

## **Assemblea Speciale degli Azionisti di Risparmio di Vincenzo Zucchi s.p.a.**

### **Relazione del Rappresentante comune degli Azionisti di Risparmio di Vincenzo Zucchi s.p.a.**

Sigg.re e Sigg.ri Azionisti di Risparmio (gli“Azionisti”) di Vincenzo Zucchi s.p.a. (la“Società”), l’Assemblea Speciale (l’“Assemblea”) è stata convocata ai sensi dell’art. 146 del D.Lgs. 24.2.1998, n. 58 (il“TUF”).

La convocazione dell’Assemblea è stata formulata dal Rappresentante comune degli azionisti di risparmio (il “Rappresentante comune”) per dare una puntuale informativa sull’attività intrapresa riguardo ad alcune incongruenze rilevate nello Statuto e nel bilancio della Società in ordine, rispettivamente, all’avvenuta eliminazione dell’ indicazione del valore nominale delle azioni e all’attuale ripartizione del capitale sociale, che potrebbero creare dubbi e incertezze sui privilegi attribuiti statutariamente alle azioni di risparmio.

Inoltre, in considerazione di tali circostanze, la convocazione dell’Assemblea è stata formulata anche per rideterminare l’importo del Fondo comune di cui all’art.146, comma 1°, lettera c del TUF (il“Fondo”) e del compenso del Rappresentante comune.

Pertanto, siete stati convocati in Assemblea in unica convocazione, il giorno 16 febbraio 2018 alle ore 15.00, c/o la sede della Società a Rescaldina Mi, in via Legnano 24, per deliberare sui seguenti punti all’ ordine del giorno:

- 1) Informativa del Rappresentante comune degli azionisti di risparmio sull’ attività intrapresa riguardo ad alcune incongruenze rilevate nello Statuto e nel bilancio della Società in ordine, rispettivamente, all’avvenuta eliminazione dell’ indicazione del valore nominale delle azioni e all’attuale ripartizione del capitale sociale, che potrebbero creare dubbi e incertezze sui privilegi attribuiti statutariamente alle azioni di risparmio. Deliberazioni inerenti e conseguenti.
- 2) Rideterminazione del Fondo comune di cui all’art.146, comma 1°, lettera c, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Deliberazioni inerenti e conseguenti.
- 3) Rideterminazione del compenso del Rappresentante comune. Deliberazioni inerenti e conseguenti.

L’Assemblea Speciale delibererà a maggioranza dei presenti, qualunque sia la parte del capitale rappresentato dagli Azionisti di Risparmio intervenuti, ai sensi dell’art.146, 3° comma del D.Lgs. n. 58/1998, come integrato e modificato da ultimo dal D.Lgs. n. 91 del 18 giugno 2012.

\*\*\*\*\*

#### Punto 1

*“Informativa del Rappresentante comune degli azionisti di risparmio sull’ attività intrapresa riguardo ad alcune incongruenze rilevate nello Statuto e nel bilancio della Società in ordine, rispettivamente, all’avvenuta eliminazione dell’ indicazione del valore nominale delle azioni e all’attuale ripartizione del capitale sociale, che potrebbero causare dubbi e incertezze sui privilegi attribuiti statutariamente alle azioni di risparmio. Deliberazioni inerenti e conseguenti.”*

L’art. 5 dello Statuto della Società, nei commi, testualmente sottoindicati, continua a fare riferimento al “valore nominale” delle azioni, in contrasto con quanto deliberato dall’assemblea straordinaria del 24.1.2011 che ne aveva sancito l’eliminazione dell’indicazione.

“-.....omissis.....

- *Allo scioglimento della società le azioni di risparmio hanno prelazione nel rimborso del*

capitale per l'intero valore nominale.

- La riduzione del capitale per perdite non importa riduzione del valore nominale delle azioni di risparmio se non per la parte della perdita che eccede il valore nominale complessivo delle altre azioni.
- Le deliberazioni relative alla riduzione e alla reintegrazione del capitale debbono assicurare mediante i necessari raggruppamenti o frazionamenti, la parità di valore nominale delle azioni.
- .....omissis.....”.

La possibilità di emettere Azioni prive di indicazione del valore nominale è espressamente prevista dal codice civile, articoli 2328 e 2346, tuttavia, nel diritto societario e nell'ambito della disciplina statutaria della Società, il valore nominale unitario delle Azioni assume rilevanza per gli Azionisti di risparmio, sia per la determinazione del dividendo spettante sia per l'individuazione di certi diritti spettanti in tema di eventuale messa in liquidazione della Società e in tema di partecipazione alle perdite e di riduzione del capitale (art. 5 dello Statuto).

In occasione della delibera dell'assemblea straordinaria del 24.1.2011, nell'adottare le modifiche statutarie relative all'eliminazione dell'indicazione del valore nominale delle azioni si era intervenuto correttamente nell'adeguare le clausole riguardanti il dividendo, riformulandole con una espressione in valore assoluto corrispondente all'originaria percentuale applicata sul valore nominale delle azioni di risparmio così come esistente al momento della deliberazione, ma non si era intervenuto a coordinare, ove necessario, le altre clausole dello Statuto, rendendo di difficile individuazione il criterio in base al quale determinare la misura dei diritti delle azioni di risparmio, allora pari al valore nominale di euro 1,00.

Il bilancio sociale al 31.12.2016 alla voce patrimonio netto indica testualmente: “*Il capitale sociale, sottoscritto per Euro 17.546.782,57, interamente liberato, è suddiviso in numero 380.921.019 azioni ordinarie quotate, prive di valore nominale aventi godimento regolare, numero 2.138.888.889 azioni ordinarie non quotate, prive di valore nominale aventi godimento regolare, e numero 3.427.403 azioni di risparmio non convertibili, prive di valore nominale aventi godimento regolare.....omissis.....L'Assemblea Straordinaria del 24 gennaio 2011 ha deliberato l'eliminazione del valore nominale avvalendosi della facoltà di cui agli artt. 2328 e 2346 del Codice Civile. Tale istituto presuppone la conservazione del capitale sociale e la sua suddivisione in azioni le quali, prive di valore nominale, mantengono un valore contabile figurativo o implicito che risulta dalla divisione dell'ammontare totale del capitale sociale per il numero di azioni emesse (cosiddetta “parità contabile”)”.*

L'art. 5 dello Statuto indica, più specificatamente, che le azioni sono tutte rappresentative della medesima frazione del capitale e che pertanto, per quanto riportato a bilancio, ne scaturisce una parità contabile di 0,0069 per ciascuna azione, sia ordinaria che di risparmio.

Dall'ultima comunicazione sociale di variazione del capitale del 29.7.2016 risulta che il capitale sociale di euro 17.546.782,57 è diviso in n. 380.921.019 azioni ordinarie quotate, da n. 2.138.888.889 azioni ordinarie non quotate e da n. 3.427.403 azioni di risparmio prive di valore nominale. Alle azioni di risparmio, pari a n. 3.427.403, si attribuisce, in contrasto con quanto previsto nello Statuto e indicato nel bilancio, una frazione di capitale pari a euro 428.156,97 e dunque una frazione di capitale per ciascuna azione di risparmio pari a euro 0,1240.

L'evidente discrasia tra quanto previsto dallo Statuto e indicato a bilancio e quanto comunicato dalla Società il 29.7.2016, a seguito dell'ultima variazione del capitale sociale, accentua i dubbi e le incertezze su quale sia la corretta attribuzione del capitale tra le azioni ordinarie e quelle di risparmio. Tali incertezze si aggravano ulteriormente per la mancata applicazione della postergazione alla partecipazione delle perdite delle azioni di risparmio, a seguito dell'avvenuta riduzione di capitale per perdite deliberata il 24.1.2011 e fatta gravare nella medesima misura sia alle azioni ordinarie che alle azioni di risparmio.

La criticità evidenziata si sarebbe potuta comunque considerare parzialmente superata se, con la successiva e ulteriore delibera di riduzione del capitale per perdite del 28.6.2013, si fosse attribuito alle sole azioni di risparmio l'intero ammontare del capitale residuo ridotto a euro 548.156,97,

corrispondente a una frazione di capitale per ciascuna azione di risparmio di euro 0,1599. Alla data odierna da tutte le comunicazioni sociali successive alla riduzione di capitale per perdite deliberata il 24.1.2011 risulta invece che il capitale sociale attribuito alle azioni di risparmio è pari a euro 428.156,97 corrispondente a una frazione di capitale per ciascuna azione di risparmio di euro 0,1240

Da rilevare inoltre che, a prescindere da quale che sia il valore implicito corretto di ciascuna azione, sia ordinaria che di risparmio, al fine di ottemperare al disposto dell'art. 2348 del codice civile, l'art. 5 dello Statuto prevede che le deliberazioni relative alla riduzione e alla reintegrazione del capitale debbono assicurare mediante i necessari raggruppamenti o frazionamenti, la parità di "valore nominale" delle azioni. Alla data di redazione di questa relazione tale previsione sembra che non sia stata applicata.

In merito alle circostanze evidenziate il Rappresentante comune ha da tempo avviato con la Società una pacifica discussione necessaria a chiarire le criticità emerse. Si informa che, nel contesto delle attività intraprese, il Rappresentante comune oltre che essersi avvalso di conoscenze proprie e di autorevoli consulenze, informali, confidenziali e disinteressate, esenti da costi per la categoria, ha ritenuto opportuno richiedere sugli argomenti anche un parere indipendente, che si allega come parte integrante di questa relazione, all' Avv. Andrea Lanciani dello Studio Tosetto, Weigmann e Associati di Torino, il cui costo in questo caso andrà a valere sul Fondo comune.

Sul punto si chiede di prendere atto di quanto comunicato nella relazione illustrativa e di quanto dovesse emergere dalla discussione assembleare, di ratificare l'operato del Rappresentante comune e di assumere ogni altra eventuale deliberazione.

\*\*\*\*\*

## Punto 2

*“Rideterminazione del Fondo comune di cui all'art.146, comma 1°, lettera c, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Deliberazioni inerenti e conseguenti”.*

Al fine di dotare il Rappresentante comune delle risorse necessarie a svolgere la propria funzione la legge prevede, ai sensi dell'art. 146, comma 1, lettera c, del d.lgs. 58/98, l'esistenza di un Fondo comune che garantisca al Rappresentante comune l'autonomia operativa ed i mezzi eventualmente necessari per tutelare gli interessi della categoria anche nell'eventualità di una contrapposizione con la Società stessa.

L'Assemblea Speciale degli Azionisti di risparmio del 20.1.2017 aveva stabilito di costituire un Fondo di euro 20.000,00 rotativo su base annua e che tale importo non doveva includere il compenso del Rappresentante Comune e le spese relative alle assemblee di categoria, rientrando queste tra le spese gestionali della società."

Il Fondo comune è anticipato dalla Società che potrebbe rivalersi sugli utili spettanti agli Azionisti di risparmio, in eccedenza al minimo garantito da Statuto. A tale riguardo, per quanto deliberato il 20.1.2017, si informa che la Società a seguito di formale richiesta del Rappresentante comune, ha ritenuto di assumersi il relativo onere, senza riservarsi il diritto di rivalsa limitatamente alla quota di euro 20.000,00 (ventimila/00).

Alla luce degli ultimi avvenimenti e in considerazione delle eventuali problematiche, anche in riferimento a quanto dovesse emergere dalla discussione di cui al punto 1 dell'ordine del giorno, si chiede di prendere atto di quanto comunicato nella relazione illustrativa e di valutare l'eventualità di rideterminare l'importo del Fondo nella misura che l'Assemblea riterrà opportuna.

In caso di approvazione della rideterminazione del Fondo, il Rappresentante comune riproporrà formale richiesta alla Società di farsi carico dell'importo rideterminato e di rinunciare a ogni rivalsa sugli utili spettanti agli Azionisti di risparmio, in eccedenza al minimo garantito dallo Statuto.

\*\*\*\*\*

### Punto 3

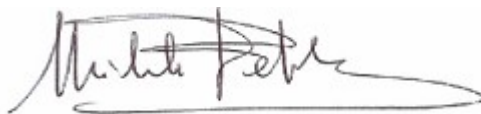
Ai sensi dell'art.146, comma 1, lettera a, del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 l'Assemblea speciale degli azionisti di risparmio delibera sul compenso del Rappresentante Comune.

L'assemblea speciale del 20.1.2017, all'atto della nomina del Rappresentante Comune, aveva deliberato di attribuire al Rappresentante comune un compenso forfettario, comprensivo delle spese di viaggio e di trasferta, di euro13.200,00 (tredicimiladuecento/00) lordo annuo, da liquidarsi mensilmente pro-rata e di stabilire, come prassi societaria ed in continuità con il passato nonché per motivi di ordine pratico, che il compenso fosse imputato direttamente alla Società.

Si precisa che il compenso stabilito nella circostanza era il minore tra quelli proposti ed era stato deliberato, con il consenso unanime degli azionisti consapevoli che tale importo fosse ben inferiore rispetto ai standard di mercato, in considerazione del particolare momento di difficoltà economica e finanziaria che la Società stava attraversando.

Alla luce delle nuove circostanze, dato anche la mutata situazione economica e finanziaria della Società, considerato che tale compenso non pare comunque coerente con le qualità professionali richieste e non pare altresì commisurato all'attività svolta e da svolgere nonché alla responsabilità assunta dal Rappresentante comune, si chiede di prendere atto di quanto comunicato nella relazione illustrativa, di quanto dovesse emergere dalla discussione assembleare e di valutare l'eventualità di rideterminare l'importo del compenso da attribuire al Rappresentante comune, fino alla scadenza del mandato, nella misura che l'Assemblea riterrà opportuna.

Brescia, 9.1.2018



(Michele Petrera)

Il Rappresentante comune degli Azionisti di risparmio di Vincenzo Zucchi s.p.a.

MARCO WEIGMANN  
 CLAUDIO PIACENTINI  
 Prof MARCO RICOLFI  
 GUIDO CRAVETTO  
 FRANCO GALIANO  
 Prof GUIDO CANALE  
 CARLO PARVIS  
 GIOVANNI GAZZOLA  
 ANDREA LANCIANI  
 ANDREA BERNARDINI  
 MATTEO ROSSOMANDO  
 FABRIZIO TAROCCO  
 CARLO PORTATADINO  
 FEDERICO RESTANO

Torino, 23 novembre 2017

Egr. Sig.  
 Michele Petrera  
 Rappresentante Comune degli Azionisti di Risparmio  
 Vincenzo Zucchi S.p.A.  
 a mezzo posta elettronica: petrera@libero.it

MARIA CRISTINA TOSETTO  
 ROBERTA M. BATTAINI  
 Prof MICHELE VELLANO  
 CRISTINA DEL CARRETTO  
 DI PONTI E SESSAME  
 STEFANIA VERDESCA  
 DARIO CANDELLERO  
 ALESSANDRO LICCI MARINI  
 FEDERICO BENINCASA

**Oggetto: parere sui diritti degli Azionisti di Risparmio Vincenzo Zucchi S.p.A.**

## 1. QUESITO

Abbiamo provveduto ad esaminare il seguente quesito:

1. *se lo statuto aggiornato di Vincenzo Zucchi S.p.A. contenga disposizioni pregiudizievoli per gli azionisti di risparmio rispetto a quelle risultanti dalla versione in vigore anteriormente all'approvazione delle delibere assunte dall'assemblea generale degli azionisti il 24 gennaio 2011;*
2. *in caso di risposta affermativa al precedente punto 1), quali siano le modifiche e/o le integrazioni alle predette disposizioni statutarie che si rendano necessarie ad eliminare i profili di pregiudizio per gli azionisti di risparmio;*
3. *sulla base delle diverse operazioni di riduzione del capitale e di aumento di capitale quale sia il corretto valore implicito attualmente attribuibile alle azioni di risparmio della Vincenzo Zucchi s.p.a.”.*

## 2. DOCUMENTI ESAMINATI

Si è provveduto a redigere il parere sulla base dei seguenti documenti:

Statuto antecedente alle modifiche del 24.1.2011;  
 Verbale assemblea straordinaria del 24 gennaio 2011;  
 Verbale assemblea straordinaria del 28 giugno 2013;  
 Verbale assemblea straordinaria del 12 giugno 2014;  
 Verbale assemblea straordinaria del 26 maggio 2016;  
 Statuto al 27 ottobre 2014;

10128 TORINO  
 C.so Galileo Ferraris, 43  
 Tel. +39 011 554 54 11  
 Fax +39 011 518 45 87

20122 MILANO  
 C.so Monforte, 30  
 Tel. +39 02 77 679 311  
 Fax +39 02 76 340 066

CF E PIVA  
 02589240015

STUDIOTOSETTO.IT

THE PARLEX GROUP  
 OF EUROPEAN LAWYERS  
 PARLEX.ORG

Statuto al 28 gennaio 2015;  
Statuto approvato dall'assemblea 26 maggio 2016;  
Relazione di *Corporate Governance* del 2015;  
Relazione di *Corporate Governance* del 2016;  
Comunicazione di variazione del capitale sociale del 8 febbraio 2011;  
Comunicazione di variazione del capitale sociale del 8 settembre 2011;  
Comunicazione di variazione del capitale sociale del 14 dicembre 2011;  
Comunicazione di variazione del capitale sociale del 8 marzo 2012;  
Comunicazione di variazione del capitale sociale del 9 aprile 2013<sup>1</sup>  
Comunicazione di variazione del capitale sociale del 3 luglio 2013;  
Comunicazione di variazione del capitale sociale del 30 dicembre 2013;  
Comunicazione di variazione del capitale sociale del 10 luglio 2014;  
Comunicazione di variazione del capitale sociale del 24 ottobre 2014;  
Comunicazione di variazione del capitale sociale del 28 gennaio 2015;  
Comunicazione di variazione del capitale sociale del 29 luglio 2016.

3. IL PASSAGGIO DA AZIONI CON VALORE NOMINALE AD AZIONI SENZA VALORE NOMINALE E LE MODIFICHE DELLO STATUTO IN RELAZIONE ALLE AZIONI DI RISPARMIO

Contestualmente ad una delibera di riduzione del capitale per perdite (di cui si dirà più infra) è stato eliminato il valor nominale delle azioni della società (sia ordinarie che di risparmio).

Il precedente art. 5 dello statuto prevedeva quanto segue:

*“Le azioni di risparmio non sono convertibili in azioni ordinarie ed hanno le seguenti caratteristiche:*

- *gli utili netti risultanti dal bilancio, dedotta la quota di riserva legale, sono distribuiti alle azioni di risparmio fino alla concorrenza del 3% (tre per cento) del valore nominale dell'azione;*
- *Qualora in un esercizio sia stato assegnato alle azioni di risparmio un dividendo inferiore al 3% (tre per cento) del loro valore nominale, la differenza è computata in aumento del dividendo privilegiato nei due esercizi successivi.*

---

<sup>1</sup> Sul sito sono reperibili solo quelli dal 2013 in poi; le comunicazioni precedenti ci sono state fornite per la finalità di redigere questo parere.

- *Gli utili rimanenti di cui l'assemblea deliberi la distribuzione sono ripartiti fra tutte le azioni in modo che alle azioni di risparmio spetti un dividendo complessivo maggiorato, rispetto a quello delle azioni ordinarie nella misura del 3% (tre per cento) del valore nominale dell'azione. In caso di aumento gratuito del capitale sociale, tale maggiore importo sarà proporzionalmente ridotto; il nuovo importo verrà determinato dividendo l'importo del dividendo privilegiato per il rapporto tra il nuovo capitale sociale ed il precedente; il maggiore importo sarà comunque arrotondato per eccesso all'unità e non potrà essere inferiore al 2% (due per cento) del valore nominale dell'azione.*
- *In caso di distribuzione di riserve le azioni di risparmio hanno gli stessi diritti delle altre azioni.*
- *Allo scioglimento della società le azioni di risparmio hanno prelazione nel rimborso del capitale per l'intero valore nominale.*
- *La riduzione del capitale per perdite non importa riduzione del valore nominale delle azioni di risparmio se non per la parte della perdita che eccede il valore nominale complessivo delle altre azioni.*
- *Le deliberazioni relative alla riduzione e alla reintegrazione del capitale debbono assicurare mediante i necessari raggruppamenti o frazionamenti, la parità di valore nominale delle azioni.*
- *In caso di esclusione dalla negoziazione delle azioni ordinarie o di risparmio, le azioni di risparmio manterranno i propri diritti e caratteristiche, salvo diversa deliberazione dell'assemblea straordinaria e di quella speciale degli azionisti di risparmio. I possessori delle azioni di risparmio non hanno diritto di voto nelle assemblee ordinaria e straordinarie della società, né quello di richiederne la convocazione. Al rappresentante comune degli azionisti di risparmio vengono tempestivamente inviate le comunicazioni inerenti le operazioni societarie che possano influenzare l'andamento delle quotazioni delle azioni di risparmio”*

Orbene tale articolo 5 dello statuto è stato modificato con la deliberazione del 24 gennaio 2011 nel modo che segue:

*“Le azioni di risparmio non sono convertibili in azioni ordinarie ed hanno le seguenti caratteristiche:*

- *gli utili netti risultanti dal bilancio, dedotta la quota di riserva legale, sono distribuiti alle azioni di risparmio fino alla concorrenza di **3 (tre) centesimi per azione.***

- *Qualora in un esercizio sia stato assegnato alle azioni di risparmio un dividendo inferiore a **3 (tre) centesimi**, la differenza è computata in aumento del dividendo privilegiato nei due esercizi successivi.*
- *Gli utili rimanenti di cui l'assemblea delibera la distribuzione sono ripartiti fra tutte le azioni in modo che alle azioni di risparmio spetti un dividendo complessivo maggiorato, rispetto a quello delle azioni ordinarie nella misura di **3 (tre) centesimi per azione**. In caso di aumento gratuito del capitale sociale, tale maggiore importo sarà proporzionalmente ridotto; il nuovo importo verrà determinato dividendo l'importo del dividendo privilegiato per il rapporto tra il nuovo capitale sociale ed il precedente; il maggiore importo sarà comunque arrotondato per eccesso all'unità e non potrà essere inferiore a **2 (due) centesimi**.*
- *In caso di distribuzione di riserve le azioni di risparmio hanno gli stessi diritti delle altre azioni.*
- *Allo scioglimento della società le azioni di risparmio hanno prelazione nel rimborso del capitale per l'intero valore nominale.*
- *La riduzione del capitale per perdite non importa riduzione del valore nominale delle azioni di risparmio se non per la parte della perdita che eccede il valore nominale complessivo delle altre azioni.*
- *Le deliberazioni relative alla riduzione e alla reintegrazione del capitale debbono assicurare mediante i necessari raggruppamenti o frazionamenti, la parità di valore nominale delle azioni.*
- *In caso di esclusione dalla negoziazione delle azioni ordinarie o di risparmio, le azioni di risparmio manterranno i propri diritti e caratteristiche, salvo diversa deliberazione dell'assemblea straordinaria e di quella speciale degli azionisti di risparmio. I possessori delle azioni di risparmio non hanno diritto di voto nelle assemblee ordinaria e straordinarie della società, né quello di richiederne la convocazione. Al rappresentante comune degli azionisti di risparmio vengono tempestivamente inviate le comunicazioni inerenti le operazioni societarie che possano influenzare l'andamento delle quotazioni delle azioni di risparmio.”*

Poiché al momento della delibera il valore nominale delle azioni era un euro, le modifiche introdotte che fanno riferimento rispettivamente a tre centesimi di euro (ove v'era il 3 per cento) e a due centesimi di euro (ove v'era il 2 per cento) sono esatte e mantengono immutato il precedente privilegio degli azionisti di risparmio.



Tuttavia alcune porzioni della clausola statutaria non sono state modificate ed è rimasto il riferimento al valore nominale quale parametro di misura dei privilegi delle azioni:

- *Allo scioglimento della società le azioni di risparmio hanno prelazione nel rimborso del capitale per l'intero valore nominale.*

- *La riduzione del capitale per perdite non importa riduzione del valore nominale delle azioni di risparmio se non per la parte della perdita che eccede il valore nominale complessivo delle altre azioni.*

Si deve altresì osservare che risulta non adeguata anche la seguente disposizione dell'art. 5 che ancora fa riferimento al valore nominale delle azioni: “ - *Le deliberazioni relative alla riduzione e alla reintegrazione del capitale debbono assicurare mediante i necessari raggruppamenti o frazionamenti, la parità di valore nominale delle azioni*”<sup>2</sup>.

#### 4. LE OPERAZIONI SOCIETARIE

Appare opportuno a questo punto una attenta ricostruzione delle operazioni sul capitale effettuate dalla società a partire dal febbraio 2011.

Il punto di partenza è una situazione prima del 24 gennaio 2011 in cui il capitale era di 27.804.203,00 azioni di cui 24.376.800,00 azioni ordinarie e 3.427.403,00 di azioni di risparmio, tutte con il valore nominale di Euro 1.

##### **4.1 La deliberazione del 24 gennaio 2011 – riduzione del capitale e contestuale aumento**

La deliberazione del 24 gennaio 2011, per effetto di perdite abbatte il capitale, e lo statuto, per effetto di tale abbattimento prevede all'articolo 5 che “*Il capitale sociale è di Euro 7.215.157,08 diviso in 24.376.800 azioni ordinarie e n. 3.427.403 azioni di risparmio non convertibili, senza indicazione del valore nominale, tutte rappresentative della medesima frazione del capitale*”.

---

<sup>2</sup> Ancora una volta il riferimento è rimasto al valore nominale e non alla parità contabile; non si tratterà di tale punto, ma si ritiene che si applichino considerazioni analoghe a quelle di cui al successivo paragrafo 5 e in particolare 5.b.

Sulla base di tale indicazione la frazione di capitale attribuita a tutte le azioni, incluse quelle di risparmio, risulta pari ad Euro 0,2594. Risulta chiaro dunque che la perdita è stata fatta gravare nella medesima misura sulle azioni ordinarie e sulle azioni di risparmio in quanto la riduzione non è stata effettuata mediante proporzionale riduzione del numero delle azioni ordinarie, ma semplicemente mediante riduzione numerica dell'ammontare del capitale sociale.

La parità contabile delle azioni di risparmio passa da Euro 1 a Euro 0,2594

La comunicazione al mercato del 8.2.2011<sup>3</sup> espone una ripartizione del capitale non corrispondente al deliberato assembleare in quanto attribuisce il residuo capitale sociale in modo disomogeneo alle azioni ordinarie (Euro 3.787.754,08 alle azioni ordinarie e dunque con una frazione di capitale a loro attribuita di Euro 0,155) e alle azioni di risparmio (Euro 3.427.403 per le n. 3.427.403 azioni di risparmio e quindi con una frazione di capitale pari a un euro). Tale ripartizione evidenzia – in conformità alla disciplina statutaria – una ripartizione delle perdite solo a carico delle azioni ordinarie.

Con successiva comunicazione al mercato del 8 settembre 2011<sup>4</sup> (che espressamente annulla e sostituisce quella dell'8 febbraio 2011) il capitale viene invece ripartito tra le azioni di risparmio e le azioni ordinarie in misura uguale (come in effetti conseguiva dal contenuto della deliberazione) e quindi la frazione di capitale attribuita a ciascuna azione è pari a Euro 0,2594.

Si deve osservare che la medesima delibera prevedeva un aumento di capitale con emissione di nuove azioni ordinarie con un valore di Euro 0,10 ossia inferiore alla parità contabile con deliberazione quindi riduttiva della parità contabile non solo delle azioni ordinarie ma anche delle azioni di risparmio.

#### **4.2 L'esecuzione dell'aumento di capitale di cui alla deliberazione del 24 gennaio 2011**

Per effetto dell'esecuzione della delibera del 24 gennaio (aumento ad un valore di Euro 0,10 per azione che impatta su un capitale con una parità contabile di Euro

<sup>3</sup> Il documento ci è stato consegnato a mani, ma non siamo riusciti a reperirlo sul sito della società.

<sup>4</sup> Il documento ci è stato consegnato a mani, ma non siamo riusciti a reperirlo sul sito della società.

0,2594 e quindi comporta una riduzione della parità contabile) la società comunica in data 14 dicembre 2011 che il capitale complessivo della società è di Euro 22.229.425,08 ripartito in 177.946.883 azioni e dunque con una frazione di capitale attribuita a ciascuna azione di Euro 0,1249. Alle azioni di risparmio viene quindi attribuita una corrispondente quota complessiva del capitale sociale (Euro 428.156,97 per un numero di azioni di risparmio pari a n 3.427.403).

La parità contabile delle azioni di risparmio passa da Euro 0,2594 a Euro 0,1249.

#### **4.3 Le modifiche del capitale comunicate l'8 marzo 2012 e il 9 aprile 2013**

Con comunicazione dell'8 marzo 2012<sup>5</sup> la società indica una rettifica del capitale che diventa di Euro 22.229.862,48 ripartito su un complesso di n. 177.949.070 azioni. La modifica dipende da un modesto incremento delle azioni ordinarie. L'incremento non ha impatto sulla frazione di capitale attribuita a ciascuna azione che resta pari a Euro 0,1249.

Con comunicazione del 9 aprile 2013 la società indica una rettifica del capitale che diventa di Euro 22.232.562,48 ripartito su un complesso di n. 177.962.570 azioni. La modifica dipende da un ulteriore modesto incremento delle azioni ordinarie. L'incremento non ha impatto sulla frazione di capitale attribuita a ciascuna azione che resta pari a Euro 0,1249.

#### **4.4 La deliberazione del 28 giugno 2013 – riduzione del capitale**

La delibera in questione riduce il capitale per perdite e prevede – in varie tranches – un aumento di capitale.

Lo statuto, per effetto di tale abbattimento, prevede all'articolo 5 che *“Il capitale sociale è di Euro 548.156,97 diviso in 174.535.167 azioni ordinarie e n. 3.427.403 azioni di risparmio non convertibili, senza indicazione del valore nominale, tutte rappresentative della medesima frazione del capitale”*.

Sulla base di tale indicazione la frazione di capitale attribuita a tutte le azioni, incluse quelle di risparmio, risulta pari ad Euro 0,0030. Risulta chiaro dunque che la perdita è stata fatta gravare nella medesima misura sulle azioni ordinarie e sulle

---

<sup>5</sup> Il documento ci è stato consegnato a mani, ma non siamo riusciti a reperirlo sul sito della società.

azioni di risparmio in quanto la riduzione non è stata effettuata mediante proporzionale riduzione del numero delle azioni ordinarie, ma semplicemente mediante riduzione numerica dell'ammontare del capitale sociale.

La parità contabile delle azioni di risparmio passa da Euro 0,1249 a Euro 0,0030.

La comunicazione del 3 luglio 2013 effettuata dalla società non è allineata alla delibera dell'assemblea straordinaria in quanto attribuisce il capitale sociale in modo disomogeneo per cui alle n. 174.535.167 azioni ordinarie vengono imputati 120.000.000 (e quindi con una parità contabile di 0,0006) mentre alle n. 3.427.403 azioni ordinarie continuano ad essere attribuiti Euro 428.156,97 (e quindi con una parità contabile di 0,1249). Tale comunicazione tuttavia – come detto – contrasta con il principio, anche contenuto nello statuto che a tutte le azioni – ordinarie e di risparmio – viene attribuita la medesima frazione del capitale sociale e alla chiara indicazione contenuta nello statuto.

Nella stessa delibera è contenuto un aumento di capitale. L'aumento di capitale deliberato è statuito in due tranches la prima, riservata ai soci, prevede un valore di Euro 0,072 (e dunque superiore alla parità contabile di tutte le azioni risultante dallo statuto, ma inferiore alla parità contabile attribuita alle azioni di risparmio della comunicazione), la seconda, riservata agli istituti di credito, prevede un valore da attribuirsi a capitale pure di euro 0,072 (e con un sovrapprezzo da attribuirsi al patrimonio netto per cui il versamento complessivo per azione risulta pari a euro 0,216).

#### **4.5 L'esecuzione dell'aumento di capitale del 28 giugno 2013**

Per effetto dell'esecuzione dell'aumento di capitale deliberato il 28 giugno 2013 con comunicazione al mercato del 30 dicembre 2013 la società indica un capitale complessivo di Euro 25.407.156,82 composto da n. azioni 523.226457 così ripartire:

- Euro 14.978.999,85 rappresentati da n. 380.910.165 azioni ordinarie con parità contabile pari a Euro 0,393;
- Euro 10.000.000,00 rappresentati da n. 138.888.889 azioni ordinarie, non interamente sottoscritte, con una parità contabile pari a Euro 0,0719;

- Euro 428.156,97 rappresentati da n. 3.427.403 azioni di risparmio con una parità contabile pari a euro 0,1249.

Ancora una volta la comunicazione non corrisponde allo statuto che afferma che a tutte le azioni è attribuita la medesima parità contabile. Tuttavia l'aumento di capitale non ha effetti riduttivi della parità contabile e quindi la parità contabile per azione risale a Euro 0,0485.

#### **4.6 La deliberazione di riduzione del capitale del 12 giugno 2014**

Per effetto di perdite il capitale sociale viene ridotto con deliberazione del 28 giugno 2014 ad Euro 7.544.611,77 rappresentato da 523.226.457 azioni così ripartite secondo la comunicazione del 10 luglio 2014:

- Euro 5.214.957,49 rappresentati da n. 380.910.165 azioni ordinarie con parità contabile pari a Euro 0,0136;
- Euro 1.901.497,31 rappresentati da n. 138.888.889 azioni ordinarie, non interamente sottoscritte, con una parità contabile pari a 0,0136;
- Euro 428.156,97 rappresentati da n. 3.427.403 azioni di risparmio con una parità contabile pari a euro 0,1249.

Ancora una volta la comunicazione non corrisponde allo statuto che afferma che a tutte le azioni è attribuita la medesima parità contabile (pari a 0,0144 inferiore a 0,1249 apparentemente attribuito nella comunicazione alle azioni di risparmio). Risulta chiaro – dallo statuto ma non dalle comunicazioni sociali - che la perdita è stata fatta gravare nella medesima misura sulle azioni ordinarie e sulle azioni di risparmio in quanto la riduzione non è stata effettuata mediante proporzionale riduzione del numero delle azioni ordinarie, ma semplicemente mediante riduzione numerica dell'ammontare del capitale sociale.

Anche la relazione alla *corporate governance* del 2015 conferma il contenuto dello statuto in quanto indica che “*Il capitale sociale è di 7.546.782,57 Euro interamente versato, suddiviso in numero 519.809.908 azioni ordinarie (99,34% del capitale sociale) e 3.427.403 azioni di risparmio (0,66% del capitale sociale), senza valore nominale*”.

#### **4.7 Le comunicazioni del 14 ottobre 2014 e del 28 gennaio 2015**

Per effetto dell'esercizio di warrant in data 14 ottobre 2014 e 28 gennaio 2015 la società ha comunicato che il capitale della società si è incrementato rispettivamente a Euro 7.545.378,57 (ripartito su complessive n. 523.230.291 azioni) e poi a Euro 7.546.782,57 (ripartito su complessive n. 523.237.311 azioni). La frazione di capitale attribuita alle n. 3.427.403 azioni di risparmio resta indicata nelle comunicazioni come pari a Euro 428.156,27. Non vi sono modifiche della parità contabile delle azioni

L'effetto è determinato da un incremento modesto delle azioni ordinarie, ma senza alcun cambiamento dei criteri di ripartizione del capitale sociale rappresentato nelle comunicazioni e la relativa difformità dall'indicazione statutaria.

Infatti alla fine di tali operazioni lo statuto all'art. 5 precisa che: *“Il capitale sociale è di Euro 7.546.782,57 diviso in complessive n. 519.809.908 azioni ordinarie interamente liberate e n. 3.427.403 azioni di risparmio non convertibili, senza indicazione del valore nominale, tutte rappresentative della medesima frazione del capitale”*.

Dunque ancora una volta sulla base delle comunicazioni sociali la frazione di capitale attribuita a ciascuna azione di risparmio sembra essere difforme da quelle risultante dalla disposizione statutaria. In effetti in forza dello statuto per ciascuna azione (ordinaria e di risparmio) la frazione di capitale attribuita pare essere uguale a Euro 0,0144, mentre dalle comunicazioni sociali la frazione di capitale attribuita alle azioni di risparmio appare essere rimasta immutata (ossia Euro 0,1249).

#### **4.8 La delibera dell'assemblea straordinaria del 26 maggio 2016 e la sua relativa esecuzione**

Con delibera dell'assemblea straordinaria del 16 maggio 2016 il capitale sociale della società viene incrementato a Euro 17.546.782,57 con un aumento di Euro 10.000.000,00 con l'emissione di 2.000.000.000 nuove azioni ordinarie e dunque con una parità contabile implicita di Euro 0,005: si tratta ancora una volta di un

aumento di capitale fortemente riduttivo della parità contabile in quanto la parità contabile dell'aumento di capitale (0,005) risulta inferiore alla parità contabile preesistente delle azioni (così come risultate dallo statuto che era 0,0144).

Dalla comunicazione sociale del 29 luglio 2016 il capitale sociale di euro 17.546.782,57 risulta diviso in n. 380.921.019 azioni ordinarie quotate, da n. 2.138.888.889 azioni ordinarie non quotate e da n. 3.427.403 azioni di risparmio prive di valore nominale. Ancora una volta alle azioni di risparmio, sempre pari a n. 3.427.403, è attribuita una frazione di capitale pari a Euro 428.156,97 e dunque con una frazione di capitale per ciascuna pari a Euro 0,1249.

Ma ancora una volta lo statuto ripartisce il capitale sociale allo stesso modo a tutte le azioni e dunque in realtà la parità contabile è pari 0,0069. Anche la relazione di *corporate governance* conferma tale interpretazione indicando che: *“Il capitale sociale è di 17.546.782,57 Euro interamente versato, suddiviso in numero 2.519.809.908 azioni ordinarie (99,86% del capitale sociale) e 3.427.403 azioni di risparmio (0,14% del capitale sociale), senza valore nominale, come risultante a seguito dell'aumento di capitale conclusosi in data 28 luglio 2016”*. In sostanza la complessiva frazione del capitale della società attribuita alle azioni di risparmio è di circa Euro 24.000 (che è pari a 0,0069 moltiplicato per 3.427.403).

#### **4.9 Conclusioni sugli effetti riduttivi della porzione di capitale attribuita alle azioni di risparmio**

Sulla base delle complesse operazioni societarie sopra indicate la porzione del capitale sociale attribuita alle azioni di risparmio è passata da 1 euro ciascuna a Euro 0,0069 ciascuna pari ad un passaggio da un capitale complessivo attribuito alla classe degli azionisti di risparmio di Euro 3.427.403 a Euro 23.834.

L'effetto è stato prodotto sia da riduzioni del capitale per perdite che hanno inciso in modo uguale tra azioni ordinarie e azioni di risparmio sia da aumenti di capitale riduttivi del valore della parità contabile (effettuati per un valore per azione inferiore alla preesistente parità contabile).

La tabella che segue indica in sintesi la progressiva riduzione.

<b>Data e tipo operazione</b>	<b>Valore nominale/parità contabile risultante dallo statuto</b>	<b>Valore nominale/parità contabile risultante dalle comunicazioni al mercato</b>
Prima del 24.1 2011	1 Euro	1 Euro
Deliberazione di riduzione del capitale sociale del 24.1.2011 e comunicazione mercato del 8.2.2011	0,2594 Euro	1 Euro
Comunicazione rettifica 8.9.2011	0,2594 Euro	0,2594 Euro
Esecuzione aumento di capitale del 24.1.2011 e comunicazione 14.12.2011	0,1249 Euro	0,1249 Euro
Comunicazione 8.3.2012	0,1249 Euro	0,1249 Euro
Comunicazione 9.4.2013	0,1249 Euro	0,1249 Euro
Delibera riduzione capitale del 28.6.2013 e comunicazione 3.7.2013	0,0030 Euro	0,1249 Euro
Esecuzione aumento di capitale del 28.6.2013 e comunicazione 30.12.2013	0,0485 Euro	0,1249 Euro
Deliberazione riduzione del capitale del 28.6.2014	0,0144 Euro	0,1249 Euro
Comunicazione 14.10.2014	0,0144 Euro	0,1249 Euro
Comunicazione 28.1.2015	0,0144 Euro	0,1249 Euro
Delibera aumento del capitale del 16.5.2016	0,0069 Euro	0,1249 Euro



5. LA VALUTAZIONE DELLA MODIFICHE STATUTARIE AL MOMENTO DELLA  
ELIMINAZIONE DEL VALORE NOMINALE – PROPOSTE DI RETTIFICA

In sede di deliberazione della eliminazione del valore nominale delle azioni, il privilegio riferito alla distribuzione di dividendi è stato correttamente riformulato con una espressione in valore assoluto corrispondente all'originaria percentuale applicata sul valore nominale delle azioni di risparmio così come esistente al momento della deliberazione.

Su tale formulazione non vi sono osservazione in quanto ha correttamente preservato i diritti degli azionisti di risparmio.

Viceversa – come si è già osservato – non è stata modificata la seguente parte della disciplina delle azioni di risparmio:

*- Allo scioglimento della società le azioni di risparmio hanno prelazione nel rimborso del capitale per l'intero valore nominale.*

*- La riduzione del capitale per perdite non importa riduzione del valore nominale delle azioni di risparmio se non per la parte della perdita che eccede il valore nominale complessivo delle altre azioni.*

Vediamo partitamente le due previsioni.

**a) la prelazione nel capitale allo scioglimento**

La previsione in parola disciplina i diritti patrimoniali dei soci in sede di liquidazione garantendo una priorità della restituzione del valore nominale. Essa, dunque, avrebbe dovuto essere adattata alla nuova struttura della società emergente dalla delibera assembleare del 2011, allorché è stata eliminata l'indicazione del valore nominale delle azioni. Ciò, tuttavia, non è avvenuto, sicché la previsione in esame, in mancanza del valore nominale espresso delle azioni sulla base del quale determinare il privilegio, potrebbe risultare allo stato inapplicabile, con ciò cagionando un pregiudizio patrimoniale immediato e diretto per gli azionisti di risparmio.

La norma statutaria vigente è tuttavia suscettibile di due possibili interpretazioni correttive:

a) la prima, superando la lettera dello statuto, potrebbe essere quella di sostituire, in via di interpretazione sistematica, l'espressione "valore nominale" con l'espressione "valore implicito"; in tal caso l'attribuzione del privilegio alle azioni di risparmio dipenderebbe dalle fluttuazioni del rapporto fra l'ammontare complessivo del capitale sociale ed il numero delle azioni di cui esso si compone<sup>6</sup>;

b) la seconda, sempre con un superamento della lettera dello statuto, potrebbe essere inteso il riferimento al valore nominale come valore nominale preesistente (ossia un euro).

La seconda interpretazione pare essere quella più corretta in quanto esclude in radice ogni pregiudizio delle azioni di risparmio e rende conseguentemente la delibera del 2011 non pregiudizievole degli azionisti di risparmio<sup>7</sup>. Tuttavia anche nel caso in cui si utilizzasse la prima soluzione e il riferimento fosse quello della parità contabile preesistente, (a condizione che le riduzioni di capitale fossero effettuate correttamente mediante riduzione del capitale e riduzione del numero delle azioni ordinarie), i diritti degli azionisti di risparmio sarebbero almeno parzialmente preservati.

Si ritiene comunque che lo statuto debba essere rettificato nel modo seguente: *"Allo scioglimento della società le azioni di risparmio hanno prelazione nel rimborso del capitale per un importo pari ad un (1) Euro per ciascuna azione"*.

#### **b) le modalità di riduzione del capitale**

Ancora una volta pare non adeguata la formulazione statutaria che fa riferimento al valore nominale che in questo caso deve essere reinterpretato come riferimento alla parità contabile.

Si ritiene pertanto che lo statuto debba essere rettificato nel modo seguente: *"la riduzione del capitale sociale per perdite non ha effetto sulle azioni di risparmio se non per la parte della perdita che non trova capienza nella frazione di capitale rappresentata dalle altre azioni"*.

---

<sup>6</sup> In particolare in caso di considerata ammissibilità di aumenti di capitale al di sotto della parità contabile, il pregiudizio (riduzione della frazione di capitale attribuita a ciascuna azione) colpirebbe gli azionisti di risparmio.

<sup>7</sup> Mi pare che si debba interpretare la deliberazione nel modo che non sia lesiva dei diritti dei soci.

In tal modo viene rispettata la postergazione nelle perdite delle azioni di risparmio.

6. L'ANALISI DELLA RIDUZIONE DELLA PARITÀ CONTABILE DELLE AZIONI DI RISPARMIO: LE MODALITÀ DI RIDUZIONE DEL CAPITALE

Le riduzioni del capitale sono state effettuate di tempo in tempo riducendo il capitale ma lasciando inalterato il numero di azioni ordinarie.

Tuttavia possono sollevarsi dubbi sulla correttezza del metodo di abbattimento del capitale seguito dalla società.

Laddove l'ammontare delle perdite non eccede il valore complessivo del capitale riferito alle azioni ordinarie (come era ad esempio al momento della deliberazione di riduzione del capitale del 24 gennaio 2011 o al momento della deliberazione del 12 giugno 2014), da un lato, (i) in base alla regola della postergazione, la riduzione del capitale deve lasciare inalterato il valore implicito delle azioni di risparmio, pari ad un euro e, dall'altro lato, (ii) all'esito dell'operazione tale deve essere anche il valore implicito delle azioni ordinarie, alla luce del principio di parità contabile di cui all'art. 2348, comma 1, c.c. da considerarsi inderogabile anche in sede di riduzione del capitale con una categoria di azioni postergata nelle perdite. Infatti il principio espresso dall'art. 2348, comma 1, c.c., secondo cui *“le azioni devono essere di uguale valore”*, deve essere ritenuto valido *“anche per le azioni senza indicazione del valore nominale”*<sup>8</sup>, dovendo ritenersi che anch'esse *“abbiano sempre il medesimo valore*

<sup>8</sup> TOMBARI, Sub art. 2348 c.c., in *Le società per azioni*, diretto da Abbadessa e Portale, Giuffrè, 2016, I, pag. pag. 521; cfr. anche LA SALA, Sub art. 2346, co. 1, 2 e 3 c.c., ivi, pag. 470, secondo cui *“il carattere seriale delle azioni, inteso nel senso di parità di valore, trova inoltre immutata applicazione allorquando sia stata omessa l'indicazione del valore nominale. In tal caso, infatti, l'art. 2346, co. 3, prescrive un criterio di commisurazione dei diritti degli azionisti, fondato sul rapporto tra le azioni possedute e il totale di quelle emesse, la cui operatività presuppone, quale condizione imprescindibile, che ogni azione abbia identico valore”*; DENTAMARO, Sub art. 2346 c.c., in *Codice delle società*, a cura di Abriani, Utet, 2016, pag. 637, per cui *“Il valore nominale determinato dallo statuto deve riferirsi senza eccezioni a tutte le azioni emesse [...]. Questo è quanto risulta dall'art. 2346 c.c. applicabile anche quando il valore nominale sia inespresso o non determinato”*; PRESTI-RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, Zanichelli, 2013, pag. 409, i quali ritengono che *“ogni azione ha identico valore nominale (o, in mancanza di valore nominale, esprime un'identica frazione del capitale sociale)”*; NUCCIO, Sub art. 2348 c.c., in Sub artt. 2325-2362 c.c., in *Commentario al Codice Civile*, a cura di Cendon, Giuffrè, 2010, pag. 482 s., per cui *“si comprende perché l'art. 2348, 1° co., c.c., anche all'indomani della suddetta riforma societaria, possa continuare a sancire l'uguaglianza del valore delle azioni senza distinguere a seconda che le azioni siano emesse con o senza (n.d.r. indicazione del) valore nominale:*

*nominale inespreso, ossia che rappresentino sempre e senza eccezioni la medesima frazione del capitale sociale*<sup>9</sup>.

Per raggiungere tale obiettivo, pare potersi sostenere che l'assemblea dovesse necessariamente procedere all'annullamento di una parte delle azioni ordinarie, secondo la regola aritmetica per cui, dato un minor dividendo, bisogna ridurre il divisore per mantenere lo stesso quoziente<sup>10</sup>.

Tale conclusione appare confortata dalla dottrina che ha affrontato esplicitamente il problema, la quale, premesso che *“per il divieto di emettere e mantenere azioni di valore nominale diverso, la riduzione del capitale deve necessariamente essere eseguita mediante annullamento proporzionale delle sole azioni ordinarie in modo da mantenere uguale, anche per quelle soggette alla falcidia per perdite, il valore nominale”*, afferma che *“ugualmente deve accadere per le società che hanno emesso azioni senza valore nominale, alcune delle quali postergate nelle perdite; i meccanismi che presiedono la valutazione del rapporto tra azioni senza valore nominale e capitale impongono, infatti, che la riduzione avvenga soltanto con annullamento delle azioni ordinarie in proporzione alla*

---

*l'uguaglianza del valore delle azioni dovrà essere in entrambi i casi rispettata”*; STAGNO D'ALCONTRES, Sub art. 2348 c.c., in *Società di capitali. Commentario*, a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, I, Jovene, 2004, pag. 274, secondo cui *“l'egalitarierità della partecipazione sociale unitaria comporta, nel caso in cui alle azioni sia stato attribuito valore nominale, l'uguaglianza della misura di questo con riferimento a tutte le azioni della società «senza eccezioni». Nel caso in cui lo statuto, invece, come è oggi previsto che sia di regola, preveda l'emissione di azioni prive di valore nominale, il principio di uguaglianza si specifica nel riferimento astratto del valore di ogni azione a quello risultante dal rapporto fra il capitale sociale nominale e la singola partecipazione”*.

<sup>9</sup> NOTARI, Sub art. 2346 c.c., in *Azioni*, a cura di Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari, Egea, 2008, pag. 18 s., il quale precisa che *“in mancanza del valore nominale, la regola dell'uguaglianza (formale) delle azioni non viene «imposta» all'autonomia privata affinché essa vi si adegui, bensì si applica automaticamente senza che sia all'uopo necessaria alcuna indicazione statutaria, che [...] può mancare del tutto (come avviene di norma nella prassi, posto che assai raramente gli statuti che adottano le azioni senza valore nominale hanno cura di affermare che tutte le azioni rappresentano la medesima frazione del capitale sociale)”*.

<sup>10</sup> Tale conclusione non pare sollevare profili di criticità in relazione ai limiti quantitativi di emissione delle azioni di risparmio rispetto alle azioni ordinarie, di cui alla L. 216/1974 né con l'art. 2351 c.c., secondo cui il valore delle azioni senza diritto di voto, con voto escluso e con voto limitato *“non può complessivamente superare la metà del capitale sociale”* (cfr. sul punto TRIMARCHI, *Le riduzioni del capitale sociale*, Ipsoa, 2010, pag. 333 ss.). Infatti, come si vedrà, anche a seguito dell'annullamento delle azioni ordinarie volto a ristabilire la parità contabile di tutte le azioni, le azioni di risparmio continuerebbero a rappresentare meno del 50% delle azioni emesse (peraltro invece pare condivisa la tesi secondo cui – per effetto della riduzione per perdite – si possano avere azioni di risparmio in misura eccedente il 50% delle azioni emesse: si veda sul punto ancora TRIMARCHI, *Le riduzioni del capitale sociale*, Ipsoa, 2010, pag. 333 ss.).

*partecipazione di ciascuno dei soci ordinari, essendo dato, il valore implicito di ciascuna azione senza valore nominale, dal rapporto tra capitale e numero di azioni emesse". Invero, "se non si procedesse all'annullamento delle azioni ordinarie, la perdita finirebbe per incidere inammissibilmente anche sulle azioni, senza valore nominale, postergate nelle perdite"<sup>11</sup>.*

---

<sup>11</sup> AA.VV., Sub art. 2446 c.c., in *Società per azioni*, a cura di Lo Cascio, 6, Giuffrè, 2007, pag. 342 s.; cfr. anche MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Giuffrè, 2004, pag. 86, il quale, dopo aver affermato che "l'eventuale riduzione del capitale sociale per perdite non potrà che avvenire mediante proporzionale annullamento delle azioni in circolazione, con preferenza nelle azioni ordinarie rispetto a quelle postergate, e non mediante riduzione del valore nominale delle stesse", in quanto "se si procedesse alla riduzione del valore nominale, potendo questa incidere, per effetto della postergazione, solo sulle azioni ordinarie, si creerebbe per ciò solo una diversità di valore nominale tra le azioni ordinarie e quelle postergate, la quale per le ragioni dette non può considerarsi legittima", precisa che, "ove la società avesse emesso azioni prive di valore nominale, come è oggi possibile nel sistema riformato (art. 2346 terzo comma c.c.), non sarebbe materialmente possibile altra soluzione se non quella dell'annullamento di alcune azioni, non potendosi operare su un valore nominale ab origine inesistente".

Si segnala, peraltro, l'opinione apparentemente divergente di ABRIANI-DELL'OSSO, Sub art. 2348 c.c., in *Codice delle società*, a cura di Abriani, Utet, 2016, pag. 676, secondo i quali "occorre distinguere a seconda che lo statuto determini o meno il valore nominale deliberazioni. È soltanto nella prima ipotesi che si porrà l'esigenza per la società di procedere, contestualmente alla deliberazione di riduzione del capitale sociale, a ristabilire la parità del valore nominale delle azioni tramite opportuni frazionamenti (delle azioni a minor incidenza sulle perdite) o raggruppamenti delle altre azioni (in ossequio al già ricordato dettato dell'art. 2° co. 2 dell'art. 2346 c.c., che impone di riferire a tutte le azioni emesse dalla società, senza eccezioni, un'identica determinazione del valore nominale). Per questa ragione, ove si intendano creare azioni a diversa incidenza nelle perdite, è senz'altro opportuno avvalersi della possibilità, ora accordata dal 3° co. Dello stesso art. 2346 c.c., di emettere azioni senza indicazione del valore nominale (è dato qui apprezzare la sensibile semplificazione nelle operazioni societarie che può derivare dal nuovo istituto: l'assenza dell'indicazione del valore nominale presenta il vantaggio di non dover procedere né ad aggiornamenti di tale indicazione nel titolo, art. 2354, 3° co., c.c., e nell'atto costitutivo, art. 2328, 1° co, n. 5, c.c., tutte le volte che il valore nominale subisce modificazioni, né di provvedere, in alternativa, ad operazioni di raggruppamento, frazionamento, arrotondamento o approssimazione"); nello stesso senso, ZANONI, Sub art. 2348 c.c., in *Codice commentato delle s.p.a.*, diretto da Fauceglia e Schiano di Pepe, I, Utet, 2006, pag. 180, per cui "nel caso di azioni senza (indicazione del) valore nominale, non sarà necessario alcun particolare accorgimento". Questo orientamento, tuttavia, non pare garantire la parità contabile di tutte le azioni prive di indicazione del valore nominale.

La conclusione cui pare potersi pervenire è confortata da quanto emerge dalla prassi di altre società quotate, in particolare Seat Pagine Gialle S.p.A. Nella relazione degli amministratori all'assemblea straordinaria del 26 gennaio 2009, convocata per deliberare sull'eliminazione dell'indicazione del valore nominale delle azioni, reperibile sul sito [www.italiaonline.it](http://www.italiaonline.it), si legge: "Per conservare intatto, invece, il diritto di postergazione nella partecipazione alle perdite, si dovrà prevedere che eventuali perdite di capitale non colpiscano le azioni di risparmio, se non per la parte che non trova capienza nella frazione di capitale rappresentata dalle azioni ordinarie. Per realizzare questo risultato, la riduzione del capitale per perdite dovrà essere attuata mediante annullamento in via prioritaria delle azioni ordinarie, alla stessa stregua di quanto si farebbe anche in presenza di valore nominale".

Dunque, al fine di mantenere inalterato il valore implicito spettante alle azioni di risparmio, si doveva procedere all'annullamento di tante azioni ordinarie tali da (i) ristabilire il corretto valore implicito di tutte le azioni, pari a un euro, allo stesso tempo, (ii) abbattere il capitale sociale per effetto delle perdite.

In alternativa all'annullamento di una parte delle azioni ordinarie, la società potrebbe forse optare per frazionamenti di azioni di risparmio, in ogni caso tali da (i) mantenere la parità contabile delle azioni a seguito dell'operazione di riduzione del capitale<sup>12</sup> e (ii) imputare le perdite alle sole azioni ordinarie<sup>13</sup>.

Gli effetti dell'errore commesso con la delibera del 24 gennaio 2011 sono in parte superati con la delibera di riduzione del capitale che ha comunque ridotto l'ammontare complessivo del capitale ad Euro 548.156.97 che se – come corretto – fossero stati tutti attribuiti alle azioni di risparmio<sup>14</sup> comportavano una riduzione della frazione di capitale attribuita a ciascuna azione di risparmio comunque a Euro 0,1599. Tuttavia si deve osservare come tale errore sembri essere stato ripetuto con la delibera di riduzione del 28 giugno 2013 e del 12 giugno 2014.

#### 7. L'ANALISI DELLA RIDUZIONE DELLA PARITÀ CONTABILE DELLE AZIONI DI RISPARMIO: GLI AUMENTI DI CAPITALE AL DI SOTTO DELLA PARITÀ CONTABILE

Si deve osservare che gli aumenti di capitale attuati sulla base della deliberazione del 24 gennaio 2011 e sulla base della deliberazione del 26 maggio 2016 sono stati effettuati ad un valore per azione inferiore alla preesistente parità contabile ed hanno avuto un effetto di riduzione della frazione di capitale sociale attribuita

---

<sup>12</sup> Le azioni di risparmio avrebbero in tal caso un minor valore implicito, ma ciascun azionista di risparmio disporrebbe di un maggior numero di azioni, mantenendo così inalterato il valore implicito della propria partecipazione.

<sup>13</sup> Si veda sul punto FICO, *Le operazioni sul capitale sociale nella s.p.a. e nella s.r.l.*, Giuffrè, 2010, pag. 160, secondo cui, in caso di riduzione del capitale sociale, “in presenza di azioni senza valore nominale, [...], dal momento che ciascuna azione deve rappresentare la stessa frazione del capitale sociale, l'uguaglianza sarà ottenuta variando, sempre attraverso raggruppamenti e frazionamenti, il numero delle azioni medesime”.

<sup>14</sup> Il che non è stato in quanto sono stati ripartiti in modo uguale tra tutti i soci, ordinari e di risparmio.

alle azioni (sia ordinarie sia di risparmio)<sup>15</sup>. In relazione a tali delibere si pongono due temi: il primo attiene alla legittimità stessa di una delibera di aumento di capitale sotto la parità contabile, il secondo attiene, in tale caso, alla necessità o meno di un voto dell'assemblea speciale.

#### **A. Legittimità di un aumento di capitale sotto la parità contabile**

Orbene se sia o meno possibile deliberare aumenti di capitale al di sotto della parità contabile preesistente delle azioni è un tema assai controverso.

Come noto il Consiglio del Notariato ha espresso sostanzialmente la tesi favorevole agli aumenti di capitale sotto la parità contabile:” Ricordato il dibattito, tra chi ritiene ancora vigente il cosiddetto divieto di emissione di azioni sotto la pari sulla base del combinato disposto dell'art. 2346, V comma, c.c. (39) e dell'art. 2348, I comma, c.c. (40) e chi invece, ritiene scomparso tale divieto previgente, ammettendo la emissione di azioni sotto la parità contabile precedente, al fine di incentivare nuove sottoscrizioni, ci sembra interessante e particolarmente equilibrata la tesi (41) in base alla quale il divieto non è stato né rimosso né confermato, ma semplicemente siamo in presenza di una revisione del concetto , in quanto la parità contabile deve intendersi con riferimento a ciascuna singola emissione senza dover effettuare raffronti con le azioni già in circolazione. In altri termini, la necessità che le azioni siano di uguale valore nominale andrebbe riferito alla singola emissione e ciò purché sia sempre assicurata l'effettiva copertura globale del capitale sociale, ciò facendo "la pari contabile di tutte le azioni si rideterminerebbe nel valore risultante dal quoziente del capitale e del numero della azioni stesse.”<sup>16</sup>.

<sup>15</sup> L'aumento di capitale del 28 giugno 2013 per l'importo di 0,072 per azione è al di sopra della parità contabile delle azioni precedenti risultante dallo statuto ma inferiore alla parità contabile che doveva essere attribuita alle azioni di risparmio.

<sup>16</sup> Nel medesimo senso gli Orientamenti del Consiglio Notarile di Milano in materia di atti societari , massima n. 36, in Riv. Not. 2005, pagina 665: “In caso di aumento di capitale sociale a pagamento, da parte di una s.p.a. con azioni senza valore nominale, il prezzo di emissione delle azioni deve essere determinato in misura almeno pari alla "parità contabile" delle azioni di nuova emissione (ossia pari all'aumento di capitale diviso il numero delle azioni di nuova emissione), in modo tale che l'ammontare dei nuovi conferimenti sia complessivamente pari o superiore all'ammontare dell'aumento del capitale sociale. E' d'altro canto legittima, sempre in sede di aumento del capitale sociale a pagamento da parte di una s.p.a. con azioni prive del valore nominale, l'emissione di nuove azioni ad un prezzo inferiore alla "parità contabile" delle azioni esistenti al momento dell'assunzione della deliberazione di aumento (ossia pari al capitale sociale ante aumento, diviso per il numero delle azioni ante aumento), fermo restando che l'ammontare dei nuovi conferimenti deve essere complessivamente pari o superiore

Viceversa altri autori hanno contestato nettamente questa linea di interpretazione. Si veda in particolare Spolidoro che ricava, anche sulla base di una analisi comparatistica, l'esistenza di un divieto di delibere di aumento di capitale sotto la parità contabile<sup>17</sup>.

Non v'è qui spazio per trattare un tema che richiederebbe un esame a se stante e che già conta una bibliografia ampia ed una ampia prassi societaria.<sup>18</sup>, ma che resta obiettivamente controvertibile. Si deve dunque prendere atto che si tratta di

---

*all'ammontare dell'aumento del capitale sociale"* In motivazione viene precisato che "Di certo nessun principio di diritto societario - e ciò è confermato dal confronto comparatistico con tutti gli ordinamenti europei che conoscono le azioni senza valore nominale - impone di mantenere invariata, in occasione di un aumento di capitale, la stessa parità contabile delle azioni preesistenti all'aumento: in altre parole, il rapporto tra la parte di capitale che si forma con l'aumento e il numero delle azioni di nuova emissione può essere diverso rispetto a quello sussistente tra il vecchio capitale e le vecchie azioni, di guisa che, dopo l'aumento si avrà una nuova parità contabile, diversa sia alla vecchia parità contabile, sia a quella delle azioni di nuova emissione. Ad e-empio, si immagini che la società Alfa, con capitale di euro 1.000.000 diviso in n. 1.000.000 azioni senza valore nominale, aumenti il capitale di euro 1.000.000 con emissione di n. 500.000 nuove azioni, ovviamente sempre senza valore nominale. A prescindere dal prezzo di emissione, si noti che: la parità contabile delle azioni ante aumento era pari a euro 1,00 per azione (1.000.000 diviso 1.000.000); la parità contabile delle azioni di nuova emissione è pari a euro 2,00 per azione (1.000.000 diviso 500.000); la parità contabile di tutte le azioni post aumento è pari a euro 1,50 (2.000.000 diviso 1.500.000)..... Da tale punto di vista, tuttavia, si deve ritenere che l'esistenza del diritto di opzione e dell'obbligo di determinare il sovrapprezzo nei casi di esclusione del diritto di opzione (art. 2441 c.c.) tuteli sufficientemente la posizione dei vecchi soci, la "diluizione" dei quali potrebbe avvenire solo in caso di mancato esercizio del diritto di opzione (ferma restando la loro possibilità di alienarlo agli altri soci o a terzi). Non pare quindi si possano rinvenire nel sistema sufficienti elementi per affermare l'inammissibilità di una deliberazione di aumento di capitale che non rispetti la parità contabile riferita alle vecchie azioni, bensì si limiti a fissare un prezzo pari al valore nominale inespresso delle nuove azioni. E' vero che tale operazione rischierebbe di aggravare la posizione delle minoranze, per i motivi appena evidenziati, ma si tratta in sostanza della medesima posizione in cui i soci di minoranza si trovano in caso di azioni con valore nominale e in cui del resto si trovavano già prima della riforma del 2003. Si consideri infatti che, così come può essere determinato un prezzo di emissione delle azioni senza valore nominale svincolato dal valore reale oltre che dal valore contabile delle azioni già in circolazione, allo stesso modo l'assemblea di una società con azioni con valore nominale è totalmente libera di deliberare un aumento di capitale a pagamento, offrendo le azioni in opzione ai soci, determinando il prezzo di emissione a prescindere dal valore effettivo del patrimonio sociale e dal valore reale delle azioni (nei limiti dell'abuso di maggioranza, e salvo il limite, verso il basso, dato dal valore nominale). Da un punto di vista qualitativo, la posizione dei soci di minoranza è la medesima, in quanto in entrambi i casi essi non possono opporsi alla diluizione del valore delle vecchie azioni, bensì possono tutelarsi, al pari di tutti i soci, unicamente mediante l'esercizio dei diritti di opzione o mediante la loro vendita".

<sup>17</sup> Si veda ad esempio il dettagliato ed argomentato studio reperibile sul sito Consob: <http://www.consob.it/documents/46180/46181/spolidoro.pdf/bf2a0f52-37a4-4679-89f2-50cle245751a>.

<sup>18</sup> Mario Notari, Il problema dei c.d. aumenti di capitale sotto la parità contabile in *Analisi Giuridica dell'economia* pag. 33; moltissime società hanno provveduto ad effettuare aumenti di capitale al di sotto della parità contabile.



una questione controversa in relazione alla quale manca una posizione giurisprudenziale<sup>19</sup>.

### **B. La necessità o meno di una deliberazione dell'assemblea speciale**

Tenuto conto dell'esistenza della categoria delle azioni di risparmio si pone un ulteriore problema ossia se tale delibera di aumento del capitale sotto la parità contabile – ove ammissibile in generale – sia possibile in presenza di azioni di risparmio senza che vi sia stata una deliberazione favorevole dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio.

In termini generali la risposta sembrerebbe nel senso che non sia necessaria una deliberazione dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio.

Come noto L'art. 2376, comma 1, c.c., prevede che *“se esistono diverse categorie di azioni o strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi, le deliberazioni dell'assemblea, che pregiudicano i diritti di una di esse, devono essere approvate anche dall'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria interessata”*. Con particolare riguardo alle azioni di risparmio, l'art. 146, comma 1, lett. b), T.U.F. dispone che *“L'assemblea speciale degli azionisti di risparmio delibera: [...] b) sull'approvazione delle deliberazioni dell'assemblea della società che pregiudicano i diritti della categoria, con il voto favorevole di almeno il venti per cento delle azioni della categoria”*.

Dottrina e giurisprudenza sono concordi nel ritenere che il pregiudizio rilevante ai sensi delle norme predette sia certamente il pregiudizio di diritto, che ricorre quando viene modificata *in peius* la posizione dei diritti incorporati nell'azione della categoria, mentre è discussa la rilevanza di altre forme di pregiudizio<sup>20</sup>, pur essendo condivisa in genere l'esclusione di mere aspettative e le posizioni di mero fatto o i meri interessi<sup>21</sup>.

<sup>19</sup> Si tratta in sostanza di un tema aperto.

<sup>20</sup> Ad esempio, è molto discussa la rilevanza o meno del c.d. “pregiudizio quantitativo”, su cui non merita discutere, non essendo rilevante per il presente parere.

<sup>21</sup> Per tutti, da ultimo, ABU AWWAD, Sub art. 2376 c.c., in *Le società per azioni*, diretto da Abbadessa e Portale, Giuffrè, 2016, I, pag. 1038; LEOZAPPA, Sub art. 2376 c.c., in *Delle società. Dell'azienda. Della concorrenza*, a cura di Santosuosso, in *Commentario del Codice Civile*, diretto da Gabrielli, \*, Utet, 2015, pag. 1680 ss.; GROSSO, *Azioni di S.p.A.*, in *Società per azioni. Costituzione e finanziamento*, a cura di Cottino e Sarale, in *Nuova giurisprudenza di diritto civile e commerciale*, fondata da Bigiavi, Utet, 2013, pag. 296 ss.; PRESTIPINO, Sub Artt. 146, 147, 147-

A tal riguardo, è stato osservato che “il pregiudizio rilevante per l'applicazione dell'art. 2376 c.c. deve consistere non in un pregiudizio di mero fatto, bensì in un pregiudizio di diritto, riscontrabile quando la delibera dell'assemblea generale, avendo ad oggetto un diritto speciale fra quelli che sono propri delle singole categorie, ne determini una compressione o una limitazione, alterando il rapporto esistente tra le diverse categorie, e menomando la posizione di vantaggio precedentemente attribuita collettivamente alla singola categoria interessata”<sup>22</sup>.

Nell'ambito del pregiudizio di diritto, peraltro, in dottrina si distingue ulteriormente fra pregiudizio diretto, che viene in considerazione se la lesione ha ad oggetto i diritti diversi delle azioni di categoria, e pregiudizio indiretto, che si verifica se la lesione consegue ad operazioni le quali possono avere ripercussioni mediate sui diritti diversi<sup>23</sup>: il primo è senz'altro rilevante, mentre il secondo, che si realizza per lo più nel caso di emissione di nuove azioni con diritti rafforzati rispetto a quelli delle azioni già esistenti o nell'ipotesi di compimento di operazioni che possano alterare il rapporto fra le diverse categorie azionarie, per una parte della giurisprudenza e della dottrina rileva<sup>24</sup> e per un'altra parte no, in quanto la legge non tutelerebbe il c.d. “diritto al rango”<sup>25</sup>.

---

bis T.U.F., in *Commentario T.U.F.*, a cura di Vella, II, Giappichelli, 2012, pag. 1548; GIAMPAOLINO, Sub art. 146 T.U.F., in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di Fratini e Gasparri, II, Utet, 2012, pag. 1921; GRIPPO-BOLOGNESI, *L'assemblea nella società per azioni*, in *Impresa e lavoro*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da Rescigno, 16, \*\*\*, Utet, 2011, pag. 145; ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in AA. VV., *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, IV, 1, Padova, 2010, pag. 270 s.

<sup>22</sup> Trib. Milano, 26 maggio 1990, in *Giur. it.*, 1991, I, 2, pag. 590; nello stesso senso, Trib. Roma, 20 marzo 1995, in *Dir. fall.*, 1995, II, pag. 910.

<sup>23</sup> ABU AWWAD, Sub art. 2376 c.c., cit., pag. 1038 s.; COSTA, *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 3\*\*, Utet, 1993, pag. 535 ss.

<sup>24</sup> Trib. Milano, 26 maggio 1990, cit.; Trib. Roma, 20 marzo 1995, cit., sia pure solo a livello di *obiter dicta*; GINEVRA, *La partecipazione azionaria*, in *Diritto commerciale*, a cura di Cian, II, Giappichelli, 2014, pag. 299 ss.; LIBERTINI-MIRONE-SANFILIPPO, Sub art. 2376 c.c., in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da D'Alessandro, II, 1, Piccin, 2010, pag. 832; ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, cit., pag. 271; COSTA, *Le assemblee speciali*, cit. pag. 535 ss.; PORTALE, “Uguaglianza e contratto”: il caso dell'aumento di capitale sociale in presenza di più categorie di azioni, in *Riv. dir. comm.*, 1990, p. 721 s.; NOBILI, *La disciplina delle azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1984, pag. 1227.

<sup>25</sup> Trib. Milano, 8 luglio 2004, in *Giur. it.*, 2005, pag. 306; Trib. Milano, 9 ottobre 2002, in *Giur. Mil.*, 2003, p. 39; STAGNO-D'ALCONTRES, Sub art. 2376 c.c., in *Società di capitali. Commentario*, a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, 2004, I, Jovene, pag. 543; COSTI, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Giur. comm.*, 1990, I, pag. 569; GROSSO, *Categorie di azioni e assemblee speciali*, cit. pag. 181 ss.

Si può dunque affermare che, per quanto rileva in questo parere, pregiudizio rilevante per gli azionisti di categoria sia certamente quello che incide in modo diretto sui diritti propri delle azioni della categoria considerata (nella specie, le azioni di risparmio), come enucleati dallo statuto sociale prima che intervenga la deliberazione assembleare pregiudizievole.

Orbene nel caso di specie (delibera di aumento di capitale sotto la parità contabile) vi potrebbero essere due ragioni per escludere la necessità di una deliberazione dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio.

In primo luogo si potrebbe sostenere che siamo in presenza di un (eventuale) pregiudizio che riguarda il singolo socio e non la categoria di azioni<sup>26</sup> e di conseguenza si tratta di un pregiudizio di fatto e non di diritto; in effetti il pregiudizio dipende da un aumento di capitale e le azioni di risparmio in sé per sé considerate continuano ad attribuire i medesimi diritti ai loro titolari (ad analoghe conclusioni è giunta parte della dottrina in relazione al tema di variazione del valore nominale delle azioni di risparmio nell'ambito di operazioni di fusione<sup>27</sup>).

---

<sup>26</sup> sul fatto che per essere rilevante e comunque di diritto il pregiudizio debba riguardare la categoria e non il singolo socio si vedano Costi, PARERE PRO VERITATE pubblicato su Giur. Comm., 1990, pag. 575 e ss: "Ed è questa la nozione di categoria di azioni recepita, in termini assolutamente non controvertibili e non controversi, dall'art. 2376. Quest'ultima norma, nel momento in cui impone che le deliberazioni dell'assemblea generale debbano essere approvate dai soci della categoria interessata, quando «pregiudicano i diritti» di quella stessa categoria, fa preciso riferimento ad una deliberazione che pregiudichi qualcuno dei diritti incorporati nelle azioni di quella medesima categoria. E, a tal fine, non ha alcuna rilevanza la «posizione» che, ad altro titolo, tali soci occupino nell'ambito della società"; Bernardino Libonati / Paolo Ferro-Luzzi, CATEGORIE DI AZIONI E AUMENTO DEL CAPITALE CON EMISSIONE DI SOLE AZIONI ORDINARIE in Riv. Dir. Comm. 1990, I, pag. 703: "L'art. 2376 c.c. richiede - come già dicevasi - assemblee speciali in presenza di una deliberazione assembleare che pregiudichi i «diritti» di una «categoria» di azioni. La tesi esposta sub 5.1. finisce invece per applicare l'istituto dell'assemblea speciale alla tutela di qualunque interesse al mantenimento della differenza (quantitativa) fra categorie, senza neanche domandarsi se e quale protezione giuridica tale interesse riceva al fine di considerarlo interesse tutelato, cioè diritto; e finisce, inoltre, per applicare l'istituto alla protezione di interessi che in realtà più che della categoria sono del singolo portatore di titoli della categoria, quale è tipicamente l'interesse alla quantità percentuale di potere di voto delle azioni (e v. soprattutto sub 3.2., b). Non è chi non veda, infatti, che tale interesse non è propriamente «della categoria». Non mancano tuttavia voci contrarie.

<sup>27</sup> Si veda sul punto quanto ha scritto il prof. Bianchi in linea con il suo parere: "Altri esempi potrebbero prospettarsi. Il dato comune che emerge dalla breve rassegna che precede ci pare sia costituito dalla constatazione che, se anche potesse ipotizzarsi nella variazione del valore nominale delle azioni che vengono concambiate l'esistenza di un pregiudizio alle azioni di risparmio annullate con la fusione, si tratterebbe pur sempre di un pregiudizio di fatto e non di diritto. Non soltanto infatti le società che si fondono non deliberano nell'ambito dell'approvazione del progetto di fusione alcuna modifica della misura del diritto agli utili né in termini percentuali

In secondo luogo si potrebbe sostenere che si sia in presenza di un pregiudizio che manca della caratteristica di essere un pregiudizio differenziale; in effetti perché si debba dare corso al voto dell'assemblea degli azionisti di risparmio è necessaria la sussistenza di un pregiudizio differenziale di una categoria di azionisti rispetto all'altra; orbene la riduzione della frazione del capitale per azione, può recare un pregiudizio ma tale pregiudizio colpisce nella medesima misura tutti i soci della società<sup>28</sup>.

In particolare almeno l'argomento relativo alla mancanza del pregiudizio differenziale potrebbe sembrare dirimente. In effetti la riduzione della parità contabile colpisce in pari misura sia le azioni ordinarie sia le azioni di risparmio. Ad esempio pare corretto che, in una società con azioni che hanno il valor nominale, un aumento di capitale di azioni ordinarie con esclusione del diritto di per sé diluisce in egual misura azionisti ordinari e di risparmio e non richieda alcuna approvazione dell'assemblea degli azionisti di risparmio.

Si può tuttavia osservare che, nell'ambito di uno statuto che ha eliminato il valore nominale delle azioni, è corretto che sia vigente il principio statutario secondo cui *"la riduzione del capitale sociale per perdite non ha effetto sulle azioni di risparmio se non per la parte della perdita che non trova capienza nella frazione di capitale rappresentata dalle altre azioni"*. Orbene se è così pare singolare che tale riduzione della parità contabile delle azioni di risparmio non possa

---

*né assoluti delle azioni di risparmio oggetto di concambio ma neppure può ritenersi che tali azioni subiscano una modificazione del rispettivo status patrimoniale ante fusione, nemmeno indirettamente. Poiché - secondo una pacifica opinione - il pregiudizio di fatto non fa scattare l'applicazione del regime "garantista" che è previsto dall'art. 2376, cod. civ.53, è da ritenere che, nel caso in cui le azioni di risparmio concambiate non garantiscano soltanto di fatto la medesima remunerazione precedente alla fusione, l'approvazione da parte dell'assemblea degli azionisti di risparmio non sia richiesta"* Bianchi, LA CONGRUITÀ DEL RAPPORTO DI CAMBIO NELLA FUSIONE, Il Sole 24Ore, 2002, pag.118-119); nel medesimo senso il prof. Bianchi cita Montalenti, PARERE IN TEMA DI FUSIONE E ASSEMBLEE SPECIALI DEGLI AZIONISTI DI RISPARMIO, Torino, 2000.

<sup>28</sup> Si veda, sempre in tema di fusione, Gallea, LE AZIONI DI RISPARMIO, Torino, 1992, pag. 63: quando la riduzione è effetto di una operazione di fusione in relazione alla quale è stato determinato in modo corretto il rapporto di cambio, non vi è spazio per una contestazione da parte dei soci di risparmio, in quanto si tratta di una deliberazione unitaria che incide su tutti i soci in modo eguale. In altri termini mancherebbe in tale circostanza la caratteristica di pregiudizio differenziale. Lo stesso Spolidoro in FUSIONI E SCISSIONI DI SOCIETÀ, Giappichelli, Torino, 1990, pag. 93 ammette che *"alle azioni speciali devono essere assicurati diritti equivalenti a quelli loro spettanti prima della fusione, salvi naturalmente gli effetti del rapporto di cambio che, di per sé, incide su tutte le azioni nella stessa misura"*.

conseguire dalla riduzione del capitale e possa invece derivare da un aumento di capitale effettuato sotto la parità contabile.

Mi pare che – anche sotto questo profilo – il tema sia oggettivamente incerto.

#### 8. LE COMUNICAZIONI SOCIALI

Si deve infine segnalare l'apparente non coerenza tra le diverse comunicazioni sociali effettuate dalla società nel tempo e le risultanze statutarie.

Mi pare rilevante segnalare almeno l'ultima in quanto come si è già rilevato la comunicazione sociale del 29 luglio 2016 indica un capitale sociale di euro 17.546.782,57 risulta diviso in n. 380.921.019 azioni ordinarie quotate, da n. 2.138.888.889 azioni ordinarie non quotate e da n. 3.427.403 azioni di risparmio prive di valore nominale e precisa che alle n. 3.427.403 azioni di risparmio, è attribuita una frazione di capitale pari a Euro 428.156,97 e dunque con una frazione di capitale pari a Euro 0,124. In contrasto con ciò lo statuto ripartisce il capitale sociale allo stesso modo a tutte le azioni e dunque in realtà la parità contabile è pari 0,0069 e la relazione di *corporate governance* conferma tale interpretazione indicando che: *“Il capitale sociale è di 17.546.782,57 Euro interamente versato, suddiviso in numero 2.519.809.908 azioni ordinarie (99,86% del capitale sociale) e 3.427.403 azioni di risparmio (0,14% del capitale sociale), senza valore nominale, come risultante a seguito dell'aumento di capitale conclusosi in data 28 luglio 2016”*.

#### 9. CONCLUSIONI

Sulla base di quanto indicato sopra si evidenziano le conclusioni che seguono<sup>29</sup>:

---

<sup>29</sup> Si precisa che, tenuto conto del tenore dei quesiti sottoposti, il presente parere non esamina in alcun modo i profili di validità ed efficacia delle deliberazioni di volta in volta approvate dall'assemblea straordinaria di Vincenzo Zucchi, nonché la sussistenza di rimedi esperibili (e le tempistiche in cui tali rimedi possono o debbono essere esperiti, anche tenendo conto del rispetto dei termini di prescrizione quinquennale tipici dei diritti di carattere societario); conseguentemente, né le argomentazioni svolte né le conclusioni alle quali si perviene potranno essere intese come riferite, direttamente o anche solo indirettamente, a tali profili. In altri termini, il parere si limita esclusivamente a valutare quali delibere e comportamenti correttivi possano essere eventualmente posti in essere dalla Vincenzo Zucchi S.p.A. per evitare ogni eventuale pregiudizio conseguente alle delibere assunte dall'assemblea straordinaria dal 2011 in poi.

a) lo statuto per chiarire i diritti degli azionisti di risparmio deve essere modificato come segue all'articolo 5:

*- Allo scioglimento della società le azioni di risparmio hanno prelazione nel rimborso del capitale per un importo pari ad un (1) Euro per ciascuna azione.*

*- la riduzione del capitale sociale per perdite non ha effetto sulle azioni di risparmio se non per la parte della perdita che non trova capienza nella frazione di capitale rappresentata dalle altre azioni.*

b) al momento della riduzione del capitale del 28 giugno 2013 tutto il residuo capitale di Euro 548.156,97 doveva essere attribuito alle azioni di risparmio e quindi ciascuna azione di risparmio doveva vedersi attribuita una frazione di capitale di Euro 0,1599 e le riduzioni del capitale del 28 giugno 2013 e del 12 giugno 2014 sono state assunte in modo non conforme al principio di postergazione nelle perdite delle azioni di risparmio. Se assumiamo che tale parità contabile non poteva essere ridotta per effetto delle successive deliberazioni di riduzione per perdite, si deve rendere atto che i successivi aumenti di capitale hanno avuto l'effetto di ridurre tale parità contabile in quanto sono stati effettuati rispettivamente a 0,072 e 0,005 (e dunque al di sotto della parità contabile da attribuirsi alle azioni di risparmio<sup>30</sup>). La parità contabile che dovrebbe essere ricostituita a favore degli azionisti di risparmio dipende dalla risoluzione dei problemi correlati alla validità di tali aumenti di capitale sotto la parità contabile e della necessità o meno di una delibera dell'assemblea speciale. Se si opta per la tesi che tali delibere non potevano pregiudicare la parità contabile delle azioni di risparmio resterebbe acquisito che alle azioni di risparmio dovrebbe essere riconosciuta una frazione del capitale pari a Euro 0,1599. Viceversa laddove si aderisse alla tesi opposta, la conseguente parità contabile dovrebbe essere superiore a quella attuale, ma di poco (0,0085 rispetto a 0,0069)<sup>31</sup>.

\* \* \*

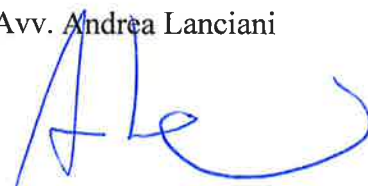
---

<sup>30</sup> L'aumento di capitale del 28 giugno 2013 per l'importo di 0,072 per azione è al di sopra della parità contabile delle azioni precedenti risultante dallo statuto ma inferiore alla parità contabile che doveva essere attribuita alle azioni di risparmio.

<sup>31</sup> E ciò in quanto la gran parte della riduzione della parità contabile dipende dall'aumento di capitale del 16 maggio 2016 in cui sono state emesse n. 2.000.000.000 con una parità contabile di 0,005.

Restiamo a disposizione per ogni opportuno approfondimento.

Avv. Andrea Lanciani

A handwritten signature in blue ink, consisting of a stylized 'A' followed by a cursive 'L' and a long horizontal stroke that curves upwards at the end.