse e non si attuasse alcun cambio di controllo, i soci sviluppo otterrebbero il beneficio di un privilegio nella distribuzione dei dividendi rispetto alle azioni ordinarie senza sostenere l'onere di una amministrazione attiva, almeno fino a quando — si vedrà meglio nel paragrafo conclusivo — il socio risulterà vincolato dalla condizione del raggiungimento dei *target* economici prefissati ⁽²⁹⁾.

3. *I punti interrogativi della proposta: a) le strategie di sottoscrizione.* — Come per ogni nuovo progetto, un tentativo di lettura che pre-

⁽²⁶⁾ Nel progetto avanzato tale ipotesi sembra essere esclusa; tuttavia non si può ignorare un possibile interesse dei soci sviluppo all'adozione della stessa, stante la centrale importanza delle qualità personali del soggetto posto al comando dell'impresa. Qualora la prassi recepisce queste istanze, la condizione dovrebbe essere evidentemente legata ad un termine inferiore alla aspettativa di vita del socio di riferimento per non scontare la certezza di un cambiamento di controllo; non dovrebbe comunque trovare applicazione l'art. 2355-bis¹ c.c., poiché la norma si lega al concetto di condizioni al trasferimento della partecipazione, mentre in questa ipotesi contrattuale la condizione si unirebbe alla convertibilità dei titoli.

⁽²⁷⁾ Per evitare di incappare nella nullità della condizione meramente potestativa, si potrebbe immaginare di legare l'avveramento della condizione al mancato gradimento degli azionisti di sviluppo *ex art. 2355-bis¹ c.c.* Se il beneficiario fosse in viso agli altri soci, questi ultimi potrebbero ottenere la conversione delle proprie azioni ed il diritto all'acquisto del capitale residuo o, in alternativa, alla liquidazione della quota del socio non gradito.

⁽²⁸⁾ Tenendo presente che, al pari dei *venture capitalists* statunitensi, i soci sviluppo « will want to take the control of the assets and replace E[ntrepreneur] on a moderate downside scenario — the portfolio company still has prospects but E[ntrepreneur] does not appear to be equipped to realize them »: così BRATTON, *Venture capital on the downside: preferred stock and corporate control*, in *Mich. Law Rev.*, 2002, III, 902.

⁽²⁹⁾ In questo modo verrebbero contenuti i costi nascenti dall'« agency relationship » fra azionista di riferimento e soci sviluppo. Sui noti *agency costs* sostenuti della minoranza azionaria e sull'incidenza economica dei « monitoring costs » e delle « bonding expenditures » v. JENSEN-MECKLING, *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, IV, 305 ss., nella versione pubblicata sul sito internet www.ssm.com, 10 ss.

ceda una concreta adozione delle nuove azioni può sembrare una pretenziosa critica aprioristica. Tuttavia alcuni elementi del progetto avanzato da Assolombarda e Borsa Italiana S.p.a. — complici anche i cambiamenti della disciplina legislativa intervenuti nel frattempo — sembrano sollevare alcune questioni che in questa sede si vogliono porre in evidenza nella speranza che le stesse si rivelino prive di significato o che, quantomeno, possano trovare nella prassi una facile soluzione.

Un primo elemento di indagine è contenuto nella valutazione delle dinamiche di sottoscrizione legate alla emissione delle azioni sviluppo ed all'eventuale precedente incremento del numero dei titoli a voto pieno. Risulta evidente che per avere successo una simile operazione di aumento del capitale debba rendere possibile una futura contendibilità della società: i possessori dei nuovi strumenti dovrebbero, ovvero, poter contare sulla formazione di una propria maggioranza nell'ipotesi che il socio di riferimento non ottemperi alle condizioni previste prima dello scadere del termine, innescando una conversione dei titoli in azioni a voto pieno.

Per ottenere questo risultato la quota di capitale detenuta dal socio di riferimento dovrà pertanto risultare inferiore alla somma delle azioni sviluppo e delle restanti azioni ordinarie, pena la perdita dell'interesse dei potenziali sottoscrittori di azioni di sviluppo ad acquisire i titoli di nuova emissione (se non per assicurarsi unicamente un privilegio nella distribuzione dei dividendi) ⁽³⁰⁾.

Allo stesso modo la precedente sottoscrizione delle azioni ordinarie offerte potrebbe ottenere un limitato riscontro da parte del mercato — *rectius* di quella frazione che ambisse alla direzione della società — se non vi fosse una preventiva "garanzia" del socio originario circa l'effettivo svolgimento della successiva emissione delle azioni sviluppo: la necessaria consequenzialità fra le operazioni (*ex art. 2351² c.c.*), in altri termini, potrebbe rappresentare un problema laddove vi fosse il rischio di un rifiuto del socio a compiere il secondo aumento di capitale, che precludesse la formazione di una differente maggioranza.

Per ottenere una piena rassicurazione i sottoscrittori delle azioni ordinarie dovranno pretendere un impegno formale del socio (o del gruppo di azionisti) di maggioranza a votare la successiva emissione delle azioni di sviluppo ed a rinunciare all'esercizio, anche parziale, del diritto d'opzione per il primo quanto per il secondo incremento di capitale ⁽³¹⁾. Occorre però notare che per essere veramente efficace la soluzione dovrebbe prendere in considerazione anche le ipotesi di una sottoscrizione attuata da

⁽³⁰⁾ Od anche un privilegio in fase di liquidazione dell'attivo, ove fosse riconosciuto anche tale diritto, che la proposta tuttavia non contempla.

⁽³¹⁾ O, almeno, confinando l'esercizio di tale diritto ad una quota di azioni che non permetta al socio di riferimento di mantenere la maggioranza al momento di conversione delle azioni sviluppo.

persone vicine al socio di riferimento o da suoi meri prestanome. L'unico meccanismo per giungere a tale risultato potrebbe essere quello di far stipulare al socio originario ed ai futuri soci sviluppo — assieme all'eventuale piano industriale a cui collegare le condizioni di conversione dei titoli — un patto parasociale che abbia ad oggetto le operazioni descritte e che impegni gli ultimi alla totale sottoscrizione delle nuove azioni.

Un simile vincolo contrattuale sembra limitare un accesso delle azioni sviluppo al mercato borsistico, quantomeno nell'ipotesi di una quotazione contestuale all'aumento nel capitale⁽³²⁾. Uno scenario differente potrebbe concretizzarsi ove fosse già presente una minoranza indipendente dal socio o dal gruppo di azionisti di riferimento, poiché in questo modo l'emissione — non scindibile⁽³³⁾ — di azioni sviluppo potrebbe contare sulla presenza di una soglia potenzialmente utile a formare una successiva differente maggioranza in caso di conversione in titoli a voto pieno. Anche in questo caso si porrebbe il problema della rinuncia della maggioranza corrente all'esercizio del diritto di opzione sulle nuove azioni, tuttavia esso potrebbe essere facilmente aggirato a mezzo di una delibera di aumento del capitale che contenesse la rinuncia (da parte del socio detentore della preponderanza numerica) al diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441⁵ c.c.: si potrebbe così delineare un possibile accesso ai mercati regolamentati, quantomeno in quelli ristretti⁽³⁴⁾.

Prescindendo da questa ipotesi — e da un uso dei titoli quale alternativa alle azioni di risparmio di cui si dirà a breve — appare evidente come i nuovi strumenti siano naturalmente indirizzati al pubblico del *private equity* dato il rapporto che si dovrebbe venire a comporre, almeno già dalla fase del collocamento, fra la compagine sociale originaria e gli investitori interessati allo sviluppo ed alla eventuale acquisizione del controllo della società. In un quadro caratterizzato da un ristretto numero di "giocatori" sembrano quindi possibili almeno due scenari rilevanti: semplificando si può infatti immaginare che le azioni sviluppo possano suscitare l'interesse di più investitori qualificati, oppure di un unico potenziale sottoscrittore (o di un gruppo coeso).

(32) È evidente che la quotazione successiva al *private placement* non creerebbe alcun problema. La soluzione sarebbe in linea con quanto normalmente avviene nel mercato del *venture capital* ove l'investitore realizza il proprio guadagno cedendo le proprie azioni convertite a mezzo di una *initial public offering*: cfr. BRATTON, (nt. 28), 898 s.

(33) L'importanza della previsione contenuta nell'art. 2439¹ c.c. è giustificata dal fatto che un aumento parziale potrebbe rendere non contendibile la società. Pertanto pare debba essere esclusa la deliberazione che preveda l'efficacia di una sottoscrizione limitata del capitale emesso qualora non vi fossero le condizioni per la formazione di una eventuale maggioranza alternativa. Se ciò non avvenisse, le azioni sviluppo perderebbero valore, decadendo al rango di mere azioni risparmio.

(34) Ovvero i mercati Expandi e MTAX. Quest'ultimo in particolare grazie ai vincoli temporanei alla cessione azionaria gravanti sui soci fondatori, amministratori e dirigenti (art. 2B.2.4 Regolamento di Borsa) potrebbe ben adattarsi alle condizioni di limitazione alla trasferibilità poste dalle azioni sviluppo.

Il primo caso appare potenzialmente il più favorevole al socio di riferimento: se i sottoscrittori — non legati da alcun patto — non cooperassero, rischierebbero di trovarsi nella condizione di assumere delle quote che, considerate singolarmente, potrebbero non garantire loro un futuro governo della società, soprattutto qualora alcuni titoli venissero acquistati — come detto — da soggetti vicini al socio di riferimento. L'ipotesi di un simile *private placement* è comunque poco probabile, perché si deve immaginare che un gruppo di investitori interessati ad acquisire il controllo della società sarà facilmente in grado di giungere ad accordi parasociali (*rectius* "pre-sociali") in vista della realizzazione del collocamento privato; inoltre, anche qualora ciò non avvenisse, un gruppo frammentato potrebbe sempre riunirsi in un successivo sindacato, soprattutto in occasione di una possibile conversione delle azioni, estromettendo il socio di riferimento dall'amministrazione. Tuttavia non si può escludere in quest'ultimo caso la formazione di alleanze alternative che ricomprendano la controparte industriale, quali rinnovi della fiducia da parte di taluni soci al nuovo azionista di minoranza, che si vedrebbe così garantita una seconda *chance* per mantenere o, quantomeno, per partecipare alla direzione della s.p.a.

A fronte di un interesse di molteplici investitori fra loro concorrenti lo scenario più probabile rimane comunque quello di una guerra al ribasso delle condizioni richieste dagli stessi per la sottoscrizione in blocco delle nuove azioni, a tutto vantaggio del socio originario che potrà sfruttare la propria forza contrattuale concedendo limitati privilegi economici od imponendo le condizioni di conversione in termini a sé favorevoli. Al fine di assicurarsi dei soci deboli⁽³⁵⁾, non interessati ad una partecipazione diretta alla gestione, l'azionista di riferimento potrebbe quindi decidere di aprire al mercato sperando in una — almeno parziale — dispersione dei titoli fra molteplici piccoli investitori. In apparenza simile ad una emissione di azioni risparmio data la corresponsione di remunerazione superiore a quella percepita dai soci ordinari, l'operazione potrebbe incontrare un maggior successo qualora gli investitori fossero in grado di apprezzare l'esistenza in capo al socio di riferimento di uno sprone alla

⁽³⁵⁾ Cfr. GILSON, *Understanding The Choice Between Public and Private Equity Financing of Public and Private Equity of Early Stage Companies: A Comment on Barry and Turki*, in *J. Small & Emerging Bus.*, 1998, II, 124 ss., ove si sottolinea — su base statistica — come il finanziamento effettuato da investitori privati ottenga una *performance* migliore rispetto ai sottoscrittori di strumenti offerti al mercato. La ragione di tale sperequazione si rinviene nei maggiori *agency costs* offerti dalla seconda soluzione e nella irrazionalità nelle scelte di investimento scontata da un pubblico di investitori non professionali: inutile nascondere che, data la scarsa preparazione media del risparmiatore italiano, quest'ultima condizione — per assurdo — potrebbe risultare un fattore determinante per la diffusione delle azioni sviluppo sul mercato nazionale. V. la critica sollevata sul punto da PACIELLO, *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva di riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I-II, 148.

buona gestione ⁽³⁶⁾ avente la forma della condizione di conversione al mancato raggiungimento dei *target* economici, oltre alla possibilità di beneficiare di aumenti di valore derivanti dalla applicabilità della disciplina dell'o.p.a. ai sensi del combinato reso dai nuovi artt. 101-bis² e 106¹ t.u.f.

Questa strategia si scontrerebbe tuttavia con l'interesse di quei potenziali sottoscrittori che ambissero al controllo della società: questi ultimi potrebbero perdere interesse alla acquisizione di quote rilevanti composte dai nuovi titoli (o dagli eventuali titoli ordinari emessi in precedenza) qualora, in vista di una conversione delle azioni sviluppo, si vedessero costretti a rastrellare le frazioni di capitale disperse al fine di comporre una propria maggioranza, potendosi ritrovare esposti — nei termini in seguito illustrati — al rischio ed al costo di una o.p.a. obbligatoria ⁽³⁷⁾. Questo dilemma potrebbe spingere l'investitore professionale a non impegnarsi, con la conseguenza che la assenza di uno o più *blockholders* potenzialmente interessati ad assumere il controllo della società andrebbe a deprimere il prezzo delle azioni sviluppo circolanti.

Una seconda ipotesi di *private placement*, sfavorevole al socio di riferimento, potrebbe invece delinearsi qualora solamente un unico soggetto o un insieme organizzato di investitori manifestasse un interesse alla sottoscrizione. In questo frangente — probabile soprattutto per le realtà imprenditoriali minori e, quindi, per il maggior numero delle imprese italiane — è evidente che il socio si potrebbe vedere costretto a considerare i vantaggi ed i rischi potenziali di un aumento di capitale attuato a mezzo dell'emissione dei nuovi strumenti: tale giudizio verterà probabilmente sul confronto fra il tenore e la durata delle clausole condizionali poste al diritto di conversione dei titoli ⁽³⁸⁾ e l'onerosità, non solo economica, degli alternativi canali di finanziamento.

4. *b) le condizioni di conversione.* — Come accennato alla fine del precedente paragrafo, un elemento di ulteriore approfondimento risiede nell'individuazione del contenuto delle condizioni statutarie che permettano una conversione dei titoli in strumenti a voto pieno.

⁽³⁶⁾ Pur limitato temporalmente alla durata della condizione di conversione. Venuto meno tale incentivo, il socio di riferimento potrebbe decidere di limitare od anche sospendere la distribuzione dei dividendi eliminando di fatto il privilegio economico. Per una visione della consolidata critica delle *preferred shares* avanzata sul punto dalla *corporate finance* statunitense, v. *infra* nt. 46. L'intervenuta assenza di poteri amministrativi potrebbe giustificare la preferenza degli investitori per le obbligazioni convertibili, data la sicurezza del pagamento di interessi periodici e la precedenza nella restituzione del capitale rispetto agli azionisti, ancorché privilegiati, oltre alla determinatezza temporale dell'investimento: sul punto cfr. BRATTON, (nt. 28), 915 s., e v. *infra* par. 7.

⁽³⁷⁾ Il recepimento della Direttiva 2004/25/CE espone infatti l'acquirente all'acquisto di tutti i titoli, purché quotati, dotati del diritto di voto in assemblea ordinaria o straordinaria.

⁽³⁸⁾ O, più brevemente, sulla stessa possibilità di successo del piano industriale concordato.

In particolare per quelle che legano tale facoltà al mancato raggiungimento di alcuni obiettivi economici sembra scontato prevedere, dato il privilegio nella assegnazione dei dividendi, che nella maggior parte dei casi esse prenderanno a riferimento il mantenimento di un livello minimo di utile. Una simile soluzione avrebbe il vantaggio di garantire un sicuro ritorno agli azionisti sviluppo⁽³⁹⁾, tuttavia non si può escludere l'adozione di condizioni economiche alternative o suppletive legate alla realizzazione dei piani industriali (quali, ad es., la produzione e la vendita di un quantitativo minimo di determinati prodotti, l'apertura di un nuovo stabilimento o l'accesso ad un nuovo mercato) che potrebbero meglio indirizzare l'iniziativa del socio di maggioranza, finalizzando l'investimento alla realizzazione di un percorso di crescita aziendale condiviso⁽⁴⁰⁾.

Connesse al problema della scelta dell'oggetto delle condizioni economiche si pongono le possibili difficoltà che potranno essere incontrate nella loro concreta strutturazione contrattuale. Se il *target* posto dal socio imprenditore risultasse di semplice raggiungimento⁽⁴¹⁾, è facile immaginare come i nuovi titoli potrebbero trovarsi a scontare uno scarso interesse da parte dei potenziali investitori che vedranno come improbabile una conversione degli strumenti in azioni a voto pieno. Al contrario, la fissazione di una *performance* di difficile realizzazione potrebbe destare un notevole interesse del mercato, ma verrebbe a contenere il forte rischio di una perdita del controllo da parte del socio di riferimento: a fronte di una richiesta degli investitori all'adozione di una simile condizione appare evidente che quest'ultimo potrebbe essere costretto a rinunciare all'aumento di capitale privilegiando, se possibile, altre forme di finanziamento meno "invasive" quali il tradizionale credito bancario⁽⁴²⁾.

Una particolare attenzione dovrà essere prestata anche al fattore di durata della condizione economica. Se quest'ultima fosse resa perpetua, oppure conservasse efficacia per un vasto arco temporale, il socio di riferi-

⁽³⁹⁾ Il 20,6% del campione studiato da KAPLAN-STROMBERG, (nt. 19), 19 s., impiega tali clausole riferendole al solo *net worth*, o talora al solo Ebit, non prendendo in considerazione la distribuzione dell'utile: ciò denota la tendenza dei *venture capitalists* « to write (and presumably enforce) contracts in which control rights are contingent on subsequent output quite independently of cash flow rights ».

⁽⁴⁰⁾ Ciò potrà essere vero soprattutto se le azioni sviluppo potranno essere utilizzate quale finanziamento di nuove attività: per un parallelo sul punto con le *start-up* americane, v. TRIANTIS, *Financial Contract Design in The World of Venture Capital*, in *Chicago Law Rev.*, 2001, 68, 313. L'utilizzo di tali clausole si attesta in media 14,1% nel campione esaminato (salendo al 18,2% nei finanziamenti destinati ad attività nella fase c.d. *pre-revenue*) da KAPLAN-STROMBERG, (nt. 19), 20.

⁽⁴¹⁾ Appare evidente che la condizione non potrà essere intesa quale meramente potestativa ex art. 1355 c.c., esistendo il rischio di impresa.

⁽⁴²⁾ Eventualmente sorretto da *loan covenants*, oppure realizzate attraverso l'emissione degli strumenti ex art. 2346^b c.c. strutturati sfruttando la tecnica contrattuale dei *bond covenants*. Sul punto si permetta di rinviare a PALMIERI, *I bond covenants*, in *Banca impr. soc.*, 2006, II, 259 ss.

mento potrebbe in effetti trovarsi a scontare la quasi certezza della perdita del controllo: alla normale alea d'impresa si sommerebbero, ovvero, imprevedibili fattori esterni negativi (quali, ad es., un inaspettato rialzo del prezzo delle materie prime, dei tassi di interesse, ecc.) che, sulla base di un lungo periodo, sarebbero destinati a divenire delle evidenze probabilistiche incidenti giocoforza sul rendimento della gestione. Pur contando su un forte interesse degli investitori il socio di riferimento si vedrebbe così esposto ad una spada di Damocle, che potrebbe anche pregiudicarne l'attività di direzione qualora si delineasse all'orizzonte un avveramento della condizione: in vista di una perdita del controllo il socio potrebbe essere in effetti portato ad assumere un atteggiamento apatico, con possibile detrimento dell'attività di impresa se quest'ultima, come spesso accade nelle realtà aziendali minori, ruotasse attorno alla figura del fondatore o dei suoi familiari.

A parziale correzione di questo rischio potrà essere previsto che la verifica del rispetto della condizione avvenga a scadenze prestabilite, facilmente identificabili con l'assemblea di approvazione del bilancio, stabilendo eventualmente anche dei possibili margini temporali di tolleranza che permettano un raggiungimento *in extremis* dei livelli economici prestabiliti⁽⁴³⁾; inoltre il socio potrebbe decidere di tutelarsi da tali fattori ciclici utilizzando contratti di copertura assicurativa o ricorrendo a strumenti derivati che annullino alcune variabili dei costi produttivi o finanziari⁽⁴⁴⁾.

La durata della condizione giocherà ovviamente un ruolo fondamentale anche per gli investitori: la scadenza del termine e la conseguente perdita del diritto alla conversione avvicinano infatti i nuovi titoli sostanzialmente alle azioni di risparmio, esponendoli al disinteresse del mercato e ad un conseguente deprezzamento del valore di scambio. Un equilibrio sembra pertanto debba essere cercato fra i fattori tempo e contenuto della

(43) Ai pari di quanto sembra insegnare la tecnica contrattuale dei *bond* e dei *loan covenants*. Va inoltre ricordato che spesso « corporations being financed with venture capital money are rarely in a position to pay dividends to their venture capital investors » e che, pertanto, « To be effective, the dividend preference must be cumulative, so that preferred dividends will accrue even if not currently paid »: così GILSON-SCHIZER, *Understanding Venture Capital Structure: a Tax Explanation for Convertible Preferred Stock*, in *Harv. L. Rev.*, 2003, 116, 883. V. però la critica ricordata da BRATTON, *infra*, nt. 46.

(44) Il costo di questi mezzi di copertura del rischio potrebbe tuttavia incidere negativamente sul raggiungimento degli obiettivi economici. Poiché tali contratti prevedono prestazioni future, sembra evidente che essi saranno adottati dal socio gestore a fronte della certezza di risultati positivi che, detratti i costi degli stessi, permettano un residuo attivo che rispetti le condizioni di conversione. In questo modo gli azionisti sviluppo potrebbero subire un duplice "pregiudizio", vedendo limitata la possibilità di poter esercitare il diritto di conversione, nonché sostenendo indirettamente il peso della copertura assicurativa. Per una analisi dell'evoluzione dei contratti assicurativi a copertura dei rischi di impresa v. GILSON-WHITEHEAD, *Deconstructing Equity: Public Ownership, Agency Costs, and Complete Capital Markets*, ECGI working paper n. 86/2007, reperibile al sito internet www.ssrn.com, 16 ss.

condizione economica ⁽⁴⁵⁾; inoltre occorrerà tenere presente che — al pari della azioni di risparmio riformate — un aspetto cruciale per il successo dei nuovi strumenti verrà molto probabilmente giocato dalla quantificazione del privilegio economico, eventualmente prevedendone un incremento scalare all'avvicinarsi dell'estinzione del diritto alla conversione, che possa limitare la perdita di valore dei titoli esclusi dalla ipotetica partecipazione amministrativa ⁽⁴⁶⁾.

Anche le condizioni legate ad un cambio di controllo a titolo oneroso contengono alcuni possibili spunti di riflessione.

Innanzitutto occorre ricordare come le stesse svolgano un ruolo suppletivo alla previsione contenuta nell'art. 106¹ t.u.f., quale meccanismo attuato con cessione di partecipazioni qualificate inferiori al 30% del capitale complessivo o che vedano coinvolte società non quotate ⁽⁴⁷⁾. Tuttavia, per assicurare una piena ed effettiva tutela, sembra facile prevedere che la delibera di emissione dei titoli debba ampliare il contenuto della condizione prendendo in considerazione anche le possibili cessioni occulte della quota di controllo o, quantomeno, le forme contrattuali di ingerenza di terzi nella amministrazione dell'impresa. Sia nell'ipotesi che possa subentrare informalmente un nuovo *dominus* della società, sia nell'ipotesi che la maggioranza restringa la propria libertà gestionale a mezzo di vincoli negoziali non concordati (quali ad es. l'assunzione di prestiti bancari sorretti da *loan covenants* ⁽⁴⁸⁾, la formazione di *joint ventures*, ecc.), appare evidente come l'iniziale affidamento degli investitori risulti compromesso e che, pertanto, anche in questi casi, possa giustificarsi pienamente un

⁽⁴⁵⁾ Si può immaginare che soluzioni equilibrate debbano essere trovate nel rispetto dell'assioma « *target* ciclico difficile — arco di tempo breve » e dell'opposto « *target* ciclico facile — arco di tempo lungo », mentre qualora si ponga come unico obiettivo la realizzazione di un piano di crescita industriale l'elemento temporale dovrà essere invertito.

⁽⁴⁶⁾ Ciò non esclude che, private del diritto alla conversione, il privilegio economico nella distribuzione degli utili e nel riparto dell'attivo in caso di liquidazione non risultino sufficienti a giustificare una perdita. « Avoidance of a bankruptcy filing gave the issuer a powerful incentive to maintain the cash flows on the debt. It had no comparable incentive to keep current on the preferred. Contractual provision for the cumulation of missed preferred dividends did not correct the incentive problem »: così BRATTON, (nt. 28), 924, descrive la critica avanzata nel passato dalla dottrina finanziaria americana, concludendo che « Usage of preferred as a mode of finance by mature firms declined markedly in the latter part of the twentieth century. Publicly issued preferred persists in substantial volume only in the capital structures of firms in regulated industries, such as banks and public utilities ». Sul punto cfr. ENRIQUES, *Quartum non datur, appunti in tema di « strumenti finanziari partecipativi » in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, II, 169.

⁽⁴⁷⁾ Al contrario non sembra particolarmente rilevante l'ipotesi di una offerta preventiva stante l'autorizzazione da parte degli azionisti quale condizione d'efficacia dell'offerta ai sensi del nuovo art. 107 t.u.f.

⁽⁴⁸⁾ Significativo in tal senso il *leading case* *Equity-Linked Investors L.P. v. Adams*, descritto da BRATTON, (nt. 28), 928 ss. L'uso di tali previsioni appare comunque ancora limitato nel mercato del *venture capital*: *Id.*, *op. ult. cit.*, 944.

cambio della direzione della persona giuridica derivante dalla conversione dei titoli in azioni a voto pieno ⁽⁴⁹⁾.

5. *c) il voto limitato.* — Come già ricordato, uno dei punti focali del progetto elaborato da Assolombarda e Borsa Italiana nel vigore della precedente disciplina del t.u.f., risiedeva nella previsione di un voto limitato alla sola revoca degli amministratori, quale meccanismo utile a far rientrare i titoli quotati all'interno dell'o.p.a. obbligatoria ai sensi del vecchio testo dell'art. 106' t.u.f., nonché sufficiente a garantire l'azionista di riferimento dal rischio di una intromissione dei soci sviluppo nella amministrazione della società ⁽⁵⁰⁾. Nella stessa direzione la attuale formulazione delle azioni sviluppo punta ora a consentire un voto sulla azione di responsabilità degli amministratori e sulle iniziative difensive in caso del lancio di un'o.p.a.

Benché contenuto, il pericolo di una ingerenza sulla conduzione dell'impresa non sembra tuttavia dissolversi completamente: il diritto di *voice* sulla responsabilità del *management* potrebbe infatti essere utilizzato quale mezzo di pressione, efficace soprattutto qualora vi sia la possibilità di un cambio di controllo a seguito del mancato raggiungimento del *target* economico (nel caso in cui le cariche amministrative non siano evidentemente ricoperte dal socio di controllo o dai suoi familiari, oppure dal suo più fidato *entourage*). Allo stesso modo non si può escludere che il mantenimento del diritto di voto su tale argomento possa essere utilizzato dagli azionisti sviluppo quale *vulnus* attraverso il quale porre in stallo il funzionamento della società, a mezzo di un periodico azzeramento dell'organo gestorio ai sensi dell'art. 2393⁵ c.c. Oltre ad essere tenuta al risarcimento per i possibili danni causati agli amministratori in assenza di una giusta causa, la società potrebbe vedersi così esposta al pericolo di subire rallentamenti alla propria attività o, peggio, potrebbe scontare il rischio di rimanere senza una guida qualora i *managers* decidessero di abbandonare la società a fronte di un clima di acceso scontro fra la

⁽⁴⁹⁾ Non dovrebbe rilevare invece un aumento di capitale di azioni ordinarie, in quanto l'esercizio del diritto di opzione da parte degli azionisti sviluppo impedirebbe il venir meno della loro potenziale maggioranza decisionale, almeno nell'ipotesi in cui gli stessi detenessero la metà meno una delle azioni ordinarie. Ciò eviterebbe il fenomeno della diluizione della minoranza da parte dell'azionista di controllo, la cui diffusione all'interno dei mercati mondiali è descritta da JOHNSON-LA PORTA-LOPEZ DE SILANES-SHLEIFER, *Tunnelling*, in *The Amer. Econ. Rev.*, 2000, vol. 90, II, 23 ss. Nel campione esaminato da KAPLAN-STROMBERG, (nt. 19), clausole tese alla « antidilution protection » si rinvennero nel 95% dei finanziamenti. Infine si deve comunque considerare l'applicabilità della previsione dell'art. 2376 c.c.: v. *infra* par. 5.

⁽⁵⁰⁾ Nell'ottica della proposta originaria tale fine poteva essere raggiunto anche laddove si fosse posto il voto sull'azione di responsabilità degli amministratori, non più contemplata dall'attuale art. 105 t.u.f.

maggioranza attuale e quella potenziale ⁽⁵¹⁾. Al pari del voto sulla revoca, l'azione di disturbo portata avanti dagli azionisti sviluppo potrebbe produrre gravi danni contribuendo all'avveramento delle condizioni al diritto di conversione ⁽⁵²⁾.

Tuttavia, come già anticipato, i problemi sopra descritti possono trovare una rapida soluzione nella rimodulazione dell'area dell'o.p.a. obbligatoria, ora allargata dal combinato reso dai nuovi artt. 101-bis² e 106¹ t.u.f a tutti i possessori di azioni dotate di diritto di voto nell'assemblea ordinaria o straordinaria quotate nei mercati regolamentati ⁽⁵³⁾. Non esistendo più il vincolo alla previsione del voto su uno degli argomenti previsti dall'art. 105² t.u.f., si potrà raggiungere la certezza di un coinvolgimento delle azioni speciali disponendo un diritto di *voice* limitato ad altri oggetti meno incisivi sulla sfera amministrativa quali, ad esempio, l'approvazione della distribuzione degli utili ⁽⁵⁴⁾, estendibile anche alle s.p.a. non quotate a differenza del voto *ex art.* 104 t.u.f.

Occorre infine rilevare come una limitazione del voto non esaurisca del tutto l'area di incidenza delle azioni sviluppo sulla gestione dell'impresa, dovendo comunque ritenersi applicabile il dettato dell'art. 2376 c.c. Le operazioni deliberate dall'assemblea generale che venissero ad incidere sui diritti degli azionisti sviluppo, dovrebbero infatti essere approvate dai consessi speciali previsti dalla norma. Oltre alla difesa dei privilegi economici, è facile immaginare come in questa sede la totalità dei soci — o *rectius* quella sola frazione di essi che ambisse alla direzione dell'impresa — porrà una particolare attenzione alla verifica dell'eventuale pre-

⁽⁵¹⁾ Oppure favorissero gli interessi dei soci sviluppo, tradendo la fiducia del socio industriale.

⁽⁵²⁾ Tuttavia, nel caso di un voto esercitato ciclicamente allo scopo di revocare gli amministratori, si potrebbe rilevare un facile correttivo nell'eccezione di un conflitto di interessi degli azionisti sviluppo ai sensi dell'art. 2373 c.c., soprattutto qualora l'iniziativa avesse le caratteristiche di un espediente esercitato metodicamente. Più sfumato e forse più complesso da contrastare appare invece un uso occasionale del voto a scopo larvatamente ostruzionistico, ad es. esercitato unicamente al fine di revocare l'organo amministrativo impegnato in importanti trattative commerciali con l'obiettivo di far naufragare le stesse. Non potendo porre in discussione la legittimità formale del voto e non potendo probabilmente invocare il conflitto di interessi stante la possibile assenza di danni diretti al patrimonio della società, al socio o al gruppo di riferimento non rimarrebbe altro forse che richiamare la figura dell'abuso di diritto allo scopo di ottenere una dichiarazione giudiziale di inefficacia della delibera. Per una analisi dell'abuso del voto da parte della maggioranza e per riferimenti alle correnti giurisprudenziali e dottrinali sorte sul punto, v. da ultimo SANTORO, *L'abuso di potere della maggioranza nelle delibere societarie di adeguamento alla riforma*, in questa *Rivista*, 2007, II, pt. II, 400 ss.

⁽⁵³⁾ Cfr. l'undicesimo *considerando* alla Direttiva 2004/25/CE.

⁽⁵⁴⁾ La delibera *ex art.* 2433 c.c. potrebbe tuttavia rendere la condizione economica di conversione legata alla corresponsione di un utile minimo una condizione nulla in quanto meramente potestativa *ex art.* 1355 c.c. Una soluzione potrebbe consistere nel slegare la condizione dal privilegio economico degli azionisti sviluppo dalla distribuzione, agganciandola alla semplice produzione di un utile minimo o rendendola cumulativa (v. *supra* nt. 43) con la formazione di una riserva statutaria da liquidare alla scadenza della durata delle condizioni di conversione.

giudizio al diritto di conversione, nonché di ogni altro indiretto detrimento che si venisse a produrre al loro potenziale diritto di acquisire il controllo della società. Date queste premesse, nella maggior parte dei casi la struttura del capitale azionario sembra quindi essere destinata a cristallizzarsi, dovendo logicamente escludersi un assenso della maggioranza potenziale al compimento delle operazioni che possano rendere impossibile — o quantomeno maggiormente incerta — l'acquisizione del controllo⁽³⁵⁾.

Per aggirare il rischio di una immobilità che potrebbe talora danneggiare anche quei soci — titolari di azioni ordinarie o speciali — che non ambissero alla amministrazione, si potrebbe prevedere come correttivo il diritto alla conversione anticipata dei titoli, sulla falsariga di quanto previsto a favore dei possessori di obbligazioni convertibili *ex art. 2420-bis*⁴ c.c. Venuto meno il rischio di un diritto di *veto* da parte della maggioranza della assemblea speciale, gli azionisti potrebbero in questo modo esprimersi riflettendo pienamente gli effettivi rapporti di forza interni alla società.

6. *d) la nozione di controllo ai fini dell'o.p.a.* — Legato alla previsione di un voto limitato alla revoca degli amministratori appare l'accennato problema del possibile aggiramento dell'obbligo di o.p.a. connesso alla ipotesi che il socio di controllo posseda la maggioranza decisionale con poco più di un quarto del capitale complessivo della società quotata. La vendita in blocco di una simile frazione, come una parziale *traditio* delle azioni a voto pieno che consentisse di far divenire maggioranza decisionale la restante minoranza di azioni ordinarie, non provocherebbero — come detto — l'obbligo d'o.p.a., perché in entrambi i casi non verrebbe raggiunta la soglia stabilita dall'art. 106¹ t.u.f.

Alla medesima conclusione si giungerebbe laddove si assistesse ad una cessione a titolo gratuito o *mortis causa* e, più in generale, si deve ricordare che tale soluzione non opererebbe per le s.p.a. non aventi azioni sviluppo quotate. La risposta al problema potrebbe consistere in un allargamento del contenuto della condizione di conversione che abbracciasse ogni ipotesi di cambio di maggioranza; tuttavia, come già evidenziato, la previsione di una condizione altamente probabile (si pensi alla morte del socio, qualora considerata), dovrebbe essere controbilanciata da un termine temporale lungo, risultando altrimenti dannosa per il socio o il gruppo di azionisti di riferimento.

⁽³⁵⁾ Quali il già esaminato aumento del capitale effettuato con esclusione del diritto d'opzione o a favore dei dipendenti ai sensi dell'art. 2349¹ c.c., una riduzione della sola frazione espressa in azioni sviluppo, oppure la trasformazione, la scissione, la fusione o la messa in stato di liquidazione della società. Tale considerazione sembra avvalorare la tesi di un ambito privilegiato di applicazione dei nuovi strumenti all'interno del *private equity*, stante la maggior facilità della possibile rinegoziazione degli assetti statuari fra un numero limitato di soci.

Prendendo spunto dal progetto inizialmente avanzato da Assolombarda e Borsa Italiana, sembra interessante rilevare il concreto rischio operativo che verrebbero a soffrire i detentori delle azioni che ricalcassero la limitazione al voto sulla revoca (o, per assurdo, sulla nomina) degli amministratori. Appare infatti evidente il pericolo che la cessione di una partecipazione pari o superiore al 30% del capitale complessivo formata da simili azioni — od anche da titoli a voto pieno — potrebbe far scattare l'obbligo di offerta a carico dell'acquirente in quanto frazione del capitale dotata del diritto di voto sulla revoca degli amministratori ⁽³⁶⁾, ovvero di un diritto ancora rilevante ai sensi del nuovo art. 105² t.u.f. ⁽³⁷⁾.

Riferendosi al diritto di voto nelle sole delibere « riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza », la definizione di partecipazione rilevante ritagliata ⁽³⁸⁾ dal legislatore sembra accomunare un concetto di controllo fondato su un ruolo "attivo" dell'azionista fondato sulla nomina degli amministratori dal comportamento "passivo" — di disturbo o di semplice pressione psicologica — basato sul voto di revoca o sulla semplice minaccia di un suo esercizio ⁽³⁹⁾. Secondo questa lettura la previsione normativa dovrebbe pertanto includere anche l'ipotesi di cessioni di quote formate da titoli muniti di un diritto di *voce* anche su uno solo degli argomenti di voto, in quanto frazioni del capitale presuntivamente adatte all'esercizio di una influenza rilevante sui gestori dell'impresa sociale.

Ai fini della vendita di blocchi rilevanti di azioni a voto limitato appartenenti a s.p.a. ammesse ai mercati regolamentati, apparirebbe dunque di primaria importanza comprendere se l'esistenza del pacchetto di controllo del socio di riferimento possa essere letta quale motivo di esclusione dell'offerta totalitaria sui titoli quotati ai sensi degli attuali artt. 106² t.u.f. e 49 Reg. Emittenti. Quest'ultima norma, pur specificando il contenuto del testo unico, alla lett. a) del suo primo comma si riferisce infatti unicamente all'ipotesi in cui « un altro socio, o altri soci congiuntamente, dispongono della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria ».

⁽³⁶⁾ Ovviamente tale soglia potrà essere calcolata tenendo conto anche delle azioni a voto pieno detenute dallo stesso soggetto o dai soggetti che avessero agito di concerto, come definiti dal nuovo art. 101-bis⁴ t.u.f.

⁽³⁷⁾ Il problema era già stato evidenziato in riferimento al voto sulla responsabilità degli amministratori da GATTI, (nt. 15), 167 ss. L'a. suggerisce di prendere a *quorum* non l'intero capitale sociale, ma solo le azioni che abbiano di volta in volta ad oggetto o la nomina o la revoca (o l'azione di responsabilità). Pertanto una cessione del 25% dell'intero capitale sociale formato da azioni ordinarie farebbe scattare l'obbligo d'o.p.a. in quanto rappresentante la metà delle azioni dotate del diritto di nomina degli amministratori.

⁽³⁸⁾ Come modificata a seguito del recepimento della Direttiva 2004/25/CE.

⁽³⁹⁾ Prima dell'intervento riformatore basato anche sulla sull'azione di responsabilità eventualmente accompagnata dalla revoca *ex lege* ai sensi dell'art. 2393³ c.c. Sul punto cfr. LENER-TUCCI, (nt. 2), 556; ANNUNZIATA, (nt. 2), 803 s. Cfr. la critica sollevata sul punto da GATTI, (nt. 15), 167.

La discrasia fra tale definizione di controllo e quella contenuta nell'art. 105² t.u.f. appare evidente e non facilmente componibile. A prima vista il concetto di maggioranza di voti esercitabili in assemblea ordinaria contenuto nella disciplina secondaria si mostra più ampio della nozione fondata sul duplice diritto di voto rilevante per la verifica dell'obbligo di un'o.p.a. Tuttavia nel caso di un voto sulla revoca (o sulla nomina) degli amministratori ciò potrebbe non corrispondere al vero: in questo frangente il socio forte potrebbe scontare il fatto di ritrovarsi minoranza, laddove gli azionisti speciali (con l'eventuale appoggio della restante quota di azioni a voto pieno) si esprimessero in senso contrario. Di fatto potrebbe rivelarsi non del tutto corretta l'affermazione di una infondatezza dell'obbligo di o.p.a. in capo a coloro che venissero ad acquisire una quota superiore ai tre decimi del capitale, giustificando tale asserzione in base all'esistenza di una preponderanza decisionale nell'assemblea ordinaria fondata su una maggioranza numerica degli strumenti a voto pieno ⁽⁶⁰⁾.

A fronte del dettato normativo contenuto nell'art. 105² t.u.f. ⁽⁶¹⁾, nonché alla luce delle considerazioni spese in precedenza circa un possibile esercizio del voto quale strumento di ingerenza nella gestione della società, non parrebbe quindi corretto considerare come ininfluyente ai fini dell'obbligo d'o.p.a. l'acquisto di una quota del capitale pari o superiore al 30% dell'intero ammontare azionario quando costituita da titoli a voto limitato alla revoca degli amministratori ⁽⁶²⁾.

Alcune possibili soluzioni potranno forse nascere dal recepimento della Direttiva 2004/25/CE: il testo del nuovo art. 106² t.u.f. potrebbe indurre la Consob a riformulare la normativa secondaria contenuta nell'art. 49 Reg. Emissivi, anche in considerazione della norma di chiusura contenuta nel nuovo art. 106⁶ t.u.f., che prevede l'ulteriore potere della Commissione di stabilire con proprio provvedimento eccezioni non codificate all'obbligo d'o.p.a. ⁽⁶³⁾.

⁽⁶⁰⁾ Inoltre, se si considerasse *a priori* come quota di controllo il pacchetto azionario che regge la prevalenza numerica dei voti nelle delibere (ad esclusione di quelle aventi ad oggetto la revoca degli amministratori), si dovrebbe affrontare il connesso problema di valutare se far rientrare in questo ambito l'ipotesi del controllo fondato su una frazione pari a poco più di un quarto del capitale complessivo, ovvero una porzione che, in una diversa prospettiva, se alienata in blocco non farebbe scattare alcun obbligo d'offerta in capo all'acquirente ai sensi dell'art. 106¹ t.u.f., perché non considerata dal legislatore una frazione di capitale implicante una presunta maggioranza decisionale.

⁽⁶¹⁾ Per una critica volta alla revisione della soglia fissata dal t.u.f. v. Cosri, *Queste norme sono una babele*, in *www.lavoce.info*, 2 maggio 2007. Una proposta di revisione è avanzata da CAVAZZUTI, *Effetto soglia sull'opa*, in *www.lavoce.info*, 14 maggio 2007. L'A. propone un esame condotto su alcuni indici elaborati dalla Consob ed il mantenimento di una duplice presunzione relativa: una soglia — pari al 15% del capitale — che segni il confine d'irrelevanza della operazione ed una superiore — eguale al 40% — implicante un sicuro cambio di controllo (salvo una prova contraria fornita dall'acquirente). Per un abbassamento della soglia come conseguenza della adozione della direttiva europea sull'o.p.a., v. BARUCCI, *Scatole, patti e scalate*, in *www.lavoce.info*, 27 luglio 2007.

⁽⁶²⁾ Cfr. ANNUNZIATA, (nt. 2), 805.

⁽⁶³⁾ In linea con il pensiero del legislatore europeo esplicitato nel sesto *considerando* alla Direttiva 2004/25/CE.

Da un punto di vista operativo una scelta più semplice ed immediata discenderà probabilmente dalla riformulazione del diritto di voto limitato riconosciuto alle azioni sviluppo che, come detto nel precedente capitolo, potrà garantire un coinvolgimento dei nuovi strumenti nell'area dell'o.p.a. obbligatoria tracciata dal nuovo art. 106¹ t.u.f. anche avendo ad oggetto argomenti diversi da quelli previsti dall'art. 105² t.u.f. e dalla non meno problematica azione di responsabilità.

7. *Conclusioni.* — Al di là dei punti interrogativi finora tratteggiati, la peculiarità delle azioni sviluppo di rendere contendibile la società in presenza di una modificazione della maggioranza iniziale o della incapacità della stessa di raggiungere gli obiettivi promessi agli investitori, sembra indubbiamente poter rappresentare un elemento decisivo per promuovere la capitalizzazione di numerose s.p.a. italiane.

Come in parte già detto, si può sostenere che questa caratteristica sarà apprezzata principalmente dagli investitori attivi nel *private equity* ⁽⁶⁴⁾ che ambiscono ad assumere la gestione dell'impresa sociale, ma non si può escludere *a priori* — fatte salve le considerazioni spese in precedenza — che i nuovi strumenti possano formare oggetto di scambio sui mercati regolamentati, riscontrando l'interesse del settore *retail* quanto degli investitori istituzionali, quale possibile alternativa alle azioni risparmio data la loro esposizione all'o.p.a. obbligatoria e vista la presenza di un incentivo alla buona gestione reso dalle condizioni di conversione ⁽⁶⁵⁾ legate ai risultati economici ⁽⁶⁶⁾.

Tuttavia a favore della prima ipotesi rileva la considerazione che le azioni sviluppo appaiono forse non pienamente vantaggiose per gli investitori non interessati ad ottenere il controllo della società: il pericolo di una duratura riduzione del valore dei titoli conseguente alla impossibilità di forzare la distribuzione dei dividendi, provocata dalla estinzione del di-

⁽⁶⁴⁾ Cfr. BEI, *Nuovo diritto societario e "private equity": spunti di riflessione alla luce della riforma*, in *Società*, 2004, IX, 1075.

⁽⁶⁵⁾ O considerato il privilegio nella fase di liquidazione dell'attivo sociale qualora riconosciuto, che potrebbe essere decisivo nello scenario di un fallimento repentino della società che non permettesse una conversione delle azioni.

⁽⁶⁶⁾ Ulteriori spazi applicativi delle nuove azioni potranno essere evidenziati solo dalla prassi: tuttavia non sembra sbagliato compiere un veloce cenno alla possibilità che le azioni sviluppo siano utilizzate per capitalizzare anche società controllate. La costituzione di società di fatto possedute al 25% del capitale potrebbe difatti rappresentare una valida alternativa ai patrimoni destinati ad uno specifico affare finanziati da terzi: i due istituti condividerebbero la stessa natura di capitale finalizzato al perseguimento di una determinata attività economica, gestito da una sola parte contrattuale. La creazione di società controllate emittenti azioni sviluppo conterrebbe però maggiori vantaggi: rispetto ad un patrimonio destinato essa potrebbe perseguire un singolo affare quanto una più ampia attività di impresa, inoltre non verrebbe a soffrire il limite quantitativo posto dall'art. 2447-bis² c.c. e non subirebbe le forme di controllo (esistenza di un piano economico finanziario congruo, rendicontazione a se stante, possibile opposizione dei terzi ecc.) che sono poste a garanzia dei finanziatori e dei terzi creditori.

ritto di conversione alla scadenza del termine, renderebbe in effetti privo di significato il privilegio sugli utili di cui sono munite le nuove azioni ⁽⁶⁷⁾. Non potendo essere efficacemente controbilanciato dalla sola distribuzione dei dividendi in costanza delle condizioni di conversione, tale rischio sembra quindi possa essere accettato solo da quegli investitori che, per capacità economica e preparazione finanziaria, vogliano scommettere di trarre profitto principalmente dalla assunzione delle redini dell'impresa.

La conclusione non sembrerebbe modificarsi anche qualora gli investitori non speculassero su una repentina acquisizione del controllo della società, ma volessero condividere con il socio industriale un percorso di sviluppo aziendale (in funzione, ad es., della crescita di una *start-up*) ⁽⁶⁸⁾, eventualmente stipulando un patto sociale di retrocessione delle azioni a favore di quest'ultimo: i costi di monitoraggio del rispetto delle condizioni gestionali e, soprattutto, il vincolo fiduciario e di collaborazione che dovrebbe venirsi ad instaurare sembrano ulteriormente indicare come più verosimile una soluzione che raccolga attorno al socio od al *clan* di riferimento pochi interlocutori professionali ⁽⁶⁹⁾.

A sostegno dell'idea che le azioni sviluppo siano destinate ad essere emesse principalmente per compagini ristrette rilevano inoltre i non trascurabili oneri connessi ad una quotazione sui mercati regolamentati e le contenute dimensioni medie delle imprese a cui la proposta appare *in primis* rivolta. Ciò tuttavia non esclude che le società emittenti possano adire al mercato borsistico in un secondo momento, come passaggio successivo alla conversione dei titoli, finalizzato ad una ulteriore crescita aziendale o indotto dalla semplice volontà di realizzo degli investitori professionali al pari di quanto normalmente avviene nel *venture capital* statunitense.

Più in generale, una definitiva conferma al ruolo del *private equity* sembra potersi indirettamente rinvenire dalla analisi delle attuali linee evolutive dei principali mercati finanziari. Le numerose operazioni di privatizzazione delle *public companies* compiute dai maggiori fondi di investimento privati paiono testimoniare come, rispetto al modello della so-

⁽⁶⁷⁾ Per il parallelo con la critica sollevata dalla dottrina statunitense, v. *supra* nt. 46.

⁽⁶⁸⁾ Attribuendo alle azioni sviluppo un sovrapprezzo di sottoscrizione ai sensi dell'art. 2349¹ c.c.

⁽⁶⁹⁾ Per favorire la sinergia ed il controllo sul socio industriale potrebbe rivelarsi utile mutuare la previsione contenuta nell'art. 2351¹ c.c., prevedendo il diritto degli azionisti sviluppo alla nomina di un sindaco, di un amministratore indipendente o, *melior*, di un consigliere di sorveglianza, qualora i soci finanziatori non detenessero una minoranza di azioni ordinarie che permettesse loro di esprimersi sulla composizione degli organi sociali. L'adozione del modello dualistico ed il diritto a nominare un componente del consiglio di sorveglianza potrebbe rappresentare la soluzione ideale per gli azionisti sviluppo, garantendo loro un più efficace accesso alla documentazione amministrativa e contabile ed una migliore conoscenza degli assetti organizzativi, elementi di valutazione preziosi anche in previsione della possibile assunzione del controllo della società. Cfr. sulla possibilità di riservare la nomina di alcuni amministratori ad una data categoria di azionisti, NOTARI, *Problemi aperti in tema di struttura finanziaria della s.p.a.*, in *Società*, 2005, I, 8.

cietà ad azionariato diffuso, una proprietà concentrata riesca a ridurre i costi d'agenzia scaturenti dal conflitto fra proprietà e *management* ⁽⁷⁰⁾, soprattutto se parte dell'alea di impresa viene contenuta attraverso contratti di assicurazione o strumenti derivati ⁽⁷¹⁾.

Se il *"going private"* può fornire un miglior controllo sulla amministrazione delle grandi compagini americane o europee, ad una simile conclusione si deve forse giungere per le numerose s.p.a. "chiuse" presenti nel mercato nazionale, ove tuttavia la gestione spesso già si accompagna alla proprietà, ruotando normalmente attorno alla figura di un socio imprenditore ⁽⁷²⁾ finanziato principalmente dal credito bancario ⁽⁷³⁾.

Non potendo affrancarsi inizialmente dall'esperienza e dalla capacità gestionale del socio di riferimento ⁽⁷⁴⁾, gli attori del *private equity* che vogliono entrare nel mercato del capitale di rischio delle medie s.p.a. italiane ⁽⁷⁵⁾ potranno quindi ottenere un notevole vantaggio da uno strumento finanziario che permetta di mantenere inalterato l'assetto amministrativo, ma che al contempo abbia l'effetto di spronare il gestore alla massima efficienza nella realizzazione del progetto industriale, pena la perdita del controllo a favore degli stessi investitori. Nella speranza di assumere un futuro pieno controllo, questi ultimi trarranno beneficio dal poter accumulare una conoscenza più approfondita dell'azienda ottenendo nel frattempo un privilegio economico che potrebbe coprire, almeno in parte, gli eventuali *agency costs* che dovessero sfuggire al meccanismo di implicito monitoraggio legato alla conversione condizionale delle azioni sviluppo in capitale ordinario ⁽⁷⁶⁾.

⁽⁷⁰⁾ V. la significativa analisi condotta da JENSEN, *The eclipse of public companies*, in *Harv. Bus. Rev.*, 1989, IV, nella versione rivista nel 1997, reperibile al sito internet www.ssrn.com, 5 ss.

⁽⁷¹⁾ L'idea è elaborata da GILSON-WHITEHEAD, (nt. 44), 24 ss.

⁽⁷²⁾ Per una visione del mercato statunitense del *venture capital* sul punto v. BRATTON, (nt. 28), 894.

⁽⁷³⁾ « The relative irrelevance of the Berle and Means corporation in most countries in the world and the centrality of family control » è suggerita da LA PORTA-LOPEZ DE SILANES-SHLEIFER-VISHNY, *Investor Protection and Corporate Governance*, 1999, reperibile al sito internet www.ssrn.com, 15.

⁽⁷⁴⁾ Nell'esperienza finanziaria del *venture capital* è diffusissima la tendenza a prevedere obblighi di non concorrenza a carico dell'*entrepreneur*: una conferma si rinviene nel campione esaminato da KAPLAN-STROMBERG, (nt. 19), 23, ove il 70,2% dei contratti presi in esame prevede delle *non compete clauses*.

⁽⁷⁵⁾ Si veda il significativo interesse espresso dall'Ambasciata degli Stati Uniti d'America nel lancio del programma *Partnership for Growth* volto ad incrementare gli investimenti statunitensi nella economia nazionale, il cui secondo "pilastro" « si occupa dello sviluppo dei vari strumenti finanziari, in particolare del mercato dei capitali di rischio »: così l'Ambasciatore Spogli nel suo discorso tenuto in occasione del Convegno *"Growing the Italian Economy: The Case for Private Equity Investment"*, Roma, 22 novembre 2006, reperibile al sito internet <http://italy.usembassy.gov>.

⁽⁷⁶⁾ Parallelamente a quanto avviene nel finanziamento cartolare delle *start-up* statunitensi, ove « security interests complement covenants in minimizing agency costs »: così TRIANTIS, (nt. 40), 314. Più in generale sul fenomeno che « the addition of a conversion pri-

In quest'ottica, dunque, non solo il voto sulla revoca o sulla responsabilità degli amministratori proposto potrebbe apparire — come si è potuto vedere — del tutto inutile, ma anche qualsiasi altro diritto di *voice* risulterebbe forse in definitiva superfluo a fronte dell'interesse degli investitori ad ottenere il controllo della società al di fuori dei mercati regolamentati e della possibilità di garantire loro tale effetto attraverso la più agevole imposizione delle sole condizioni di conversione legate ad un inadempimento od all'abbandono da parte del socio industriale del piano di sviluppo concordato.

MARCO PALMIERI

vilege to fixed claims such as debt or preferred stock would also tend to [...] lower the agency costs associated with them », JENSEN-MECKLING, (nt. 29), 67.

347/I

