

Repertorio numero 28.588/13.464

**VERBALE DI ASSEMBLEA SPECIALE DEGLI AZIONISTI DI RISPARMIO  
DELLA "BORGOSERIA S.P.A. in liquidazione"**

REPUBBLICA ITALIANA

L'anno duemiladiciassette, il due maggio, in Torino, nel mio studio in via A. Avogadro n. 16, alle ore diciannove.

Innanzi a me dottor LUIGI MIGLIARDI, notaio in Torino, iscritto al Collegio Notarile dei Distretti Riuniti di Torino e Pinerolo, è presente:

SCOTTO ing. Piero, nato ad Arquata Scrivia (AL) il 23 aprile 1965, residente in Moncalieri, strada **Mongina** n. 27, codice fiscale SCT PRI 65D23 A436S, cittadino italiano della cui personale identità io notaio sono certo.

Detto comparente, agendo nella qualità di rappresentante comune degli azionisti di risparmio della

**"BORGOSERIA S.P.A.** in liquidazione, con sede in Prato, Via dei Fossi n. 14/C, capitale di euro 28.981.119,32 versato, codice fiscale e numero di iscrizione al Registro Imprese di Prato 00554840017, R.E.A. PO-502788, in possesso dell'indirizzo di Posta Elettronica Certificata (PEC): BORGOSERIA@PEC.BORGOSERIASPACOM, mi chiede di redigere il verbale dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio tenutasi presso il mio studio il giorno diciotto aprile scorso per deliberare sul seguente

**ORDINE DEL GIORNO**

1. Relazione sull'attività svolta dal Rappresentante comune degli azionisti di risparmio negli ultimi sei mesi.
2. Resoconto sui provvedimenti presi dalla Società in esito alle deliberazioni assunte dall'Assemblea speciale del 3 novembre 2016. Deliberazioni inerenti e conseguenti.
3. Presentazione da parte del Rappresentante comune di uno o più pareri in merito alle criticità evidenziate negli ultimi mesi e, in particolare, nell'assemblea speciale del 3-11-2016. Proposte al Collegio dei Liquidatori. Deliberazioni inerenti e conseguenti.
4. Chiarimenti agli Azionisti circa la posizione legittima e priva di incompatibilità del Rappresentante comune in carica.

Aderendo alla richiesta fattami, io notaio dò atto che in data 18 aprile scorso si è tenuta presso il mio studio e in mia presenza l'assemblea speciale degli azionisti di risparmio della "BORGOSERIA S.P.A." in liquidazione, che viene con il presente verbalizzata come segue:

Il giorno diciotto aprile duemiladiciassette, in Torino alle ore diciassette e minuti dieci, nel mio studio in via Avogadro n. 16, si è riunita l'assemblea speciale degli azionisti di risparmio convocata in unica adunanza per deliberare sugli argomenti di cui all'ordine del giorno sopra riportato.

Preliminarmente si procede a designare il Presidente della riunione e con voto unanime di tutti i presenti viene desi-

**REGISTRATO A TORINO**

**I° UFF. ENTRATE TTK**

**IL 18 maggio 2017**

**AL N. 10041/1T  
CON EURO 200,00**

gnato a presiedere l'assemblea l'Ingegner Piero Scotto, il quale

constatata

- la convocazione dell'Assemblea a mezzo avviso pubblicato sul sito internet della società in data 10 marzo 2017, nochè mediante sistema di stoccaggio autorizzato "1INFO" ai sensi dell'art. 113 ter 3 del D.Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58;

- l'avvenuto deposito, nei termini, presso la sede sociale e sul sito internet della stessa all'indirizzo [www.borgosesiaspa.com](http://www.borgosesiaspa.com) (sezione Assemblee), della documentazione relativa agli argomenti all'ordine del giorno unitamente a quella ulteriormente prevista dall'art. 125 quater del D.Lgs. 58/98 e l'invio della documentazione medesima a "BORSA ITALIANA S.P.A.;"

- la presenza dei seguenti azionisti di risparmio, e precisamente:

= VINCI SCHREIBER Isabella titolare di numero 149.000 (centoquarantanovemila) azioni, e

= SCHREIBER Annia Fleur titolare di numero 84.080 (ottantaquattromilaottanta) azioni, entrambe rappresentate dall'ing. Piero Scotto per delega in atti;

= PETRERA Michele titolare di numero 29.032 (ventinovemila-trentadue) azioni, in proprio;

= BORLINI Gian Battista titolare di numero 88.775 (ottantottomilasettecentosettantacinque) azioni,

= BERTI Simonetta titolare di numero 26.686 (ventiseimilaseicentottantasei) azioni, e

= MENEGHINI Gianpietro titolare di numero 6.111 (seimilacentoundici) azioni,

tutti rappresentati dal signor Michele Petrera per delega in atti;

= SCOTTO Piero titolare di numero 766 (settecentosessanta-sei) azioni rappresentato dal signor Carlo Maria Braghero per delega in atti;

= GOZZINI Marco titolare di 76 (settantasei) azioni, in proprio;

titolari fra tutti di 384.526 (trecentottantaquattromilacinquecentoventisei) azioni di risparmio - pari al 42,992% delle complessive numero 894.412 azioni di risparmio emesse - aventi diritto di voto come da segnalazioni pervenute dagli intermediari [Citibank](http://Citibank), Banca Aletti, BPSS, Fineco, Directa Sim, Intesa Sanpaolo e SGSS, come risulta dal documento che viene allegato sotto la lettera "A";

dato atto che

- non sono intervenuti altri azionisti di risparmio;

- non sono presenti liquidatori o sindaci della società;

- accertata l'identità e la legittimazione degli intervenuti dichiara

l'Assemblea validamente costituita e conferma a me notaio l'incarico di redigerne il verbale, dando atto che assiste

ai lavori assembleari l'avv. Stefano Balzola che ha redatto uno dei pareri che verranno dianzi esaminati, il quale è a disposizione degli azionisti per fornire eventuali chiarimenti.

Prende la parola l'Ing. Piero Scotto il quale preliminarmente propone di trattare gli argomenti all'ordine del giorno anteponendo la trattazione del punto 3) e del punto 2) per poi passare ai punti 1) e 4)). Tale ordine di trattazione viene approvato all'unanimità dai presenti.

**A** - Il presidente apre quindi la trattazione del terzo punto all'ordine del giorno:

**"3.** Presentazione da parte del Rappresentante comune di uno o più pareri in merito alle criticità evidenziate negli ultimi mesi e, in particolare, nell'assemblea speciale del 3-11-2016. Proposte al Collegio dei Liquidatori. Deliberazioni inerenti e conseguenti".

Il Presidente nella sua qualità di rappresentante comune degli azionisti di risparmio presenta i due pareri redatti, su suo espresso incarico, l'uno dallo Studio Legale Weigmann di Torino a cura degli avvocati Andrea Lanciani e Roberto Secondo in data 10 aprile 2017, l'altro dall'avvocato Stefano Balzola, qui presente, in data 13 aprile 2017.

I detti pareri vengono allegati rispettivamente sotto le lettere **"B-C"** al presente verbale.

Evidenzia come in entrambi i pareri il valore implicito delle azioni di risparmio venga determinato in euro 1,416 per ciascuna azione.

Chiede quindi la parola l'azionista Petrera il quale premette e fa rilevare che la richiesta da lui presentata per la convocazione della presente assemblea è motivata dalla circostanza che risulta ampiamente trascorso il termine di tre mesi dall'ultima assemblea degli azionisti di risparmio tenutasi il 3 novembre 2016. Termine entro il quale era stato richiesto all'Organo della liquidazione di porre in essere tutte le operazioni necessarie a mantenere i privilegi patrimoniali delle azioni di risparmio, secondo le modalità e nei contenuti previsti e riconosciuti prima dell'intervento delle citate delibere, approvate dall'Assemblea straordinaria degli Azionisti del 20.12.2013 e successive; delibere tutte non sottoposte all'approvazione dell'Assemblea speciale degli Azionisti di risparmio, ex articoli 2376 C.C. e 146 TUF.

Ringrazia il rappresentante comune per l'attività d'informazione svolta nell'interesse di tutti gli azionisti e per essersi fatto parte diligente nel richiedere i pareri legali oggi presentati in assemblea.

Dichiara di aver apprezzato entrambi i pareri e sottolinea anch'egli in particolare la circostanza che da entrambi viene evidenziato un valore implicito nominale di ciascuna azione di risparmio pari ad euro 1,416. Rileva come risulti confermato quanto era già stato evidenziato nelle precedenti as-

semblee relativamente al fatto che pur essendo stato eliminato il valore nominale esplicito di ciascuna azione non si possa fare a meno di attribuire comunque alle azioni di risparmio un preciso valore implicito.

Chiede infine alcune delucidazioni all'avvocato Balzola in merito alle varie alternative con cui è possibile arrivare a eliminare i dubbi sorti in relazione ai diritti spettanti agli azionisti di risparmio con particolare riferimento alla postergazione delle perdite.

L'avvocato Balzola chiarisce come ciò sarebbe possibile sia reintroducendo il valore nominale delle azioni sia attraverso l'individuazione di un loro preciso valore di riferimento.

Prende quindi la parola il ragionier Braghero il quale si dichiara soddisfatto del contenuto dei pareri, entrambi molto dettagliati e allineati sulle conclusioni di diritto.

Al termine della discussione

l'assemblea:

valutate le osservazioni emerse dal dibattito svoltosi, con il voto favorevole di tutti gli azionisti intervenuti detentori di complessive numero 384.526 (trecentottantaquattromilacinquecentoventisei) azioni di risparmio,

DELIBERA

- di prendere atto del contenuto dei pareri allegati al presente, redatti su richiesta del rappresentante comune degli azionisti di risparmio, e di approvare in particolare il punto in cui entrambi evidenziano un valore implicito di ciascuna azione di risparmio pari ad euro 1,416 (uno virgola quattrocentosedici);
- di chiedere all'Organo amministrativo della Società di tenere integralmente conto dei pareri legali degli Avv. Secondo & Lanciani dello Studio legale Tosetto, Weigmann e associati e dell' Avv. Balzola dello Studio legale Musumeci, Altara, Desana e associati, che confermano e suffragano la fondatezza delle richieste emerse nell'assemblea speciale del 3-11-2016;
- di delegare il rappresentante comune a trasmettere alla Società detti pareri con adeguati commenti, con particolare riferimento al fatto che il valore nominale implicito dell'azione di risparmio è in entrambi gli studi indicato in euro 1,416.

**B** - Il presidente apre quindi la trattazione del secondo punto all'ordine del giorno:

**"2. Resoconto sui provvedimenti presi dalla Società in esito alle deliberazioni assunte dall'Assemblea speciale del 3 novembre 2016. Deliberazioni inerenti e conseguenti."**

Chiede la parola il ragionier Braghero il quale sottolinea il comportamento dilatorio e la totale inerzia e latitanza degli organi sociali relativamente alle problematiche evidenziate dagli azionisti di risparmio.

L'assemblea, all'unanimità degli intervenuti

prende atto

della latitanza della società in merito alle richieste emerse da quanto deliberato nell'assemblea degli azionisti di risparmio tenutasi il 3 novembre 2016 e ne censura il comportamento dilatorio.

**C** - Apre quindi la trattazione del primo punto all'ordine del giorno:

**"1.** Relazione sull'attività svolta dal Rappresentante comune degli azionisti di risparmio negli ultimi sei mesi."

Il rappresentante comune richiama la propria relazione depositata ai sensi dell'art. 125 ter del TUF e pubblicata sul sito internet della società in data 10 marzo scorso e a integrazione della medesima fornisce alcune esplicazioni e precisazioni rimandando alla più esaustiva relazione integrativa che viene allegata al presente sotto la lettera "**D**".

L'assemblea all'unanimità degli intervenuti

prende atto

dell'attività svolta dal rappresentante comune e lo ringrazia.

**D** - Il presidente apre quindi la trattazione del quarto e ultimo punto all'ordine del giorno:

**"4.** Chiarimenti agli Azionisti circa la posizione legittima e priva di incompatibilità del Rappresentante comune in carica."

Il ragionier Braghero abbandona l'assemblea alle ore diciannove e minuti venticinque dichiarando di non essere legittimato a partecipare alla discussione sull'ultimo punto all'ordine del giorno.

L'ingegner Scotto precisa che egli svolge attività di docente, con contratti a tempo determinato, presso scuole pubbliche secondarie superiori, come peraltro già dichiarato e verbalizzato in occasione di precedenti assemblee.

Interviene quindi l'azionista Petrera il quale dichiara di avere denunciato tale circostanza alla società e al collegio sindacale e di avere al riguardo ricevuto risposta nella quale viene affermato che non sussiste incompatibilità fra tale attività e l'incarico di rappresentante comune, anche se a suo dire permane qualche riserva con riferimento al rapporto con la Pubblica Amministrazione. Termina il proprio intervento dichiarando di avere ricevuto i chiarimenti richiesti, per cui ritiene non esservi nulla da deliberare sul punto.

Esaurito l'ordine del giorno, il Presidente scioglie l'assemblea alle ore diciannove e minuti cinquanta.

Di tutti gli allegati ometto la lettura per espressa dispensa datami dal comparente.

Io notaio ho redatto questo verbale da me scritto in parte e in parte dattiloscritto e da me letto al comparente che lo conferma e con me si sottoscrive alle ore venti.

Occupia di tre fogli undici pagine.

In originale firmato:

Piero SCOTTO  
Luigi MIGLIARDI - Notaio.

---

DEPOSITI RICEVUTI PER LA PARTECIPAZIONE ALL' ASSEMBLEA SPECIALE  
DELLA SOCIETA' BORGOSEDIA S.P.A. IN LIQUIDAZIONE DEL 18/04/2017 ISIN: IT0003217368

Interm.	N. Progr.	Ragione Sociale	NrAzioni	%
CITIBANK	17001353	VINCI SCHREIBER ISABELLA	149.000	16,659
BCA ALETTI	01000059	BORLINI GIAN BATTISTA	88.775	9,926
BPSS	00008136	SCHREIBER ANNIA FLEUR	84.080	9,401
FINECO	00000247	PETRERA MICHELE	29.032	3,246
FINECO	00000190	BERTI SIMONETTA	26.686	2,984
DIRECTA SIM	00000021	MENECHINI GIANPIETRO	6.111	0,683
BPSS	00008578	SCOTTO PIERO	766	0,086
INTESA	00000506	GOZZINI MARCO	76	0,008
SGSS	01701169	SIMONE GIANLUIGI	7	0,001
<b>Totale Depositi</b>	<b>9</b>		<b>384.533</b>	<b>42,993</b>
<b>Totale Azionisti</b>	<b>9</b>			



*Succo*

*M. M.*

TOSETTO, WEIGMANN E ASSOCIATI  
STUDIO LEGALE FONDATO NEL 1877

MARCO WEIGMANN  
CLAUDIO PIACENTINI  
Prof MARCO RICOLFI  
GUIDO CRAVETTO  
FRANCO GALLIANO  
Prof GUIDO CANALE  
CARLO PARVIS  
RENATO FIUMALBI  
Giovanni Gazzola  
Andrea Lanciani  
Andrea Bernardini  
MATTEO ROSSOMANDO  
CLAUDIO VIVANI  
FABRIZIO TAROCO  
CARLO PORTATADINO  
FEDERICO RESTANO

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

DEBORAH BORGHI  
RICCARDO PRETE  
SIMONE ABELLONIO  
IVANO LONGO  
ALBERTO MARENKO  
SIMONE BIGI  
FABRIZIO GRASSO  
ELISA SULCIS  
VALENTINA TREBALDI  
MARGHERITA FEGATELLI  
ENRICO DEBERNARDI  
GIULIA ETZI ALCAYDE  
ROBERTO SECONDO  
ALESSIO BOTTERO  
GUGLIELMO PIACENTINI  
ILARIA BURI  
VINCENZO SARTA

Torino, 10 aprile 2017

Egregio Signor  
Ing. Piero Scotto  
Rappresentante Comune degli azionisti di risparmio  
di Borgosesia S.p.A. in liquidazione

A mezzo e-mail: piero.scotto@gmail.com

**PARERE SUL PREGIUDIZIO DEGLI AZIONISTI DI BORGOSERIA S.p.A. IN LIQUIDAZIONE, SULLE PROPOSTE DI MODIFICA DELLO STATUTO SOCIALE E SUL VALORE IMPLICITO DELLE AZIONI DELLA SOCIETÀ**

Egregio Ing. Scotto,

ci è stato prospettato il seguente quesito: *“Il rappresentante comune degli azionisti di risparmio di Borgosesia S.p.A. in liquidazione richiede un parere che – esaminata la documentazione della Borgosesia S.p.A. in liquidazione e, in particolare, i verbali dell’assemblea generale degli azionisti del 20.12.2013, del 14.6.2014, del 9.6.2015, del 30.11.2015, del 28.6.2016 e del 6.9.2016, i verbali dell’assemblea speciale degli azionisti di risparmio del 10.9.2015 e del 3.11.2016 e i bilanci di esercizio riferiti agli anni 2012, 2013, 2014 e 2015, nonché lo statuto aggiornato della società – chiarisca:*

1. *se lo statuto aggiornato di Borgosesia S.p.A. in liquidazione 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 20.12.2013 (con particolare riferimento all’eliminazione dell’indicazione del valore nominale delle azioni, all’annullamento delle azioni proprie e alle conseguenti modifiche statutarie) ed il 9.6.2015 (con particolare riferimento alla riduzione del capitale sociale);*
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. *in caso di risposta affermativa al precedente punto 1), quale sia il corretto valore implicito attualmente attribuibile alle azioni di Borgosesia S.p.A. in liquidazione”.*

\* \* \*

*Scotto*

1



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

STUDIOTOSSETTO.IT

THE PARLEX GROUP  
OF EUROPEAN LAWYERS  
PARLEX.ORG

- I -

**LA DOCUMENTAZIONE ESAMINATA**

Per rispondere ai quesiti sopra riportati abbiamo esaminato la seguente documentazione relativa a Borgosesia S.p.A. in liquidazione (di seguito, "Borgosesia"):

- il verbale dell'assemblea generale straordinaria del 20 dicembre 2013;
- il verbale dell'assemblea generale ordinaria del 14 giugno 2014;
- il verbale dell'assemblea generale ordinaria e straordinaria del 9 giugno 2015;
- il verbale dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio del 10 settembre 2015;
- il verbale dell'assemblea generale straordinaria del 30 novembre 2015;
- il verbale dell'assemblea generale ordinaria del 28 giugno 2016;
- il verbale dell'assemblea generale ordinaria e straordinaria del 6 settembre 2016;
- il verbale dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio del 3 novembre 2016;
- il bilancio di esercizio al 31 dicembre 2012;
- il bilancio di esercizio al 31 dicembre 2013;
- il bilancio di esercizio al 31 dicembre 2014;
- il bilancio di esercizio al 31 dicembre 2015;
- lo statuto sociale nella versione in vigore anteriormente all'approvazione delle delibere dell'assemblea straordinaria del 20 dicembre 2013;
- lo statuto sociale nella versione in vigore successivamente all'approvazione delle delibere dell'assemblea straordinaria del 20 dicembre 2013, ma anteriormente all'approvazione delle delibere dell'assemblea straordinaria del 9 giugno 2015;
- lo statuto sociale aggiornato;
- la denuncia al collegio sindacale *ex art. 2408 c.c.* dell'azionista di risparmio Michele Petrera del 29 gennaio 2016;
- la relazione del collegio sindacale del 14 aprile 2016 relativa alla denuncia *ex art. 2408 c.c.* dell'azionista di risparmio Michele Petrera;
- l'avviso di convocazione dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio del 10 marzo 2017.

\* \* \*

- II -

**LE VICENDE SOCIETARIE RILEVANTI DI BORGOSESIA**

Prima di affrontare partitamente i quesiti formulati dal rappresentante comune degli azionisti di risparmio (di seguito, "Rappresentante Comune"), pare opportuno ripercorrere le vicende societarie di rilievo che, a partire dalla fine

del 2013, hanno interessato Borgosesia, alla luce della documentazione sopra menzionata.

Il 20 dicembre 2013 l'assemblea generale degli azionisti di Borgosesia (in allora non ancora in stato di liquidazione), convocata in sede straordinaria, ha deliberato: (i) l'eliminazione dell'indicazione del valore nominale delle azioni, (ii) l'annullamento di 7.000.000 di azioni proprie e (iii) alcune modifiche statutarie.

Le modifiche dello statuto hanno riguardato, fra l'altro, (i) l'art. 5 (Misura del capitale), che nella nuova formulazione recita *“Il capitale sociale è di euro 54.995.595,60 [...] ripartito in 38.829.663 azioni, delle quali 37.935.251 ordinarie e 894.412 di risparmio”*, e (ii) l'art. 6 (Azioni e strumenti finanziari), ove è stato soppresso il seguente periodo del comma 3, recante la disciplina delle azioni di risparmio: *“la riduzione del capitale per perdite non comporta la riduzione del valore nominale delle azioni di risparmio se non per la parte della perdita che eccede il valore nominale complessivo delle altre azioni”*.

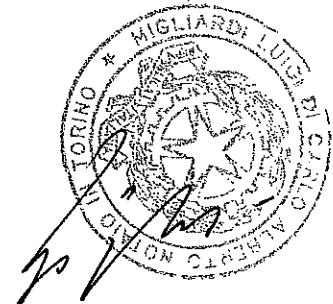
Nonostante l'eliminazione dell'indicazione del valore nominale delle azioni, sono rimaste immutate talune disposizioni statutarie che, disciplinando i diritti patrimoniali delle azioni, fanno espresso riferimento al valore nominale, con particolare riguardo (i) all'art. 27, comma 1, che attribuisce alle azioni di risparmio un privilegio nella distribuzione degli utili, e (ii) all'art. 29, che riconosce alle azioni di risparmio una prelazione nel rimborso del capitale in sede di liquidazione della società.

Il 14 giugno 2014 l'assemblea generale degli azionisti, convocata in sede ordinaria, ha approvato il bilancio al 31 dicembre 2013, deliberando di destinare a nuovo l'intera perdita di esercizio, pari a 2.180.824,00 euro.

Il 9 giugno 2015 l'assemblea generale degli azionisti, convocata in sede ordinaria e straordinaria, ha approvato il bilancio al 31 dicembre 2014, che presentava una perdita di esercizio pari a 7.217.035,39 euro. Quest'ultima, sommata alle perdite cumulate e portate a nuovo, pari a 9.681.267,61 euro, e alla riserva negativa *“indisponibile da fusione”*, pari a 20.147.779,92 euro, dava luogo ad una perdita complessiva di 37.046.082,92 euro, a fronte di un capitale sottoscritto e versato di 54.995.596 euro.

Ricorrendo, dunque, i presupposti per l'applicazione dell'art. 2446 c.c., l'assemblea ha deliberato di approvare la copertura integrale di tale perdita complessiva, utilizzando la riserva legale (quanto a 10.999.119,44 euro) e l'*“avanzo di fusione Gabiano”* (quanto a 32.487,20 euro), nonché riducendo il capitale sociale (quanto a 26.014.476,28 euro), *“senza annullamento di azioni, essendo le azioni prive di valore nominale espresso”*<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Verbale assembleare, pag. 16.



Conseguentemente, l'assemblea ha approvato di modificare l'art. 5 dello statuto sociale (Misura del capitale) come segue: “*Il capitale sociale è di euro 28.981.119,32 [...] ripartito in n. 38.829.663 azioni prive di valore nominale espresso, delle quali n. 37.935.251 ordinarie e n. 894.412 di risparmio*”.

Il 30 novembre 2015 l'assemblea generale degli azionisti, convocata in sede straordinaria, ha deliberato lo scioglimento e la messa in liquidazione della società.

Nel corso della discussione assembleare, il presidente del consiglio di amministrazione ha risposto ad alcune domande poste dall'azionista Michele Petrera, vertenti, in particolare, sul diritto di prelazione delle azioni di risparmio nel rimborso del capitale per l'intero valore nominale in sede di liquidazione e sul valore attribuibile alle azioni di risparmio in caso di annullamento delle residue azioni proprie della società, sempre in sede di liquidazione: “*il CdA di questa società, nei due bilanci e nei due bilanci semestrali abbreviati successivi all'assemblea del 20 dicembre 2013, ha rappresentato il valore complessivo delle azioni di risparmio in un importo totale che è rimasto invariato e, conseguentemente, risulta quindi invariato il valore di ciascuna azione di risparmio. Nei documenti di bilancio della società sopra richiamati, regolarmente approvati dalle rispettive assemblee degli azionisti, ogni azione di risparmio risulta rappresentata ad un valore di 1,20 euro. [...]. È stato chiesto al consulente BakerMcKenzie di approfondire la problematica anche alla luce di precedenti casi aziendali, nella specifica ottica della possibile messa in liquidazione della società; tale approfondimento ha al momento dato luogo alla risposta predisposta dal consulente precedentemente richiamata (punti 2 e 3)<sup>2</sup> e presuppone, a nostro avviso, ulteriori attività di analisi<sup>3</sup>*”.

Il 29 gennaio 2016 l'azionista Michele Petrera ha trasmesso una denuncia *ex art. 2408 c.c.* al collegio sindacale, avente ad oggetto due ordini di questioni.

Una prima doglianaza riguardava la delibera con cui il 20 dicembre 2013 l'assemblea generale degli azionisti aveva espunto dallo statuto sociale la

<sup>2</sup> Si riportano i punti 2 e 3 richiamati nel passaggio del presidente del consiglio di amministrazione: “*2) [...] il valore di prelazione dell'azione di risparmio dovrà necessariamente tenere conto del piano di liquidazione che verrà predisposto dai liquidatori e dalla situazione patrimoniale della società al momento del loro insediamento; 3) [...] si rammenta che la delibera dell'assemblea straordinaria dei soci del 20 dicembre 2013, che ha proceduto ad annullare, per obbligo di legge, una quota parte delle azioni proprie di Borgosesia S.p.A. eccedenti la soglia indicata dall'art. 2357 del Codice Civile, ha altresì stabilito di eliminare il valore nominale delle azioni della Società. Ciò comporta un diverso metodo di calcolo per la quantificazione della partecipazione, non più basato sul valore, bensì sul numero di azioni possedute (c.d. valore contabile). A tale quantificazione si procederà, pertanto, mediante la divisione del capitale per il numero di azioni emesse, dalla cui operazione aritmetica si potrà ricavare anche il valore nominale: poiché esso, dunque, anche tacito, è sempre determinabile, più che di azioni prive del valore nominale, si dovrà parlare di azioni senza indicazione del valore nominale o di azioni con valore nominale inespresso*” (verbale assembleare, pag. 5).

<sup>3</sup> Verbale assembleare, pag. 5-6.

previsione dell'art. 6 secondo cui *"la riduzione del capitale sociale per perdite non comporta la riduzione del valore nominale delle azioni di risparmio se non per la parte della perdita che eccede il valore nominale complessivo delle azioni"* e che, a suo avviso, *"inciderebbe, in senso deteriore, immediato e diretto, sul contenuto dei diritti speciali della categoria degli azionisti di risparmio in ordine alla eventualità di una riduzione del capitale sociale per perdite"* e, pertanto, *"configurandosi a tutti gli effetti come pregiudizio rilevante ai sensi dell'art. 146, comma 1, lett. b, TUF, per poter essere efficace, doveva essere sottoposta anche all'approvazione dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio"*.

Una seconda dogliananza aveva ad oggetto le informazioni rese dalla società in risposta alle domande dal medesimo formulate *ex art. 127-ter T.U.F.* in occasione dell'assemblea generale degli azionisti del 30 novembre 2015, a suo dire *"superficiali, confuse, incomplete e inesatte nel definire gli effetti, l'efficacia e le conseguenze delle delibere indicate in premessa, approvate nell'assemblea straordinaria del 20.12.2013"* e che *"allo stesso tempo non definiscono nemmeno in maniera certa, esatta e inconfutabile l'ammontare del capitale in capo alla categoria degli azionisti di risparmio non corrispondente tra quanto posto in atti e quanto posto in bilancio"*.

Il 14 aprile 2016 il collegio sindacale ha riscontrato la denuncia *ex art. 2408 c.c.* dell'azionista Michele Petrera, osservando che, per effetto delle delibere adottate dall'assemblea generale del 20 dicembre 2013, *"lo Statuto della Società non attribuisce più un valore nominale espresso (e fisso) alle azioni della Società e, dunque, tale valore è oggi dato dal rapporto tra l'ammontare complessivo del capitale e il numero delle azioni in circolazione (c.d. "valore nominale implicito" o "parità contabile")"*. Inoltre, *"è stata eliminata la previsione statutaria che sanciva uno dei privilegi attribuiti agli azionisti di risparmio, in base al quale questi ultimi non avrebbero "sofferto" delle perdite subite dalla Società, se non nella misura in cui tali perdite avessero ecceduto la quota di capitale rappresentata da azioni ordinarie (c.d. "diritto alla postergazione delle perdite") e, dunque, in sostanza in virtù del quale le azioni di risparmio costituirebbero l'ultima "parte" del capitale a poter essere colpita dalle perdite"*.

Secondo il collegio sindacale, *"potrebbe ritenersi che entrambe le modifiche statutarie sopra indicate, approvate dall'Assemblea Straordinaria della Società in data 20 dicembre 2013, siano idonee, almeno in linea generale, a pregiudicare i diritti degli azionisti di risparmio"*.

Infatti, per un verso, all'eliminazione dell'indicazione del valore nominale delle azioni sarebbe conseguita *"una sostanziale incertezza in ordine al valore dei privilegi riconosciuti agli azionisti di risparmio dagli Artt. 27, lett. (a), (b) e (c), ("Ripartizione degli utili e pagamento dei dividendi") e 29 ("Liquidazione") dello Statuto della Società, atteso che tali previsioni assumono proprio il valore nominale espresso quale parametro di riferimento per la determinazione dei privilegi"*, senza che a tale incertezza possa *"porre rimedio*.



*l'assunzione della parità contabile quale nuovo parametro di riferimento. Infatti, poiché la parità contabile è espressione del rapporto tra capitale e numero di azioni, è del tutto evidente che, in ipotesi di riduzione del capitale, il valore nominale implicito si riduce, con conseguente pregiudizio (anche) degli azionisti di risparmio”.*

Per altro verso, quanto alla modifica dell'art. 6 dello statuto, qualora “il Consiglio di Amministrazione ovvero il Collegio dei Liquidatori della Società ritenesse di non dover riconoscere agli azionisti di risparmio il diritto alla postergazione nelle perdite, quale precedentemente previsto dall'Art. 6, secondo comma, dello Statuto, la deliberazione di modifica statutaria del 20 dicembre 2013 dovrebbe certo ritenersi pregiudizievole, in tal caso in via diretta ed immediata, dei diritti della categoria, atteso che la medesima condurrebbe all'eliminazione di un diritto proprio degli azionisti di risparmio”.

Il collegio sindacale, infine, ha aggiunto che, a suo avviso, in pendenza di approvazione delle delibere assunte dall'assemblea generale degli azionisti del 20 dicembre 2013, “la Società debba continuare ad attribuire alle azioni di risparmio il valore già riconosciuto loro prima delle modifiche statutarie intervenute nel 2013, iscrivendole quindi ad un valore unitario pari ad Euro 1,20” e “in ipotesi di riduzione del capitale, gli azionisti di risparmio debbano necessariamente continuare a beneficiare del diritto di postergazione”, ed infatti (i) alla luce delle relazioni sulla gestione relative ai bilanci al 31 dicembre 2013 e al 31 dicembre 2014, “il Consiglio di Amministrazione della Società ha correttamente continuato ad attribuire alle azioni di risparmio un valore unitario pari ad Euro 1,20” e (ii) “in occasione della riduzione obbligatoria del capitale della Società, intervenuta con Delibera dell'Assemblea Straordinaria del 9 giugno 2015, le perdite sofferte dalla Società sono state “coperte” attraverso la riduzione del valore delle sole azioni ordinarie, essendosi quindi garantito agli azionisti di risparmio il diritto, integrale, alla postergazione nelle perdite”.

Il 28 giugno 2016 l'assemblea generale degli azionisti, convocata in sede ordinaria, ha approvato il bilancio al 31 dicembre 2015, deliberando di portare a nuovo la perdita di esercizio, pari a 6.619.018,00 euro.

In occasione di tale assemblea l'azionista Michele Petrera ha chiesto al collegio dei liquidatori (i) di fornire “le proprie osservazioni sulle conclusioni del Collegio Sindacale” in ordine alla denuncia *ex art. 2408 c.c.* formulata dal medesimo azionista, nonché precisazioni su “come intende correggere le criticità in esse evidenziate”, (ii) di confermare “gli importi esatti posti a bilancio a seguito di alcune delibere approvate dall'assemblea straordinaria del 20.12.2013 e da quelle successive che riguardano l'evoluzione del patrimonio netto e del capitale sociale, distinto per categorie di azioni, a seguito dell'eliminazione del diritto alla postergazione delle perdite per le azioni di risparmio e a seguito dell'annullamento di 7.000.000 (settemilioni) di azioni ordinarie proprie detenute in portafoglio” e (iii) di indicare “l'importo che, allo stato attuale, spetterebbe a

*ciascuna azione di risparmio a titolo di prelazione nel rimborso del capitale come previsto dall'art. 29 dello statuto sociale*<sup>4</sup>.

Con riferimento a tali quesiti, il collegio dei liquidatori, rispettivamente (i) ha rilevato *“di condividere il parere del Collegio Sindacale, evidenziando che lo stesso afferma come ad oggi non vi sia alcun pregiudizio per gli azionisti di risparmio”*, (ii) ha confermato *“le risultanze del bilancio sottoposto oggi all'assemblea degli azionisti”* e (iii) ha dato atto che *“il tema è tuttora in corso di approfondimento da parte dei consulenti della società”*<sup>5</sup>.

Il 6 settembre 2016 l'assemblea generale degli azionisti di Borgosesia, convocata in sede ordinaria e straordinaria, ha nominato i nuovi componenti del collegio sindacale e del collegio dei liquidatori.

Nel corso della discussione assembleare, il presidente del collegio dei liquidatori ha risposto ad alcune domande formulate dal Rappresentante Comune e vertenti, fra l'altro, sulle iniziative che l'organo amministrativo intendesse intraprendere alla luce dei contenuti della citata relazione del collegio sindacale del 14 aprile 2016: *“su tali temi c'è stato un avvicendamento nei consulenti della società ed ai nuovi consulenti è stato attribuito l'incarico di effettuare una revisione dello statuto e [...] almeno finché la società è in liquidazione il problema della lesione dei diritti degli azionisti di risparmio non si pone”*<sup>6</sup>.

Il 3 novembre 2016 si è riunita l'assemblea speciale degli azionisti di risparmio per discutere e deliberare sul seguente ordine del giorno:

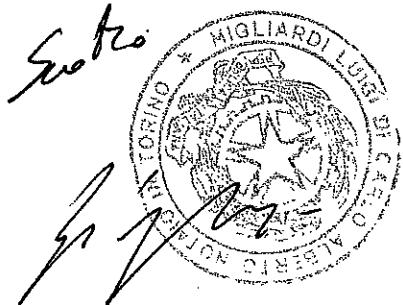
- “1. *Esame dei provvedimenti presi dall'Assemblea straordinaria degli Azionisti ordinari del 20 dicembre 2013 in ordine all'eliminazione dell'indicazione del valore nominale delle azioni, all'annullamento di n. 7.000.000 (settemilioni) di azioni ordinarie proprie detenute in portafoglio e all'eliminazione di alcuni diritti incorporati nelle azioni di risparmio e alle conseguenti modifiche degli articoli 5 e 6 dello Statuto sociale. Deliberazioni inerenti e conseguenti.*
2. *Esame dei provvedimenti presi dall'Assemblea straordinaria degli Azionisti ordinari del 09.06.2015, ai sensi dell'art. 2446 del codice civile, in ordine alla riduzione del capitale per perdite con conseguente modifica dell'art. 5 dello Statuto sociale. Deliberazioni inerenti e conseguenti.*
3. *Esame dei provvedimenti presi dall'Assemblea straordinaria degli Azionisti ordinari del 30.11.2015 in ordine allo scioglimento e alla messa in liquidazione volontaria della Società. Deliberazioni inerenti e conseguenti.*
4. *Esame dei provvedimenti presi dall'assemblea straordinaria degli Azionisti ordinari del 6 settembre 2016. Deliberazioni inerenti e conseguenti.*
- [...]”<sup>7</sup>.

<sup>4</sup> Verbale assembleare, pag. 6-7.

<sup>5</sup> Verbale assembleare, pag. 7.

<sup>6</sup> Verbale assembleare, pag. 8.

<sup>7</sup> Verbale assembleare, pag. 1.



Quanto al primo punto all'ordine del giorno<sup>8</sup>, l'assemblea ha deliberato di “*disapprovare, nel merito e nella sostanza, le delibere approvate dall'Assemblea straordinaria del 20 dicembre 2013, non sottoposte all'approvazione, ex art. 2476 c.c. e 146 T.U.F. dell'assemblea speciale degli Azionisti di risparmio*” e di “*chiedere all'Organi dei Liquidatori di accertare, verificare e/o rettificare, qualora fosse necessario anche con l'ausilio di esperti indipendenti, in un tempo non superiore ai tre mesi dalla pubblicazione della presente delibera, e prima di qualsiasi altra operazione straordinaria, l'esatta e corretta imputazione del capitale sociale non ridotto riferito all'annullamento di settemilioni di azioni ordinarie proprie, anche ai sensi dell'art. 2348, Codice Civile*”.

Quanto al secondo punto all'ordine del giorno, l'assemblea ha deliberato di “*chiedere all'Organo della Liquidazione di modificare quanto posto a bilancio, in ordine alla riduzione del capitale sociale, in esecuzione della delibera approvata dall'Assemblea straordinaria degli Azionisti del 09 giugno 2015, che tenga conto del reale capitale attribuibile alle azioni di risparmio, prima della riduzione del capitale ex art. 2446 c.c., comprensivo dell'incremento del riparto del capitale non diminuito a seguito dell'annullamento di settemilioni di azioni ordinarie proprie, deliberato dall'Assemblea straordinaria del 20 dicembre 2013, corrispondente a un valore implicito di ciascuna azione di risparmio pari ad euro 1,416*” e di “*chiedere all'Organo della Liquidazione e di porre in essere, in un tempo non superiore ai tre mesi dalla pubblicazione della presente delibera, e prima di qualsiasi altra operazione straordinaria, tutte le operazioni necessarie per recepire quanto sancito dall'art. 2348 c.c., al primo comma, in ordine all'uguaglianza di valore delle azioni di ogni categoria*”.

Quanto al terzo punto all'ordine del giorno, l'assemblea ha deliberato di “*chiedere all'Organo della Liquidazione di porre in essere, in un tempo non superiore ai tre mesi dalla pubblicazione della presente delibera, e prima di qualsiasi altra operazione straordinaria, tutte le operazioni necessarie a definire, al di là di ogni ragionevole dubbio, l'importo esatto della quota di capitale sociale che spetterebbe in prelazione agli Azionisti di risparmio nell'ipotesi in cui la procedura di liquidazione fosse portata o meno a conclusione*”.

Quanto al quarto punto all'ordine del giorno, l'assemblea ha deliberato di “*non disapprovare le delibere assunte nell'assemblea straordinaria del 6 settembre 2016 – considerate le risposte del Presidente del Collegio dei Liquidatori, come da verbale dell'assemblea del 6 settembre 2016 – e di prendere atto della volontà dichiarata dal Presidente del Collegio dei Liquidatori, Rag. Mauro Girardi, di far svolgere una attenta revisione dello*

---

<sup>8</sup> Prima della discussione il presidente del collegio dei liquidatori ha preso la parola, riconoscendo che “*nello statuto vi è incongruenza laddove all'articolo 27 primo comma lettere a) e b) sussiste ancora un riferimento al valore nominale delle azioni*” e garantendo “*il proprio impegno a valutare la posizione degli azionisti di risparmio con riferimento alla circostanza che il capitale è oggi rappresentato da azioni prive di valore nominale, ciò anche con riferimento alla posizione degli stessi nel caso in cui risulti esercitabile o esercitato il diritto di recesso*” (verbale assembleare, pag. 4).

*Statuto, affinché siano mantenuti tutti, nessuno escluso, in maniera chiara ed inequivocabile, i diritti precedentemente previsti per gli Azionisti possessori di azioni di risparmio”.*

Con avviso del 10 marzo 2017, il Rappresentante Comune – su richiesta dell’azionista Michele Petrera – ha convocato una nuova assemblea degli azionisti di risparmio per il 18 aprile 2017, aente quale ordine del giorno, fra l’altro, la “*presentazione da parte del Rappresentante comune di uno o più pareri in merito alle criticità evidenziate negli ultimi mesi e, in particolare, nell’assemblea speciale del 3-11-2016*”.

In tale prospettiva, il Rappresentante Comune si è rivolto al nostro Studio, affinché, anche alla luce dei profili di criticità emersi nell’ambito delle vicende societarie sopra riassunte, fornisca un parere rispetto ai quesiti enunciati in principio<sup>9</sup>.

\* \* \*

- III -

**IL PRIMO QUESITO.  
LE DISPOSIZIONI DELLO STATUTO  
PREGIUDIZIEVOLI PER GLI AZIONISTI DI RISPARMIO**

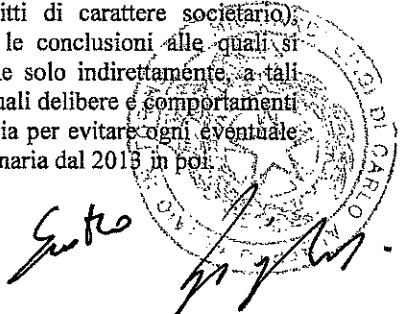
Il primo quesito formulato dal Rappresentante Comune ha ad oggetto l’individuazione di eventuali disposizioni pregiudizievoli per gli azionisti di risparmio contenute nello statuto di Borgosesia, come modificato a seguito delle deliberazioni assembleari sopra richiamate.

A tal riguardo, occorre dapprima circoscrivere, sul piano generale ed astratto, la nozione di “pregiudizio” rilevante rispetto ai diritti degli azionisti di risparmio, per poi esaminarne i risvolti applicativi nella fattispecie concreta.

**A) Il “pregiudizio” per la categoria degli azionisti di risparmio**

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*

<sup>9</sup> Si precisa che, tenuto conto del tenore dei quesiti sottopostici, 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 Borgosesia, 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 che verranno svolte né le conclusioni alle quali si perverrà 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 da Borgosesia per evitare ogni eventuale pregiudizio conseguente alle delibere assunte dall’assemblea straordinaria dal 2013 in poi.



*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>10</sup>, pur essendo condivisa in genere l'esclusione di mere aspettative e le posizioni di mero fatto o i meri interessi<sup>11</sup>.

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>12</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 immediate sui diritti diversi<sup>13</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

---

<sup>10</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>11</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 Santosuoso, 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-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, I, Padova, 2010, pag. 270 s.

<sup>12</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>13</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.

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>14</sup> e per un'altra parte no, in quanto la legge non tutelerebbe il c.d. "diritto al rango"<sup>15</sup>.

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. L'esame che segue sarà quindi condotto con riferimento ai possibili profili di pregiudizio di diritto diretto conseguenti alle deliberazioni dell'assemblea straordinaria di Borgosesia.

### **B) Le disposizioni dello statuto di Borgosesia pregiudizievoli per gli azionisti di risparmio**

Le disposizioni dello statuto di Borgosesia dedicate, in tutto o in parte, alla disciplina delle azioni di risparmio e rispetto alle quali occorre vagliare la sussistenza di eventuali elementi di pregiudizio per gli azionisti di categoria, nel senso precisato nel paragrafo precedente, sono: l'art. 5 (Misura del capitale), l'art. 6 (Azioni e strumenti finanziari), l'art. 27 (Ripartizione degli utili e pagamento dei dividendi) e l'art. 29 (Liquidazione).

#### *1) L'art. 5 (Misura del capitale)*

L'art. 5 dello statuto, nella versione anteriore alle modifiche intervenute con l'assemblea straordinaria del 20 dicembre 2013, era il seguente:  
"Il capitale sociale è di Euro 54.995.595,60 [...] ripartito in numero 45.829.663 azioni del valore nominale di 1,20 (uno virgola venti) ciascuna, delle quali numero 44.935.251 ordinarie e numero 894.412 di risparmio".

#### *i) L'art. 5 all'esito dell'assemblea del 20 dicembre 2013*

L'assemblea straordinaria del 20 dicembre 2013 ha riformulato l'articolo in parola come segue:

<sup>14</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 egli 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>15</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 capitale. Commentario*, a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, 2004, I, Jovene, pag. 543; COSTA, *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.



*“Il capitale sociale è di Euro 54.995.595,60 [...] ripartito in numero 38.829.663 azioni, delle quali 37.935.251 ordinarie e 894.412 di risparmio”.*

Rispetto al testo precedente, nella nuova formulazione (i) per un verso, non compare più, con riferimento alle azioni in cui è frazionato il capitale sociale, l’inciso *“del valore nominale di 1,20 (uno virgola venti) ciascuna”* e (ii) per altro verso, il numero di azioni in cui è ripartito il capitale risulta ridotto da *“45.829.663”* a *“38.829.663”* e la suddivisione delle azioni è passata da *“44.935.251 ordinarie e 894.412 di risparmio”* a *“37.935.251 ordinarie e 894.412 di risparmio”*.

La modifica *sub (i)* consegue alla soppressione dell’indicazione del valore nominale delle azioni, mentre la modifica *sub (ii)* è la diretta conseguenza dell’eliminazione di 7.000.000 di azioni proprie, operata senza contestuale riduzione del capitale sociale.

L’art. 5 dello statuto, in sé e per sé considerato, non parrebbe pregiudizievole per gli azionisti di risparmio.

Infatti, nonostante la soppressione dell’indicazione del valore nominale, le azioni continuano ad avere un valore implicito, determinato dal rapporto fra l’ammontare del capitale sociale ed il numero complessivo delle azioni di cui esso si compone<sup>16</sup>. In particolare, il valore implicito di ciascuna azione – che, qualora fosse stata approvata la sola eliminazione dell’indicazione del valore nominale delle azioni, sarebbe pari a 1,20 euro (54.995.595,60 euro / 45.829.663 azioni = 1,20 euro) – viene aumentato ad 1,416 euro per effetto dell’annullamento delle azioni proprie senza contestuale riduzione del capitale, secondo la regola aritmetica in base alla quale, a parità di dividendo, la riduzione del divisore determina un incremento del quoziente (54.995.595,60 euro / 38.829.663 azioni = 1,416 euro)<sup>17</sup>.

Tale conclusione, tuttavia, non trova riscontro nella rappresentazione contabile riportata nel bilancio di esercizio di Borgosesia al 31 dicembre 2014.

In particolare, a pag. 180 delle *“Note esplicative ai prospetti contabili del bilancio d’esercizio”* al 31 dicembre 2014, alla voce *“11. Patrimonio netto - 11.a. Capitale sociale”*, il numero complessivo delle azioni di Borgosesia risulta

---

<sup>16</sup> Cfr. l’art. 2346, comma 3, c.c., secondo cui *“in mancanza di indicazione del valore nominale delle azioni, le disposizioni che ad esso si riferiscono si applicano con riguardo al loro numero in rapporto al totale delle azioni emesse”*.

<sup>17</sup> Cfr. Massima n. 146 del 17 maggio 2016 del Consiglio Notarile di Milano (Riserva negativa azioni proprie: effetti in caso di annullamento delle azioni proprie): *“In caso di annullamento di azioni proprie prive di indicazione del valore nominale (o contestualmente private dell’indicazione del valore nominale), la deliberazione di annullamento delle azioni proprie può liberamente stabilire se l’annullamento delle azioni proprie comporti una riduzione del capitale sociale di importo corrispondente alla c.d. parità contabile delle azioni proprie annullate oppure venga eseguita senza riduzione del capitale sociale, che rimane in tal caso invariato, con conseguente incremento della parità contabile delle altre azioni”*.

diminuito — per effetto dell'annullamento di 7.000.000 di azioni proprie — da 45.829.663 (di cui 44.935.251 ordinarie e 894.412 di risparmio) a 38.829.663 (di cui 37.935.251 ordinarie e 894.412 di risparmio). Quanto al valore implicito delle azioni rispetto al capitale sociale al 31 dicembre 2014, ivi riportato alla voce *"Importo"*, esso risulta invariato rispetto ai dati riportati nel bilancio di esercizio precedente, essendo sempre pari ad 54.995.596 euro, riferito per 53.922.301 euro alle azioni ordinarie e per 1.073.295 euro alle azioni di risparmio<sup>18</sup>.

Orbene, da tale rappresentazione emerge una differenza tra il valore implicito delle azioni ordinarie e quello delle azioni di risparmio, dovuta all'imputazione alle sole azioni ordinarie dell'incremento del valore implicito conseguente all'annullamento di 7.000.000 di azioni proprie. Più precisamente, il valore implicito di un'azione ordinaria risulta pari ad 1,421 euro (53.922.301 euro / 37.935.251 azioni = 1,421 euro), mentre il valore implicito di un'azione di risparmio risulta pari ad 1,20 euro (1.073.295 euro / 894.412 azioni = 1,20 euro).

In tal modo, l'annullamento delle azioni proprie — che dovrebbe beneficiare in egual modo la totalità delle azioni, incrementandone il valore implicito — finisce per giovare alle sole azioni ordinarie, non spiegando alcun effetto a favore delle azioni di risparmio.

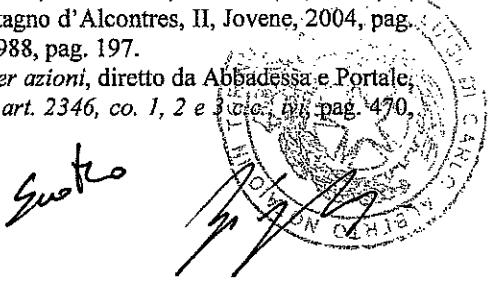
Tuttavia, l'annullamento delle azioni proprie ordinarie e l'attribuzione del relativo importo a capitale, e non a riserva, altro non è — a nostro parere — che un aumento gratuito del capitale, ai sensi dell'art. 2442 c.c., il quale deve necessariamente giovare in modo paritario a favore di tutti i soci. In particolare, nel caso di azioni prive di valore nominale, l'aumento gratuito di capitale può bensì essere eseguito in modo semplificato, imputando a capitale una determinata somma, ma questa deve andare a beneficio di tutti gli azionisti, incrementando in egual modo il valore implicito di tutte le azioni, e ordinarie e di categoria<sup>19</sup>..

Non solo: la suddetta divergenza tra il valore implicito delle azioni ordinarie e quello delle azioni di risparmio appare in contrasto con l'art. 2348, comma 1, c.c., secondo cui *"le azioni devono essere di uguale valore"*, posto che *"ciò vale anche per le azioni senza indicazione del valore nominale"*<sup>20</sup>, dovendo

<sup>18</sup> La stessa informazione è ricavabile anche a pag. 106 delle *"Note relative alla situazione alla situazione patrimoniale-finanziaria"* che seguono i *"Prospetti contabili consolidati"* al 31 dicembre 2014, alla voce *"11. Patrimonio netto - 11.a. Capitale sociale"*, nonché a pag. 55 della *"Relazione sulla gestione al bilancio della società e del gruppo al 31.12.2014"*.

<sup>19</sup> Il principio di parità di trattamento nell'aumento gratuito di capitale è assolutamente pacifico nella dottrina, secondo cui è consentito derogarvi solo con il consenso unanime di tutti gli azionisti interessati: FICO, *Le operazioni sul capitale sociale nelle s.p.a. nelle s.r.l.*, Giuffrè, 2010, pag. 83; D'ATTORRE, *Il principio di egualanza tra soci nelle società per azioni*, Giuffrè, 2007, pag. 229 ss.; RAGONESE, Sub art. 2442 c.c., in *Codice commentato delle S.p.A.*, diretto da Fuceglia e Schiano di Pepe, II, \*\*, Utet, 2007, pag. 1306; GUERRERA, Sub art. 2442 c.c., in *Società di capitali. Commentario*, a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, II, Jovene, 2004, pag. 1185; CERA, *Il passaggio di riserve a capitale*, Giuffrè, 1988, pag. 197.

<sup>20</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., n. pag. 470.



ritenersi che anch'esse *“abbiano sempre il medesimo valore nominale inespresso, ossia che rappresentino sempre e senza eccezioni la medesima frazione del capitale sociale”*<sup>21</sup>.

Dunque, sebbene la modifica dell'art. 5 dello statuto di Borgosesia non sia di per sé pregiudizievole per gli azionisti di risparmio, la relativa rappresentazione contabile degli assetti azionari, di cui al bilancio di esercizio al 31 dicembre 2014, attribuisce alle azioni di risparmio un valore implicito che risulta (i) diverso da quello delle azioni ordinarie, contrariamente a quanto previsto dall'art. 2348, comma 1, c.c., e (ii) inferiore a quello risultante dal rapporto fra il capitale sociale ed il numero complessivo di azioni emesse (1,20 euro anziché 1,416 euro), con ciò incidendo negativamente sui diritti patrimoniali dei titolari delle azioni di risparmio (in violazione dell'art. 2442 c.c. e del relativo principio di parità di trattamento dei soci).

#### *ii) L'art. 5 all'esito dell'assemblea del 9 giugno 2015*

L'art. 5 dello statuto è stato poi ulteriormente modificato in occasione dell'assemblea straordinaria del 9 giugno 2015, assumendo la seguente formulazione: *“Il capitale sociale è di euro 28.981.119,32 [...] ripartito in n.*

---

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 arti. 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: 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'egalitarietà 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>21</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)”*.

*38.829.663 azioni prive di valore nominale espresso, delle quali n. 37.935.251 ordinarie e n. 894.412 di risparmio”.*

Rispetto al testo precedente, nella nuova formulazione – che consegue alla riduzione del capitale per perdite *ex art. 2446 c.c.* per 26.014.476,28 euro – l’ammontare del capitale sociale è stato ridotto da “euro 54.995.595,60” a “euro 28.981.119,32”, senza contestuale annullamento di azioni, che sono sempre 38.829.663, di cui 37.935.251 ordinarie e 894.412 di risparmio.

Gli effetti contabili di tale operazione sono riportati a pag. 170 delle “Note esplicative ai prospetti contabili del bilancio d’esercizio” al 31 dicembre 2015, alla voce “11. Patrimonio netto - 11.a. Capitale sociale”, ove il numero complessivo delle azioni di Borgosesia è sempre indicato in 38.829.663 (di cui 37.935.251 ordinarie e 894.412 di risparmio) ed il loro valore implicito complessivo, ivi riportato alla voce “Importo”, risulta ridotto per effetto delle perdite a 28.981.119 euro, riferiti per 27.907.824 euro alle azioni ordinarie e per 1.073.295 euro alle azioni di risparmio<sup>22</sup>. Di conseguenza, secondo tale rappresentazione contabile, il valore implicito delle azioni ordinarie sarebbe pari a 0,736 euro (27.907.824 euro / 37.935.251 azioni = 0,736 euro) e il valore implicito delle azioni di risparmio sarebbe invece pari a 1,20 euro (1.073.295 euro / 894.412 azioni = 1,20 euro).

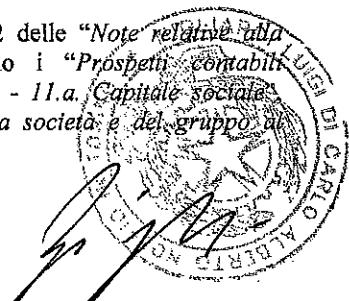
La delibera assembleare di riduzione del capitale e la conseguente rappresentazione contabile, in sé e per sé considerate, vogliono essere rispettose dei diritti degli azionisti di risparmio, in quanto ripartiscono il capitale residuo in modo asimmetrico tra azionisti ordinari e azionisti di risparmio. In sostanza, la perdita viene addebitata alla sola parte di capitale riferita alle azioni ordinarie.

Vi sono tuttavia due ordini di problemi.

Un primo profilo di criticità sta nel fatto che il valore implicito di partenza delle azioni di risparmio resta 1,20 euro, e non quello corretto, secondo quanto esposto sopra, di 1,416 euro.

Quindi, tale rappresentazione mantiene la divergenza – contraria all’art. 2348, comma 1, c.c. e all’art. 2442 c.c. – tra il valore implicito delle azioni ordinarie e quello delle azioni di risparmio. In particolare, come si è detto, il valore implicito di un’azione ordinaria risulta pari a 0,736 euro (27.907.824 euro / 37.935.251 azioni = 0,736 euro), mentre quello di un’azione di risparmio – che, come si è visto, a seguito dell’annullamento delle azioni proprie dovrebbe essere di 1,416 euro – risulta pari ad 1,20 euro (1.073.295 euro / 894.412 azioni = 1,20 euro).

<sup>22</sup> La stessa informazione è ricavabile anche a pag. 102 delle “Note relative alla situazione alla situazione patrimoniale-finanziaria” che seguono i “Prospetti contabili consolidati” al 31 dicembre 2015, alla voce “11. Patrimonio netto - 11.a. Capitale sociale” nonché a pag. 51 della “Relazione sulla gestione al bilancio della società e del gruppo al 31.12.2015”.



Ipotizzando di adottare il metodo scelto dalla società per ridurre il capitale, si dovrebbe partire dal corretto valore implicito iniziale delle azioni di risparmio, che – come si è visto – a seguito dell’eliminazione del valore nominale delle azioni e dell’annullamento di 7.000.000 di azioni proprie era pari a 1,416 euro. In particolare, la frazione di capitale sociale rappresentata dalle azioni di risparmio sarebbe pari al prodotto fra il numero delle azioni di risparmio (894.412 azioni) ed il loro valore implicito corretto (1,416 euro), dunque 1.266.487,39 euro (894.412 azioni \* 1,416 euro = 1.266.487,39 euro). Il capitale sociale rappresentato da azioni ordinarie, invece, sarebbe pari alla differenza fra il capitale sociale ridotto dall’assemblea straordinaria (28.981.119,32 euro) e la frazione di tale capitale rappresentata da azioni di risparmio (1.266.487,39 euro), dunque 27.714.631,90 euro (28.981.119,32 euro - 1.266.487,39 euro = 27.714.631,90 euro). Ne consegue che il valore implicito di ogni azione ordinaria, pari al rapporto tra la frazione di capitale sociale rappresentato da azioni ordinarie (27.714.631,90 euro) ed il numero di azioni ordinarie (37.935.251 azioni), sarebbe pari a 0,731 euro (27.714.631,90 euro / 37.935.251 azioni = 0,731 euro), e non 0,736 euro, come emerge dalle rappresentazioni contabili indicate in bilancio.

Tuttavia – ed è questo il secondo profilo di criticità – possono sollevarsi dubbi sulla correttezza del metodo di abbattimento del capitale seguito dalla società. Posto che l’ammontare delle perdite (26.014.476,28 euro) non eccedeva il valore complessivo del capitale riferito alle azioni ordinarie (53.922.301 euro), da un lato, (i) in base alla regola della postergazione, la riduzione del capitale doveva lasciare inalterato il valore implicito delle azioni di risparmio, pari ad 1,416 euro (erroneamente indicato in bilancio in 1,20 euro) e, dall’altro lato, (ii) all’esito dell’operazione tale doveva essere anche il valore implicito delle azioni ordinarie, alla luce del principio di parità contabile di cui all’art. 2348, comma 1, c.c. sopra richiamato, considerato inderogabile – come si è visto – anche in sede di riduzione del capitale con una categoria di azioni postergata nelle perdite.

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>23</sup>.

---

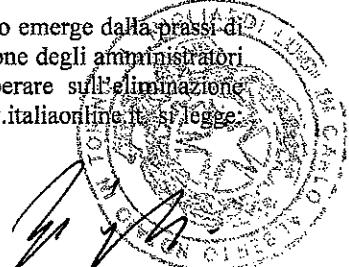
<sup>23</sup> Tale conclusione non pare sollevare profili di criticità in relazione ai limiti quantitativi di emissione delle azioni di risparmio rispetto alle azioni ordinarie, di cui alla L. 216/1974 né con l’art. 2351 c.c., secondo cui il valore delle azioni senza diritto di voto, con voto escluso 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.).

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 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>24</sup>.

<sup>24</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’OSO, 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 delle 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 Fuceglia 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:



Dunque, al fine di mantenere inalterato il valore implicito spettante alle azioni di risparmio, si deve procedere all'annullamento di tante azioni ordinarie tali da (i) ristabilire il corretto valore implicito di tutte le azioni, pari a 1,416 euro e, allo stesso tempo, (ii) abbattere il capitale sociale per effetto delle perdite, secondo i calcoli che verranno di seguito precisati.

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>25</sup> e (ii) imputare le perdite alle sole azioni ordinarie<sup>26</sup>. Tuttavia, vista l'incertezza e la complessità di tale soluzione, non sarà quella qui suggerita.

Nella situazione attuale, in definitiva, l'art. 5 dello statuto appare pregiudizievole agli azionisti di risparmio, in quanto, dividendo l'intero ammontare del capitale sociale (28.981.119,32 euro) per il numero complessivo delle azioni di cui esso si compone (38.829.663 azioni) – alla luce della formulazione della norma e sulla base del principio dell'eguaglianza del valore implicito – si perviene ad un valore implicito delle azioni di risparmio di 0,746 euro (assai inferiore al valore di 1,416 euro che, come si è visto, sarebbe da attribuirsi alle azioni di risparmio laddove le perdite fossero imputate solo alle azioni ordinarie).

## 2) *L'art. 6 (Azioni e strumenti finanziari)*

L'art. 6, comma 3, dello statuto, nella versione anteriore alle modifiche intervenute con l'assemblea straordinaria del 20 dicembre 2013, era il seguente: *“Possono essere altresì emesse azioni di risparmio, anche in sede di conversione di azioni già emesse sia ordinarie sia privilegiate, aventi i privilegi di cui ai successivi articoli 27 e 29; inoltre, le azioni di risparmio sono soggette alla seguente disciplina:*

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

---

*“Per conservare intatto, invece, il diritto di postergazione nella partecipazione alle perdite, si dovrà prevedere che eventuali perdite di capitale non colpiscono 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”.*

<sup>25</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>26</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'eguaglianza sarà ottenuta variando, sempre attraverso raggruppamenti e frazionamenti, il numero delle azioni medesime”*.

- *in caso di esclusione delle azioni ordinarie e/o di quelle di risparmio dalle negoziazioni in un mercato regolamentato, l'assemblea degli azionisti di risparmio potrà, entro dodici mesi dalla predetta esclusione, richiedere alla società la conversione delle azioni di risparmio in azioni ordinarie; l'assemblea straordinaria dovrà essere all'uopo convocata entro due mesi dalla richiesta e, se delibererà in senso conforme, determinerà le modalità della conversione; in caso di mancata conversione le azioni di risparmio conserveranno i privilegi di natura patrimoniale e la disciplina prevista dal presente statuto e dalla legge; al fine di assicurare al rappresentante comune un'adeguata informazione sulle operazioni che possono influenzare l'andamento delle quotazioni delle azioni di risparmio, al medesimo saranno inviate tempestivamente, a cura dei legali rappresentanti, le comunicazioni relative alle predette materie”.*

L'assemblea straordinaria del 20 dicembre 2013 ha riformulato l'art. 6, comma 3, divenuto comma 4, come segue:

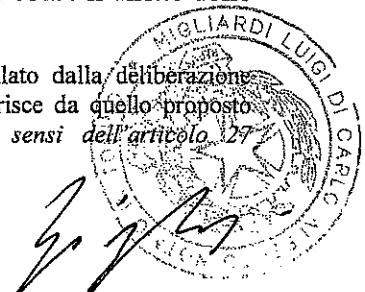
*“Possono essere altresì emesse azioni di risparmio, anche in sede di conversione di azioni già emesse sia ordinarie sia privilegiate, aventi i privilegi di cui ai successivi articoli 27 e 29; inoltre, le azioni di risparmio sono soggette alla seguente disciplina:*

- in caso di esclusione delle azioni ordinarie e/o di quelle di risparmio dalle negoziazioni in un mercato regolamentato, l'assemblea degli azionisti di risparmio potrà, entro dodici mesi dalla predetta esclusione, richiedere alla società la conversione delle azioni di risparmio in azioni ordinarie; l'assemblea straordinaria dovrà essere all'uopo convocata entro due mesi dalla richiesta e, se delibererà in senso conforme, determinerà le modalità della conversione; in caso di mancata conversione le azioni di risparmio conserveranno i privilegi di natura patrimoniale e la disciplina prevista dal presente statuto e dalla legge; al fine di assicurare al rappresentante comune un'adeguata informazione sulle operazioni che possono influenzare l'andamento delle quotazioni delle azioni di risparmio, al medesimo saranno inviate tempestivamente, a cura dei legali rappresentanti, le comunicazioni relative alle predette materie”.*
- ii.*

Rispetto al testo precedente, nella nuova formulazione non compare più la previsione per cui *“la riduzione del capitale sociale per perdite non comporta la riduzione del valore nominale delle azioni di risparmio se non per la parte della perdita che eccede il valore nominale complessivo delle altre azioni”*.

Tale modifica statutaria – le cui ragioni non emergono dal verbale assembleare né dalla relazione illustrativa del consiglio di amministrazione sulle materie all'ordine del giorno<sup>27</sup> – ha l'effetto di rimuovere *tout court* il diritto delle

<sup>27</sup> Peraltra, il nuovo art. 6 dello statuto, nel testo riformulato dalla deliberazione assembleare, così come riportato a pag. 8-9 del relativo verbale, differisce da quello proposto nella *“Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'articolo 27”*.



azioni di risparmio alla postergazione nelle perdite<sup>28</sup>, con ciò determinando un pregiudizio immediato e diretto ai rispettivi titolari.

Tale principio – adattato alla situazione di azioni prive del valore nominale – deve essere reinserito, come si vedrà meglio *infra*.

### 3) *L'art. 27 (Ripartizione degli utili e pagamento dei dividendi)*

L'art. 27, comma 1, dello statuto recita:

*“L'utile netto di bilancio, dopo il prelievo del 5% per la Riserva Legale sino a che questa non abbia raggiunto il quinto del capitale sociale, sarà così ripartito:*

- a) alle azioni di risparmio verrà assegnato un dividendo fino alla concorrenza del 5% del loro valore nominale;*
- b) l'utile eccedente, se l'Assemblea ne delibera la distribuzione, sarà attribuito alle azioni ordinarie fino alla concorrenza del 3% del loro valore nominale;*
- c) il residuo sarà attribuito in misura uguale sia alle azioni di risparmio sia alle azioni ordinarie. Quando in un esercizio sia stato assegnato alle azioni di risparmio un dividendo inferiore al 5% (cinque per cento) del loro valore nominale, la differenza è computata in aumento del dividendo privilegiato nei due esercizi successivi. In caso di distribuzione di riserve le azioni di risparmio hanno gli stessi diritti delle altre azioni”.*

La previsione in parola disciplina i diritti patrimoniali dei soci, attribuendo un privilegio patrimoniale alle azioni di risparmio strettamente correlato al loro valore nominale. Essa, dunque, avrebbe dovuto essere adattata alla nuova struttura della società emergente dalla delibera assembleare del 20 dicembre 2013, 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, risulta allo stato inapplicabile, con ciò cagionando un pregiudizio patrimoniale immediato e diretto per gli azionisti di risparmio.

La conclusione non muterebbe se si volesse “forzare” la lettera dello statuto, sostituendo, in via di interpretazione sistematica, l'espressione “*valore nominale*” con l'espressione “*valore implicito*”. In tal caso, infatti, 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: se il rapporto in parola fosse inferiore al privilegio in origine

---

*Regolamento Consob 11971/99*<sup>29</sup>, di cui all'Allegato A al verbale medesimo, ove la previsione in parola non risulta espunta.

<sup>28</sup> Si precisa che, nonostante il diritto delle azioni di risparmio alla postergazione nelle perdite fosse stato espunto dallo statuto, la società ha continuato, di fatto, a riconoscerlo, in particolare in occasione della riduzione del capitale sociale *ex art. 2446 c.c.* approvata dall'assemblea del 9 giugno 2015.

riconosciuto dall'art. 27 dello statuto, pari a 0,06 euro per azione (1,20 euro \* 5% = 0,06 euro), agli azionisti di risparmio verrebbe riservato un trattamento deteriore rispetto a quello che essi avrebbero avuto in presenza di azioni con valore nominale<sup>29</sup>.

Si tratta quindi di ristabilire l'originario privilegio parametrato al valore assoluto rappresentato dal precedente valore nominale.

#### 4) *L'art. 29 (Liquidazione)*

L'art. 29 dello statuto recita:

*"Addivenendosi in qualsiasi tempo e per qualsiasi causa allo scioglimento della società, l'Assemblea straordinaria delibererà le modalità della liquidazione e nominerà uno o più liquidatori, determinandone i poteri ed il compenso. Allo scioglimento della società le azioni di risparmio hanno prelazione nel rimborso del capitale per l'intero valore nominale".*

La previsione in parola attribuisce un privilegio patrimoniale alle azioni di risparmio in sede di liquidazione, rappresentato dalla prelazione nel rimborso del capitale per l'intero valore nominale. Essa, dunque, avrebbe dovuto essere adattata alla nuova struttura della società emergente dalla delibera assembleare del 20 dicembre 2013, 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 la prelazione, risulta allo stato inapplicabile, con ciò cagionando un pregiudizio patrimoniale immediato e diretto per gli azionisti di risparmio.

La conclusione non muterebbe se si volesse "forzare" la lettera dello statuto, sostituendo in via di interpretazione sistematica l'espressione "valore nominale" con l'espressione "valore implicito". Infatti, l'attribuzione del diritto di prelazione 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: se il rapporto in parola fosse inferiore al valore nominale in origine attribuito alle azioni (1,20 euro), agli azionisti di risparmio verrebbe

---

<sup>29</sup> Ad esempio, dato un valore implicito delle azioni pari a 1,20 euro, si ipotizzi che Borgosesia abbia subito perdite tali da erodere interamente la frazione di capitale rappresentata da azioni ordinarie e da intaccare altresì una parte del capitale rappresentato da azioni di risparmio. In tale ipotesi (che pur presuppone il diritto delle azioni di risparmio alla postergazione nelle perdite), il rapporto fra il capitale sociale rappresentato da azioni di risparmio (che è diminuito per effetto delle perdite) ed il numero di azioni di risparmio di cui esso si compone (che è rimasto immutato) – ossia il valore implicito delle azioni di risparmio – sarebbe minore di 1,20 euro. Conseguentemente, se il dividendo riservato alle azioni di risparmio fosse del 5% del loro valore implicito, esso sarebbe inferiore a quello, pari a 6 centesimi di euro per azione, che sarebbe loro spettato in presenza di azioni con valore nominale.

Si precisa che, allo stato, le criticità applicative dell'art. 27 dello statuto non hanno ancora avuto concreta evidenza, atteso che da circa dieci anni Borgosesia risulta non distribuire utili.



riservato un trattamento deteriore rispetto a quello che essi avrebbero avuto in presenza di azioni con valore nominale<sup>30</sup>.

Anche in questo caso si tratta quindi di ristabilire l'originario privilegio parametrato al valore assoluto rappresentato dal precedente valore nominale.

\* \* \*

- IV -

**IL SECONDO QUESITO.  
LE MODIFICHE STATUTARIE NECESSARIE  
AD ELIMINARE I PREGIUDIZI PER GLI AZIONISTI DI RISPARMIO**

Alla luce delle criticità sopra evidenziate, vengono qui di seguito suggerite le modifiche statutarie che, se approvate dall'assemblea generale straordinaria di Borgosesia, sarebbero idonee a rimuovere i pregiudizi arrecati agli azionisti di risparmio dalle disposizioni richiamate nel paragrafo precedente.

**A) L'art. 5 (Misura del capitale)**

Come si è visto, l'attuale art. 5 dello statuto, a seguito dell'assemblea del 9 giugno 2015, pare arrecare un pregiudizio agli azionisti di risparmio nella misura in cui suddivide il capitale sociale “*in n. 38.829.663 azioni prive di valore nominale espresso, delle quali n. 37.935.251 ordinarie e n. 894.412 di risparmio*”.

Come si è detto nel paragrafo che precede, infatti, la deliberazione di riduzione del capitale *ex art. 2446 c.c.* avrebbe dovuto prevedere l'annullamento di azioni ordinarie in misura tale da mantenere inalterato ad 1,416 euro il rapporto (anche) fra il capitale sociale rappresentato da azioni ordinarie ed il numero di azioni ordinarie emesse.

---

<sup>30</sup> Ad esempio, dato un valore implicito delle azioni pari a euro 1,20, si ipotizzi che, Borgosesia abbia subito perdite tali da erodere interamente la frazione di capitale rappresentata da azioni ordinarie, intaccando altresì una parte del capitale rappresentato da azioni di risparmio. In tale ipotesi (che presuppone il diritto delle azioni di risparmio alla postergazione nelle perdite), il rapporto fra il capitale sociale rappresentato da azioni di risparmio (diminuito per effetto delle perdite) ed il numero di azioni di risparmio di cui esso si compone (rimasto immutato), ossia il valore implicito delle azioni di risparmio, sarebbe minore di 1,20 euro. Conseguentemente, in sede di liquidazione, se la prelazione riservata agli azionisti di risparmio nel rimborso del capitale fosse commisurata al valore implicito delle azioni, essi avrebbero diritto al rimborso di una somma inferiore a quella, pari a 1,20 euro per azione, che sarebbe loro spettata in presenza di azioni con valore nominale.

Si precisa che, allo stato, le criticità applicative dell'art. 29 dello statuto non hanno ancora avuto concreta evidenza, atteso che da circa dieci anni Borgosesia risulta non distribuire utili.

In prima approssimazione, data la frazione di capitale rappresentato da azioni di risparmio – pari al prodotto fra il loro numero (894.412 azioni) ed il loro valore implicito (1,416 euro), dunque a 1.266.487,39 euro (894.412 azioni di risparmio \* 1,416 euro) – il minor numero di azioni ordinarie che consentirebbe di conservare il predetto rapporto si ricava dividendo il capitale rappresentato da azioni ordinarie, pari a 27.714.631,93 euro (28.981.119,32 euro di capitale ridotto – 1.266.487,39 euro di capitale rappresentato da azioni di risparmio = 27.714.631,93 euro di capitale rappresentato da azioni ordinarie) per il corretto valore implicito delle azioni, pari ad euro 1,416, ed è dunque di 19.572.480 azioni (27.714.631,93 euro / 1,416 euro = 19.572.480 azioni ordinarie)<sup>31</sup>.

Il capitale sociale di Borgosesia a seguito della riduzione dovrebbe dunque essere suddiviso in 20.466.892 azioni, di cui 19.572.480 ordinarie e n. 894.412 di risparmio.

Alla luce di tali considerazioni – ipotizzando che il riallineamento del valore implicito delle azioni necessario a seguito della riduzione del capitale sociale per perdite avvenga mediante annullamento di azioni ordinarie, anziché mediante frazionamenti azionari – si suggerisce la seguente formulazione dell'art. 5 dello statuto:

*“Il capitale sociale è di euro 28.981.119,32 (ventottomilioninovecentottantunomilacentodiciannove virgola trentadue), ripartito in n. 20.466.892 di azioni prive di valore nominale espresso, delle quali n. 19.572.480 ordinarie e n. 894.412 di risparmio”,* salva la necessità di gestire l'eventuale formazione di resti sulle singole partecipazioni conseguente alle operazioni aritmetiche sopra indicate, da verificarsi con l'ausilio di un intermediario competente.

Resta ferma la necessità di adeguare i dati contabili iscritti a bilancio, di modo che tutte le azioni abbiano pari valore implicito.

#### B) L'art. 6 (Azioni e strumenti finanziari)

Il pregiudizio portato alle azioni di risparmio dalla soppressione del diritto alla postergazione nelle perdite, in precedenza previsto dal terzo comma dell'art. 6 dello statuto, potrebbe essere rimediato mediante la reintroduzione di tale diritto in un nuovo punto (ii) dell'attuale quarto comma del medesimo art. 6.

La previsione statutaria originaria, tuttavia, non può essere reinserita *telle quelle*, dovendo adeguare il precedente riferimento al valore nominale delle azioni all'attuale assetto azionario, in cui la sua indicazione è stata soppressa.

<sup>31</sup> Conseguentemente, il numero di azioni ordinarie da annullare, dato dalla differenza fra il numero di azioni ordinarie in circolazione *ante* riduzione di capitale ed il numero di azioni che, successivamente all'operazione, consente di mantenere inalterato il valore implicito dei titoli, è pari a 19.257.183 (37.935.251 azioni – 19.572.480 azioni = 18.362.771 azioni).

*Sabato*



Si propone, dunque, di inserire la seguente previsione quale punto (iii) del comma 4 dell'attuale art. 6 dello statuto:

*“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”.*

### C) L'art. 27 (Ripartizione degli utili e pagamento dei dividendi)

Al fine di porre rimedio al pregiudizio arrecato agli azionisti di risparmio dall'attuale formulazione dell'art. 27, comma 1, dello statuto, si ritiene sufficiente prevedere che l'attribuzione dei dividendi – invece che essere legata ad una percentuale del valore nominale delle azioni – abbia luogo con riferimento ad un importo fisso, determinato in valore assoluto applicando le percentuali ivi specificate all'originario valore nominale di 1,20 euro, e dunque pari a 0,06 euro (1,20 euro \* 5% = 0,06 euro) per azione di risparmio ed euro 0,036 euro (1,20 euro \* 3% = 0,036 euro) per azione ordinaria.

Non pare, invece, corretto modificare la norma di modo che il privilegio delle azioni di risparmio sia determinato nella percentuale del 5% del valore implicito delle medesime.

In tal caso, infatti, come si è già osservato, l'attribuzione dei dividendi dipenderebbe dalle fluttuazioni del rapporto fra l'ammontare complessivo del capitale sociale ed il numero delle azioni di cui esso si compone, con la conseguenza che, se il rapporto in parola – nonostante la postergazione nelle perdite – fosse inferiore a 1,20 euro e, dunque, desse diritto ad un privilegio inferiore a quello in origine riconosciuto dall'art. 27 dello statuto, pari a 0,06 euro per azione, agli azionisti di risparmio verrebbe riservato un trattamento deteriore rispetto a quello che essi avrebbero avuto in presenza di azioni con valore nominale<sup>32</sup>.

Neppure appare corretta, per altro verso, la modifica dell'art. 27 dello statuto che determini il privilegio delle azioni di risparmio nel 5% di 1,416 euro, ossia con riferimento ad un valore fisso commisurato al valore implicito ad esse attribuibile a seguito dell'annullamento di 7.000.000 di azioni proprie deliberato nell'assemblea straordinaria del 30 dicembre 2013.

Infatti, in occasione di una modifica statutaria deliberata dall'assemblea generale, gli articoli 2376, comma 1, c.c. e 146, comma 1, lett. b), T.U.F. prevedono che i diritti degli azionisti di risparmio non vengano pregiudicati, ovvero questi ultimi non abbiano a trovarsi in una situazione deteriore rispetto a quella precedente la modifica statutaria. Ciò non implica, tuttavia, che la modifica statutaria in parola possa o debba avere come effetto altresì il riconoscimento a favore degli azionisti di risparmio di diritti diversi ed ulteriori rispetto a quelli originariamente incorporati nelle azioni che essi hanno sottoscritto, comportando così un potenziamento delle loro prerogative. Orbene, se l'art. 27 dello statuto

---

<sup>32</sup> Si veda sul punto l'esempio descritto nella precedente nota 29.

fosse riformulato nel senso di riconoscere a favore degli azionisti di risparmio un privilegio nell'attribuzione dei dividendi commisurato al 5% di 1,416 euro, ossia 0,07 euro, agli azionisti di risparmio verrebbe riconosciuto un diritto patrimoniale maggiore rispetto a quello in origine conferito dallo statuto alle loro azioni (ed in base al quale essi hanno accettato di divenire soci di risparmio di Borgosesia), che fissava in 0,06 euro per azione il privilegio nella distribuzione dei dividendi<sup>33</sup>.

Occorre poi prevedere una clausola di carattere generale, che può essere inserita dopo l'ultimo periodo del comma 1 dell'art. 27 dello statuto, in base alla quale – nel caso di raggruppamenti o frazionamenti azionari oppure di operazioni sul capitale, ove ciò sia necessario al fine di non alterare i diritti degli azionisti – gli importi per azione cui sono ancorati i privilegi delle azioni di risparmio devono essere modificati in modo conseguente.

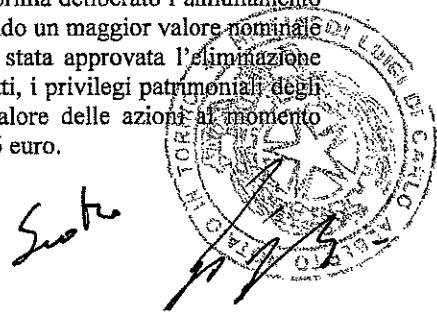
Dunque, si suggerisce di sostituire l'art. 27, comma 1, dello statuto attualmente in vigore con il seguente:

*“L'utile netto di bilancio, dopo il prelievo del 5% per la Riserva Legale sino a che questa non abbia raggiunto il quinto del capitale sociale, sarà così ripartito:*

- a) alle azioni di risparmio verrà assegnato un dividendo fino alla concorrenza dell'importo pari al 5% di 1,20 euro (ossia 6 centesimi di euro per azione);*
- b) l'utile eccedente, se l'Assemblea ne delibera la distribuzione, sarà attribuito alle azioni ordinarie fino alla concorrenza dell'importo pari al 3% di 1,20 euro (ossia 3,6 centesimi di euro per azione);*
- c) il residuo sarà attribuito in misura uguale sia alle azioni di risparmio sia alle azioni ordinarie. Quando in un esercizio sia stato assegnato alle azioni di risparmio un dividendo inferiore all'importo di 6 centesimi di euro per azione, la differenza è computata in aumento del dividendo privilegiato nei due esercizi successivi. In caso di distribuzione di riserve le azioni di risparmio hanno gli stessi diritti delle altre azioni.*

<sup>33</sup> Peraltra, seguendo l'ordine delle deliberazioni approvate dall'assemblea straordinaria del 20 dicembre 2013, dapprima è stata eliminata l'indicazione del valore nominale delle azioni, e solo successivamente sono state annullate 7.000.000 di azioni proprie, determinando l'incremento del valore implicito delle azioni a 1,416 euro. In altre parole, a seguito e per effetto dell'approvazione della proposta di eliminazione dell'indicazione del valore nominale, di cui al primo punto all'ordine del giorno, il valore (implicito) delle azioni era sempre di 1,20 euro, non essendosi ancora cristallizzato il maggior valore di 1,416 euro, che sarebbe poi stato portato dall'annullamento delle azioni proprie, con l'approvazione della proposta di cui al secondo punto all'ordine del giorno. Poiché, all'esito della sostituzione del valore nominale espresso con il valore implicito, le azioni valevano sempre 1,20 euro ciascuna, l'utilizzo di tale valore come parametro di riferimento per determinare i privilegi patrimoniali delle azioni di risparmio non pare arrecare alcun pregiudizio agli azionisti che ne sono titolari.

Potrebbe forse opinarsi diversamente se l'ordine di approvazione delle delibere assembleari fosse stato diverso, ovvero se l'assemblea avesse dapprima deliberato l'annullamento delle azioni proprie senza riduzione del capitale – così cristallizzando un maggior valore nominale delle azioni (pari a 1,416 euro) – e solo successivamente fosse stata approvata l'eliminazione dell'indicazione di tale maggior valore nominale. In tal caso, infatti, i privilegi patrimoniali degli azionisti di risparmio avrebbero dovuto essere parametrati al valore delle azioni al momento dell'eliminazione dell'indicazione del valore nominale, ossia 1,416 euro.



*Nel caso di raggruppamenti o frazionamenti azionari oppure di operazioni sul capitale, ove sia necessario al fine di non alterare i diritti degli azionisti, gli importi per azione cui sono ancorati i privilegi delle azioni di risparmio saranno modificati in modo conseguente”.*

#### D) L'art. 29 (Liquidazione)

Per sterilizzare il pregiudizio arrecato agli azionisti di risparmio dall'attuale formulazione dell'art. 29 dello statuto, si ritiene sufficiente prevedere che il diritto di prelazione nel rimborso del capitale in sede di liquidazione operi – invece che per l'intero valore nominale delle azioni – per una misura fissa corrispondente in valore assoluto al loro precedente valore nominale, ossia euro 1,20 per azione.

Non pare, invece, corretto – al pari di quanto osservato rispetto all'art. 29 dello statuto – modificare la norma di modo che la prelazione delle azioni di risparmio sia commisurata al valore implicito delle medesime.

In tal caso, infatti, il rimborso del capitale dipenderebbe dalle fluttuazioni del rapporto fra l'ammontare complessivo del capitale sociale ed il numero delle azioni di cui esso si compone, con la conseguenza che, se il rapporto in parola – nonostante la postergazione nelle perdite – fosse inferiore al valore nominale in origine attribuito alle azioni, agli azionisti di risparmio verrebbe riservato un trattamento deteriore rispetto a quello che essi avrebbero avuto in presenza di azioni con valore nominale<sup>34</sup>.

Neppure appare corretta, per altro verso, una modifica dell'art. 29 dello statuto che prevedesse la prelazione delle azioni di risparmio nel rimborso del capitale fino ad 1,416 euro, ossia con riferimento ad un importo fisso pari al valore implicito attribuibile alle azioni di risparmio a seguito dell'annullamento di 7.000.000 di azioni proprie deliberato nell'assemblea straordinaria del 30 dicembre 2013.

Infatti, come si è detto nel paragrafo precedente, in occasione di una modifica statutaria deliberata dall'assemblea generale, la legge dispone che i diritti degli azionisti di risparmio non vengano pregiudicati, ovvero questi ultimi non abbiano a trovarsi in una situazione deteriore rispetto a quella anteriore alla modifica statutaria. Ciò non implica, tuttavia, che la modifica statutaria in parola possa o debba avere come effetto altresì il riconoscimento a favore degli azionisti di risparmio di diritti diversi ed ulteriori rispetto a quelli originariamente incorporati nelle azioni che essi hanno sottoscritto, comportando così un potenziamento delle loro prerogative. Orbene, se l'art. 29 dello statuto fosse riformulato nel senso di riconoscere a favore degli azionisti di risparmio una prelazione nel rimborso del capitale pari ad 1,416 euro, agli azionisti di risparmio verrebbe riconosciuto un diritto patrimoniale maggiore rispetto a quello in origine conferito dallo statuto alle loro azioni (ed in base al quale essi hanno accettato di

---

<sup>34</sup> Si veda sul punto l'esempio descritto nella precedente nota 30.

divenire soci di risparmio di Borgosesia), che fissava in 1,20 euro per azione la prelazione nel rimborso del capitale.

Occorre poi prevedere una clausola di carattere generale, che può essere inserita come comma 2 dell'art. 29 dello statuto, in base alla quale – nel caso di raggruppamenti o frazionamenti azionari oppure di operazioni sul capitale, ove ciò sia necessario al fine di non alterare i diritti degli azionisti – gli importi per azione cui sono ancorati i privilegi delle azioni di risparmio devono essere modificati in modo conseguente.

Dunque, si suggerisce di sostituire l'art. 29 dello statuto attualmente in vigore con il seguente:

*“Addivenendosi in qualsiasi tempo e per qualsiasi causa allo scioglimento della società, l'Assemblea straordinaria delibererà le modalità della liquidazione e nominerà uno o più liquidatori, determinandone i poteri ed il compenso. Allo scioglimento della società le azioni di risparmio hanno prelazione nel rimborso del capitale fino a euro 1,20 per azione.*

*Nel caso di raggruppamenti o frazionamenti azionari oppure di operazioni sul capitale, ove sia necessario al fine di non alterare i diritti degli azionisti, gli importi per azione cui sono ancorati i privilegi delle azioni di risparmio saranno modificati in modo conseguente”.*

\* \* \*

- V -

### TERZO QUESITO.

#### LA RIDETERMINAZIONE DEL CORRETTO VALORE IMPLICITO DELLE AZIONI

La rideterminazione del corretto valore implicito oggi attribuibile alle azioni di Borgosesia deve considerare tre momenti: (i) l'eliminazione dell'indicazione del valore nominale delle azioni, deliberata dall'assemblea straordinaria del 20 dicembre 2013, (ii) l'annullamento di 7.000.000 di azioni proprie, deliberata sempre dall'assemblea straordinaria del 20 dicembre 2013 senza contestuale riduzione del capitale sociale e (iii) la riduzione del capitale sociale a 28.981.119,32 euro, deliberata dall'assemblea straordinaria del 9 giugno 2015.

Quanto al momento *sub (i)*, con l'eliminazione dell'indicazione del valore nominale di 1,20 euro per azione, il valore implicito delle azioni era pari al rapporto fra l'ammontare complessivo del capitale sociale (54.995.595,60 euro) ed il numero delle azioni in cui esso era frazionato (45.829.663 euro), ossia 1,20 euro (54.995.595,60 euro / 45.829.663 azioni = 1,20 euro).

Quanto al momento *sub (ii)*, con l'annullamento di 7.000.000 di azioni proprie senza contestuale riduzione del capitale sociale, nel rapporto fra l'ammontare del capitale sociale ed il numero di azioni emesse il dividendo è



rimasto il medesimo (54.995.595,60 euro), mentre il divisore è diminuito da 45.829.663 azioni a 38.829.663 azioni, in ragione del numero di azioni annullate (45.829.663 azioni – 7.000.000 azioni = 38.829.663 azioni). Il nuovo valore implicito delle azioni, sia ordinarie che di risparmio, era dunque di 1,416 euro (54.995.595,60 euro / 38.829.663 azioni = 1,416 euro).

Quanto al momento *sub (iii)* – ipotizzando che l’assemblea straordinaria riallinei il valore implicito delle azioni ordinarie e di risparmio, riducendo mediante annullamento il numero di azioni ordinarie, come sopra specificato, da 37.935.251 a 19.572.480 – all’esito dell’operazione di riduzione del capitale sociale *ex art. 2446 c.c.* il valore implicito delle azioni, ordinarie e di risparmio, sarà sempre di 1,416 euro (28.981.119,32 euro / 20.466.982 azioni = 1,416 euro).

\* \* \*

## - VI -

### CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione trasmessa e delle informazioni fornite, pur nell’incertezza data dalla peculiarità della fattispecie concreta, si risponde ai quesiti posti come segue.

Quanto al quesito sub (i), lo statuto aggiornato di Borgosesia risulta contenere 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 20.12.2013 (con particolare riferimento all’eliminazione dell’indicazione del valore nominale delle azioni, all’annullamento delle azioni proprie e alle conseguenti modifiche statutarie) ed il 9.6.2015 (con particolare riferimento alla riduzione del capitale sociale):

- l’art. 5 dello statuto pare arrecare un pregiudizio immediato e diretto agli azionisti di risparmio nella misura in cui suddivide il capitale sociale “*in n. 38.829.663 azioni prive di valore nominale espresso, delle quali n. 37.935.251 ordinarie e n. 894.412 di risparmio*”, per le ragioni sopra dettagliate<sup>35</sup>;
- l’art. 6, comma 4, dello statuto, nella parte in cui non ripropone il diritto delle azioni di risparmio alla postergazione nelle perdite previsto nella versione dello statuto anteriore alla delibera dell’assemblea straordinaria del 20 dicembre 2013, pare arrecare un pregiudizio immediato e diretto agli azionisti di risparmio;
- l’art. 27, comma 1, dello statuto, legando il privilegio patrimoniale delle azioni di risparmio nella distribuzione degli utili ad una percentuale del valore nominale delle azioni, che è stato soppresso dall’assemblea

---

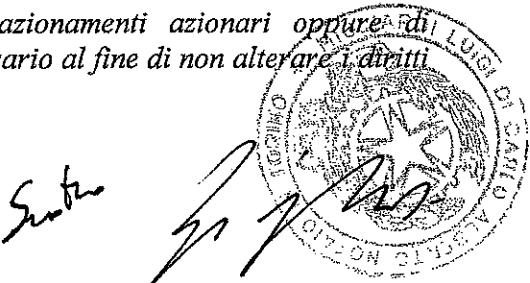
<sup>35</sup> Come si è visto, dovrebbe procedersi all’annullamento di una parte delle azioni ordinarie.

straordinaria del 20 dicembre 2013, pare arrecare un pregiudizio immediato e diretto agli azionisti di risparmio;  
l'art. 29 dello statuto, legando il diritto di prelazione delle azioni di risparmio nel rimborso del capitale in sede di liquidazione al valore nominale delle azioni, che è stato soppresso dall'assemblea straordinaria del 20 dicembre 2013, pare arrecare un pregiudizio immediato e diretto agli azionisti di risparmio.

Quanto al quesito sub (ii), si suggeriscono le seguenti modifiche statutarie:

- quanto all'art. 5, ipotizzando che il riallineamento del valore implicito delle azioni necessario a seguito della riduzione del capitale sociale per perdite avvenga mediante annullamento di azioni ordinarie, anziché mediante frazionamenti azionari, esso dovrebbe essere così riformulato:  
*“Il capitale sociale è di euro 28.981.119,32 (ventottomilioninovecentottantunomilacentodiciannove virgola trentadue), ripartito in n. 20.466.892 azioni prive di valore nominale espresso, delle quali n. 19.572.480 ordinarie e n. 894.412 di risparmio”*, ferma la necessità di gestire l'eventuale formazione di resti conseguente alle operazioni aritmetiche indicate nel parere, da verificarsi con l'ausilio di un intermediario competente;
- quanto all'art. 6, comma 4, esso dovrebbe prevedere un punto (iii) così formulato:  
*“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”*;
- quanto all'art. 27, comma 1, esso dovrebbe essere così riformulato:  
*“L'utile netto di bilancio, dopo il prelievo del 5% per la Riserva Legale sino a che questa non abbia raggiunto il quinto del capitale sociale, sarà così ripartito:*
- a) *alle azioni di risparmio verrà assegnato un dividendo fino alla concorrenza dell'importo pari al 5% di 1,20 euro (ossia 6 centesimi di euro per azione);*
- b) *l'utile eccedente, se l'Assemblea ne delibera la distribuzione, sarà attribuito alle azioni ordinarie fino alla concorrenza dell'importo pari al 3% di 1,20 euro (ossia 3,6 centesimi di euro per azione);*
- c) *il residuo sarà attribuito in misura uguale sia alle azioni di risparmio sia alle azioni ordinarie. Quando in un esercizio sia stato assegnato alle azioni di risparmio un dividendo inferiore all'importo di 6 centesimi di euro per azione, la differenza è computata in aumento del dividendo privilegiato nei due esercizi successivi. In caso di distribuzione di riserve le azioni di risparmio hanno gli stessi diritti delle altre azioni.*

*Nel caso di raggruppamenti o frazionamenti azionari oppure di operazioni sul capitale, ove sia necessario al fine di non alterare i diritti*



*degli azionisti, gli importi per azione cui sono ancorati i privilegi delle azioni di risparmio saranno modificati in modo conseguente*”;

quanto all'art. 29, esso dovrebbe essere sostituito dal seguente:

*“Addivenendosi in qualsiasi tempo e per qualsiasi causa allo scioglimento della società, l’Assemblea straordinaria delibererà le modalità della liquidazione e nominerà uno o più liquidatori, determinandone i poteri ed il compenso. Allo scioglimento della società le azioni di risparmio hanno prelazione nel rimborso del capitale fino a euro 1,20 per azione.*

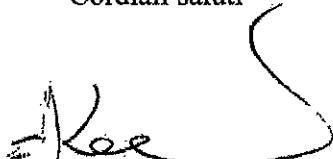
*Nel caso di raggruppamenti o frazionamenti azionari oppure di operazioni sul capitale, ove sia necessario al fine di non alterare i diritti degli azionisti, gli importi per azione cui sono ancorati i privilegi delle azioni di risparmio saranno modificati in modo conseguente”.*

Quanto al quesito sub (iii) – successivamente all’eliminazione del valore nominale delle azioni e all’annullamento di 7.000.000 di azioni proprie, come da deliberazione dell’assemblea straordinaria del 20 dicembre 2013, nonché alla riduzione del capitale *ex art. 2446 c.c.*, come da deliberazione dell’assemblea straordinaria del 9 giugno 2015, ipotizzando che venga riallineato il valore implicito delle azioni ordinarie e di risparmio, riducendo mediante annullamento il numero di azioni ordinarie da 37.935.251 a 19.572.480 – il valore attuale delle azioni, sia ordinarie che di risparmio, risulta pari ad euro 1,416<sup>36</sup>.

\* \* \*

Rimaniamo a disposizione per ogni eventuale ulteriore chiarimento o integrazione.

Cordiali saluti

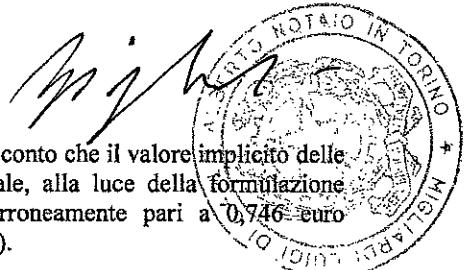


Avv. Andrea Lanciani



Avv. Roberto Secondo

*Virg. per intezione: S.R.*



<sup>36</sup> Allo stato, in assenza di interventi correttivi, tenuto conto che il valore implicito delle azioni di risparmio e delle azioni ordinarie deve essere uguale, alla luce della formulazione dell’art. 5 dello statuto sociale, esso risulterebbe invece erroneamente pari a 0,746 euro (28.981.119,32 euro di capitale / 38.829.663 azioni = 0,746 euro).

Allegato C al rapporto 28588/13464

**MUSUMECI, ALTARA, DESANA E ASSOCIATI**  
**STUDIO LEGALE**

Prof. Avv. Toti S. MUSUMECI  
Avv. Stefano ALTARA  
Prof. Avv. Eva DESANA  
Avv. Elisa TORNAVACCA  
Avv. Marco LAZZARIN  
Avv. Francesco SALINAS  
Avv. Ivan UGILIO  
Avv. Vittorio SQUAROTTI

Avv. Stefano BALZOLA  
Avv. Anna GARBAGNI  
Avv. Roberto CASTELLI  
Avv. Anna WERTHMÜLLER  
Avv. Federico MAGLIANO  
Avv. M. Elodie MUSUMECI

Avv. Nicoletta DOMENICHINI  
Avv. Francesca FONZETTI  
Avv. Chiara CARPIGNANO  
Avv. Carlotta PASTORE  
Avv. Giuseppe VECERA  
Avv. Deniz Ali ASGHARI KIVAGE  
Avv. Nicolò QUESITO  
Avv. Michela MORETTI

Consulente  
Prof. Avv. Paolo GALLO  
Azionisti di risparmio / Borgosesia s.p.a.

[stefano.balzola@madlex.it](mailto:stefano.balzola@madlex.it)

*A mezzo e-mail*  
[piero.scotto@gmail.com](mailto:piero.scotto@gmail.com)

Egregio Ingegnere  
Piero Scotto

Torino, 13 aprile 2017

Egregio Ingegnere,

in qualità di rappresentante comune degli azionisti di risparmio della società Bórgosesia S.p.a. in liquidazione (la "Società") mi ha conferito incarico di esprimere un parere in merito alle iniziative che gli azionisti di risparmio possono intraprendere per tutelare i loro interessi in relazione alle delibere dell'assemblea straordinaria della Società del 20 dicembre 2013 e del 9 giugno 2015, alla luce di quanto deliberato dall'assemblea speciale degli azionisti di risparmio del 3 novembre 2016.

*Le delibere dell'assemblea straordinaria della Società del 20 dicembre 2013 e del 9 giugno 2015 e le delibere dall'assemblea speciale degli azionisti di risparmio del 3 novembre 2016*

L'assemblea straordinaria della Società del 20 dicembre 2013 ha deliberato, fra l'altro: (i) di eliminare il valore nominale delle azioni e, conseguentemente, modificare l'articolo 5 dello statuto sociale; (ii) di modificare l'art. 6 dello statuto sociale eliminando, per quanto qui interessa, il punto i) del quarto capoverso, il quale prevedeva che "la riduzione del capitale

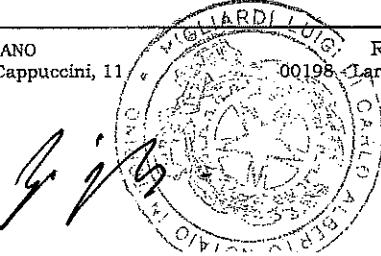
Tel. +39-(0)11 2170911 – Fax +39-(0)11 2170900

segreteria@madlex.it – [www.madlex.it](http://www.madlex.it) – Cod. Fisc. e P.Iva 09078260016

TORINO  
10121 - Via E. De Sonnaz, 14

MILANO  
20122 - Via Cappuccini, 11

ROMA  
00198 - Largo Messico, 7



*Scotto*

*PS*

**MUSUMECI, ALTARA, DESANA E ASSOCIATI**  
**STUDIO LEGALE**

*sociale per perdite non comporta la riduzione del valore nominale delle azioni di risparmio se non per la parte della perdita che eccede il valore nominale complessivo delle altre azioni"; e (iii) di annullare, ai sensi dell'articolo 2357 c.c., n. 7.000.000 (settemilioni) di azioni ordinarie proprie.*

L'assemblea straordinaria della Società del 9 giugno 2015 ha deliberato, fra l'altro, di coprire la perdita registrata dalla Società anche mediante riduzione del capitale sociale da Euro 54.995.595,60 ad Euro 28.981.119,32, senza annullamento di azioni, essendo le azioni prive di valore nominale espresso.

L'assemblea speciale degli azioni di risparmio del 3 novembre 2016 ha deliberato, fra l'altro: (i) di disapprovare, nel merito e nella sostanza, le delibere approvate nell'assemblea straordinaria del 20 dicembre 2013 in ordine all'eliminazione del valore nominale delle azioni, alla modifica dell'art. 6 dello statuto sociale e alla modalità di esecuzione dell'annullamento delle azioni; (ii) di chiedere all'organo dei liquidatori, anche con riferimento alla delibera dell'assemblea straordinaria del 9 giugno 2015, la corretta determinazione del valore nominale implicito delle azioni di risparmio in un tempo non superiore a tre mesi; e (iii) di chiedere all'organo dei liquidatori di porre in atto tutte le operazioni necessarie, sempre in un tempo non superiore a tre mesi, al mantenimento dei diritti patrimoniali degli azionisti di risparmio, secondo le modalità e i contenuti previsti dallo statuto prima delle modifiche apportate dalle delibere approvate nell'assemblea straordinaria del 20 dicembre 2013.

*La lesione dei diritti degli azionisti di risparmio da parte delle delibere dell'assemblea straordinaria della Società del 20 dicembre 2013 e del 9 giugno 2015.*

Ai sensi dell'art. 146, 1° comma lett. b) del d.lgs. 58/1998 (TUF) l'assemblea speciale degli azionisti di risparmio è competente a deliberare *"sull'approvazione delle deliberazioni dell'assemblea della società che pregiudicano i diritti della categoria"*<sup>1</sup>.

In primo luogo, è dunque necessario verificare se le delibere dell'assemblea straordinaria della Società del 20 dicembre 2013 e del 9 giugno 2015 pregiudichino i diritti degli azionisti di risparmio. Tale verifica va effettuata tenendo a mente che il pregiudizio rilevante è solo quello

---

<sup>1</sup> La norma speciale, applicabile alle sole società quotate, conferma il principio generale espresso dall'art. 2376 c.c. per cui *"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"*.

**MUSUMECI, ALTARA, DESANA E ASSOCIATI**  
**STUDIO LEGALE**

*di diritto* e non quello *di fatto*<sup>2</sup> e che, secondo la migliore dottrina, rileva non solo il pregiudizio *diretto* ai diritti di categoria, ma anche quello *indiretto*, ossia quello che si verifica quando i diritti di categoria subiscano una diminuzione indiretta a seguito di una determinata operazione societaria<sup>3</sup>.

L'assemblea straordinaria della Società del 20 dicembre 2013 ha, in primo luogo, eliminato il valore nominale delle azioni della Società. Questa delibera potrebbe pregiudicare i diritti degli azionisti di risparmio in ragione del fatto che i privilegi patrimoniali delle azioni di risparmio sono calcolati sul valore nominale delle azioni. Infatti, l'art. 27 dello Statuto sociale prevede che *“L'utile netto di bilancio, dopo il prelievo del 5% per la Riserva Legale sino a che questa non abbia raggiunto il quinto del capitale sociale, sarà così ripartito:*

*a) alle azioni di risparmio verrà assegnato un dividendo fino alla concorrenza del 5% del loro valore nominale;*

*b) l'utile eccedente, se l'Assemblea ne delibera la distribuzione, sarà attribuito alle azioni ordinarie fino alla concorrenza del 3% del loro valore nominale;*

*c) il residuo sarà attribuito in misura uguale sia alle azioni di risparmio sia alle azioni ordinarie. Quando in un esercizio sia stato assegnato alle azioni di risparmio un dividendo inferiore al 5% (cinque per cento) del loro valore nominale, la differenza è computata in aumento del dividendo privilegiato nei due esercizi successivi. In caso di distribuzione di riserve le azioni di risparmio hanno gli stessi diritti delle altre azioni.”* (sottolineatura aggiunta).

Inoltre, l'art. 29 dello Statuto prevede che *“Allo scioglimento della società le azioni di risparmio hanno prelazione nel rimborso del capitale per l'intero valore nominale”* (sottolineatura aggiunta).

L'eliminazione del valore nominale delle azioni deliberato dall'assemblea straordinaria della Società del 20 dicembre 2013 non rende tuttavia inoperative o inapplicabili le regole statutarie sulla determinazione del privilegio degli azionisti di risparmio in quanto l'art. 2346 c.c., nel consentire la possibilità di emettere azioni senza valore nominale, precisa al 3° comma che *“in mancanza di indicazione del valore nominale delle azioni, le disposizioni che ad esso si riferiscono si applicano con riguardo al loro numero in rapporto al totale delle azioni emesse”*. Di conseguenza i privilegi patrimoniali delle azioni di risparmio possono essere determinati sulla base del valore nominale implicito di tali azioni, suddividendo il capitale sociale per il numero totale delle azioni.

<sup>2</sup> In dottrina cfr. COSTA-NUZZO, *Commento* sub art. 146, in Campobasso (a cura di), *Testo unico della finanza*, Torino, 2002, p. 1191 e GIAMPAOLINO, *Commento* sub art. 146, in Fratini - Gasparri, *Il testo unico della finanza*, Torino, 2012, p. 1921. In giurisprudenza cfr. Trib. Milano, 26 maggio 1990, in *Giur. It.*, 1991, I, 2, p. 590.

<sup>3</sup> Cfr. COSTA-NUZZO, *op. cit.*, p. 1193.



**MUSUMECI, ALTARA, DESANA E ASSOCIATI**  
**STUDIO LEGALE**

Alla luce di quanto precede l'eliminazione del valore nominale delle azioni deliberato dall'assemblea straordinaria della Società del 20 dicembre 2013 non pregiudica *direttamente* i diritti di categoria, ma potrebbe pregiudicarli *indirettamente* in ragione di operazioni sul capitale o sul numero di azioni di azioni che comportino una modifica del valore nominale implicito. Ad esempio, in caso di aumento di capitale a pagamento – fermo restando il diritto di opzione ai sensi dell'art. 145, 8° comma TUF – è possibile, secondo l'interpretazione dominante<sup>4</sup>, modificare il rapporto proporzionale tra azioni e capitale sociale relativo ai titoli già in circolazione e dunque modificare il valore nominale implicito delle azioni. Parimenti, operazioni di annullamento, raggruppamento o frazionamento delle azioni possono modificare il valore nominale implicito delle azioni sia in riduzione che in aumento. In questi casi, tuttavia, il pregiudizio ai diritti di categoria non è conseguenza dell'eliminazione del valore nominale delle azioni, quanto piuttosto delle singole operazioni societarie che comportino una modifica del valore nominale implicito delle azioni.

Alla luce di quanto precede è mia opinione che l'eliminazione del valore nominale delle azioni deliberato dall'assemblea straordinaria della Società del 20 dicembre 2013 non pregiudichi né direttamente, né indirettamente i diritti patrimoniali degli azionisti di risparmio nel senso previsto nell'art. 146, 1° comma lett. b).

Ciò detto, non si può tuttavia sottacere il fatto che l'eliminazione del valore nominale, da un lato, e il mantenimento del calcolo dei privilegi sulla base del valore nominale, dall'altro lato, sia stata una scelta dell'assemblea straordinaria della Società del 20 dicembre 2013 quantomeno poco coerente e che rende di non facile percezione l'entità dei privilegi patrimoniali degli azionisti di risparmio. A mio avviso sarebbe quindi auspicabile una modifica statutaria degli artt. 27 e 29 – sicuramente da sottoporre all'approvazione dell'assemblea degli azionisti di risparmio – che ripristini la coerenza dello statuto e renda più facile comprendere l'entità dei privilegi patrimoniali degli azionisti di risparmio, ad esempio ancorando il privilegio ad una somma fissa e specifica così come previsto da altre società<sup>5</sup>.

L'assemblea straordinaria della Società del 20 dicembre 2013 ha, in secondo luogo, modificato l'art. 6 dello statuto sociale eliminando, per quanto qui interessa, il punto i) del quarto capoverso, il quale prevedeva che *“la riduzione del capitale sociale per perdite non comporta la riduzione del valore nominale delle azioni di risparmio se non per la parte della perdita che eccede il valore nominale complessivo delle altre azioni”*. In sostanza la delibera in

---

<sup>4</sup> Cfr. BOCCA, *Commento sub art. 2346, 1°-5° comma*, in Cottino – Bonfante – Cagnasso – Montalenti (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, p. 226 ss. e SANTORO, *Commento sub art. 2346*, in Sandulli – Santoro (a cura di), *La riforma delle società*, I, Torino, 2003, p. 129. Interpretazione avallata dalla Massima n. 36. *Aumento del capitale sociale e azioni senza valore nominale (artt. 2346 e 2349 c.c.)* della Commissione società del Consiglio notarile di Milano.

<sup>5</sup> Si veda ad esempio lo statuto di Telecom Italia s.p.a.

**MUSUMECI, ALTARA, DESANA E ASSOCIATI**  
**STUDIO LEGALE**

questione ha eliminato il diritto delle azioni di risparmio alla postergazione nelle perdite.

In relazione a tale delibera non vi è alcun dubbio: si tratta di una modifica sostanziale e diretta dei diritti incorporati nelle azioni di risparmio e di conseguenza la delibera pregiudica i diritti di categoria e dunque per essere efficace deve essere approvata dall'assemblea speciale degli azionisti di risparmio.

Nel caso di specie non solo gli amministratori della Società non hanno chiesto al rappresentante comune di convocare, e non hanno convocato direttamente, l'assemblea speciale degli azionisti di risparmio per ottenere l'approvazione della modifica statutaria pregiudizievole, ma l'assemblea speciale degli azionisti di risparmio del 3 novembre 2016 ha espressamente disapprovato la delibera.

Secondo l'interpretazione costante della migliore dottrina, recepita da pronunce della giurisprudenza di merito, la mancata approvazione della modifica statutaria da parte dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio comporta l'inefficacia relativa della delibera<sup>6</sup> o comunque l'impossibilità per gli amministratori di darvi esecuzione, non avendo la delibera rilievo giuridico autonomo per mancanza di una fase del procedimento complesso richiesto dal legislatore per la formazione della volontà sociale in merito alle decisioni che pregiudichino i diritti di una categoria di azioni<sup>7</sup>.

L'assemblea straordinaria della Società del 20 dicembre 2013 ha, infine, annullato, ai sensi dell'articolo 2357 c.c., n. 7.000.000 (settemilioni) di azioni ordinarie proprie, delegando l'organo amministrativo al compimento delle operazioni conseguenti e individuando, quali azioni oggetto del deliberato annullamento, il pacchetto di azioni proprie non gravate da pegno e per l'eccedenza le altre azioni proprie.

Questa delibera in sé considerata non parrebbe pregiudicare né direttamente, né indirettamente i diritti incorporati nelle azioni di risparmio.

La problematica nasce però dal fatto che nella relazione sulla gestione (p. 54) e nella nota integrativa (pag. 106 e 180) relative al bilancio di esercizio al 31 dicembre 2014 gli amministratori hanno indicato il valore nominale implicito delle azioni ordinarie in Euro 1,4215 e il valore nominale implicito delle azioni di risparmio in Euro 1,20, ritenendo quindi che l'annullamento delle azioni ordinarie proprie abbia determinato un aumento del valore nominale implicito delle sole azioni ordinarie e non anche di quelle di risparmio. L'indicazione del valore nominale implicito delle azioni di risparmio in Euro 1,20 è poi contenuta anche nella

<sup>6</sup> Cfr. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, p. 133 e 277 e GRIPPO, *L'assemblea nella società per azioni*, in Rescigno (diretto da), *Trattato di diritto privato*, 16, Torino, 1958, p. 408. In giurisprudenza cfr. Trib. Genova, 3 luglio 1958, in *Giur. It.*, 1959, 1, 2, p. 586 con nota di MIGNOLI e Trib. Milano, 22 marzo 1984, in *Nuova giur. Comm.*, 1958, p. 187 con nota di CERA.

<sup>7</sup> Cfr. COSTA, *Le assemblee speciali*, in Colombo – Portale (diretto da) *Trattato delle società per azioni*, 3\*\*, Torino, 1998, p. 520 e COSTA-NUZZO, *op. cit.*, p. 1195.

*Sandro*



*BB*

**MUSUMECI, ALTARA, DESANA E ASSOCIATI**  
**STUDIO LEGALE**

relazione sulla gestione (p. 51) e nella nota integrativa (pag. 102 e 170) relative al bilancio di esercizio al 31 dicembre 2015.

Alla luce di quanto precede l'assemblea speciale degli azionisti di risparmio del 3 novembre 2016 ha disapprovato le modalità di esecuzione dell'annullamento delle azioni, ritenendo lesive degli interessi di categoria l'imputazione dell'incremento del valore nominale implicito alle sole azioni ordinarie a seguito dell'annullamento delle azioni proprie deliberato dall'assemblea del 20 dicembre 2013.

In relazione a quanto sopra va premesso che è pacifico in dottrina che l'art. 2348 c.c., nel sancire l'egualanza del valore delle azioni, imponga che il valore nominale, ovvero nel caso in cui non sia previsto, il valore nominale implicito sia identico per tutte le azioni emesse<sup>8</sup>. Ed infatti, da un lato, l'art. 2348 c.c., dopo aver sancito l'egualanza nel valore e nei diritti delle azioni, espressamente deroga a tale principio, ma solo con riferimento ai diritti permettendo la creazioni di categorie di azioni dotate di diritti diversi; dall'altro lato, il già citato 3° comma dell'art. 2346 c.c. prevede che *“in mancanza di indicazione del valore nominale delle azioni, le disposizioni che ad esso si riferiscono si applicano con riguardo al loro numero in rapporto al totale delle azioni emesse”* (sottolineatura aggiunta).

Alla luce di quanto precede si può senza dubbio affermare che il nostro ordinamento non ammette azioni con valori nominali (anche impliciti) differenti e che pertanto l'esecuzione dell'annullamento delle n. n. 7.000.000 (settemilioni) di azioni ordinarie proprie deliberato dall'assemblea del 20 dicembre 2013 ha determinato l'incremento del valore nominale implicito di tutte le azioni emesse sia ordinarie che di risparmio.

Ciò detto, per quanto concerne la tutela dei diritti degli azionisti di risparmio, a mio avviso nel caso di specie non si rientra nella fattispecie dell'art. 146, 1° comma lett. b) del TUF, in quanto non vi è nessuna delibera dell'assemblea generale che pregiudica i diritti degli azionisti di risparmio, ma un comportamento non conforme alla legge degli amministratori che, in esecuzione della delibera, non hanno applicato correttamente le disposizioni di legge ritenendo che l'annullamento delle azioni ordinarie proprie abbia determinato un aumento del valore nominale implicito delle sole azioni ordinarie e non anche di quelle di risparmio. Questo comportamento non conforme alla legge degli amministratori ad oggi non ha, tuttavia, ancora causato un danno – in quanto non essendo stati distribuiti utili o rimborsate azioni in sede di liquidazione successivamente all'annullamento delle azioni proprie, non si è mai posta la problematica del calcolo dei privilegi patrimoniali – ma potrebbe causarlo, esponendo in tal caso gli amministratori stessi ad un responsabilità diretta nei confronti degli azionisti di risparmio ex art. 2395 c.c.

---

<sup>8</sup> Cfr. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento* sub art. 2348, in Niccolini – Stagno d'Alcontres (a cura di), *Società di capitali*, I, Napoli, 2004, p. 274 e MARTORANO, *Commento* sub art. 2348, in Sandulli – Santoro (a cura di), *La riforma*, cit., p. 135.

**MUSUMECI, ALTARA, DESANA E ASSOCIATI**  
**STUDIO LEGALE**

L'assemblea straordinaria della Società del 9 giugno 2015 ha deliberato, fra l'altro, di coprire la perdita registrata dalla Società anche mediante riduzione del capitale sociale da Euro 54.995.595,60 ad Euro 28.981.119,32, senza annullamento di azioni, essendo le azioni prive di valore nominale espresso.

Nella relazione sulla gestione (p. 51) e nella nota integrativa (pag. 102 e 170) relative al bilancio di esercizio al 31 dicembre 2015, gli amministratori hanno indicato il valore nominale implicito delle azioni ordinarie in Euro 0,7356 e il valore nominale implicito delle azioni di risparmio in Euro 1,20, ritenendo quindi che le perdite abbiano colpito esclusivamente il capitale sociale rappresentato dalle azioni ordinarie. Dunque gli amministratori hanno (correttamente) ritenuto inefficace o non eseguibile la delibera dell'assemblea straordinaria della Società del 20 dicembre 2013 che, modificando l'art. 6 dello statuto sociale, ha eliminato il diritto alla postergazione delle perdite delle azioni di risparmio.

Questa delibera in sé considerata non parrebbe pregiudicare né direttamente, né indirettamente i diritti incorporati nelle azioni di risparmio.

L'assemblea speciale degli azionisti di risparmio del 3 novembre 2016, infatti, non ha disapprovato questa delibera, ma ha contestato il perdurare dell'indicazione del valore nominale implicito delle azioni di risparmio in Euro 1,20 e cioè al netto dell'incremento che tale valore avrebbe dovuto subire a seguito dell'annullamento delle azioni proprie in esecuzione della delibera dell'assemblea straordinaria della Società del 20 dicembre 2013.

La dogianza è a mio avviso fondata, per le ragioni sopra esposte, e dunque una corretta esecuzione della suddetta delibera di annullamento delle azioni proprie avrebbe dovuto comportare che il valore nominale implicito di tutte le azioni, sia ordinarie che di risparmio, fosse pari ad Euro 1,4153; dopodichè in sede di esecuzione della delibera di riduzione del capitale sociale del 9 giugno 2015 – tenuto conto dell'inefficacia o non eseguibilità della delibera dell'assemblea straordinaria della Società del 20 dicembre 2013 in punto soppressione diritto di postergazione nelle perdite delle azioni di risparmio – il valore nominale implicito delle azioni ordinarie avrebbe dovuto ridursi a 0,7303 mentre quello delle azioni di risparmio rimanere invariato ad Euro 1,4153. Ulteriore conseguenza, che tuttavia esula dall'oggetto del presente parere, riguarda le operazioni che gli amministratori avrebbero poi dovuto necessariamente intraprendere al fine di rendere nuovamente uguale il valore nominale implicito di tutte le azioni<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> Sull'alterazione della partecipazione sociale degli azionisti colpiti dalla perdita e sulle tutele da porre in essere cfr. TEDESCHI, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite* in *Giur. comm.* 1980, II, pp. 832 ss.

**MUSUMECI, ALTARA, DESANA E ASSOCIATI**  
**STUDIO LEGALE**

*Le possibili iniziative a tutela dei diritti degli azionisti di risparmio*

Le conclusioni a cui si è giunti in precedenza in merito delle delibere dell'assemblea straordinaria della Società del 20 dicembre 2013 e del 9 giugno 2015 possono essere così sintetizzate:

- a) la delibera dell'assemblea straordinaria della Società del 20 dicembre 2013 di modifica dell'art. 5 dello statuto sociale, mediante la quale si è eliminato il valore nominale delle azioni, non pregiudica di per sé i diritti di categoria degli azionisti di risparmio, anche se rende poco coerente lo statuto e di non facile percezione l'entità dei privilegi patrimoniali degli azionisti di risparmio;
- b) la delibera dell'assemblea straordinaria della Società del 20 dicembre 2013 di modifica dell'art. 6 dello statuto sociale, mediante la quale si è eliminato il diritto alla postergazione nelle perdite delle azioni di risparmio, pregiudica i diritti di categoria degli azionisti di risparmio, ed essendo stata non solo non approvata ma espressamente disapprovata dall'assemblea speciale degli azionisti di risparmio tale delibera è inefficace o non eseguibile;
- c) l'esecuzione delle delibere dell'assemblea straordinaria della Società del 20 dicembre 2013, di annullamento ai sensi dell'articolo 2357 c.c. n. 7.000.000 (settemilioni) di azioni ordinarie proprie, e dell'assemblea straordinaria della Società del 9 giugno 2015 di riduzione del capitale sociale per perdite, è avvenuta in violazione di disposizioni di legge e questo comportamento non conforme alla legge degli amministratori è potenzialmente fonte di danno per gli azionisti di risparmio esponendo gli amministratori stessi ad un responsabilità diretta nei confronti degli azionisti di risparmio *ex art. 2395 c.c.*

Alla luce di quanto sopra le iniziative che i portatori di azioni di risparmio possono intraprendere a tutela delle loro diritti sono a mio avviso le seguenti:

- a) con riferimento alla delibera dell'assemblea straordinaria della Società del 20 dicembre 2013 di modifica dell'art. 5 dello statuto sociale, mediante la quale si è eliminato il valore nominale delle azioni, non comportando ciò una lesione di diritti di categoria non è possibile ricevere tutela giurisdizionale<sup>10</sup>; tuttavia, appare condivisibile l'iniziativa già avviata di richiedere alla Società una modifica dello statuto che renda più facile comprendere l'entità dei privilegi patrimoniali degli azionisti di risparmio, ad esempio ancorando i privilegi ad una

<sup>10</sup> Ciò detto nell'ipotesi in cui gli azionisti di risparmio decidessero di adire il competente Tribunale per ottenere tutela rispetto alla situazione complessiva che si è venuta a creare a seguito delle delibere dell'assemblea straordinaria della Società del 20 dicembre 2013 e del 9 giugno 2015, potrebbe essere opportuno anche contestare validità ed efficacia dell'eliminazione del valore nominale in quanto da tale modifica statutaria derivano le problematiche connesse alla determinazione del coretto valore nominale implicito e dunque della base per il calcolo dei privilegi patrimoniali.

**MUSUMECI, ALTARA, DESANA E ASSOCIATI**  
**STUDIO LEGALE**

somma fissa e specifica così come previsto da altre società;

b) con riferimento alla delibera dell'assemblea straordinaria della Società del 20 dicembre 2013 di modifica dell'art. 6 dello statuto sociale, mediante la quale si è eliminato il diritto alla postergazione nelle perdite delle azioni di risparmio, è possibile richiedere tutela giurisdizionale adendo il Tribunale competente per far accertare l'inefficacia o la non eseguibilità di tale delibera:

c) con riferimento alla esecuzione delle delibere dell'assemblea straordinaria della Società del 20 dicembre 2013 di annullamento ai sensi dell'articolo 2357 c.c. di n. 7.000.000 (settemilioni) di azioni ordinarie proprie, e dell'assemblea straordinaria della Società del 9 giugno 2015, di riduzione del capitale sociale per perdite, è possibile in primo luogo invitare e diffidare l'organo amministrativo a rettificare anche per il passato le determinazioni del valore nominale implicito delle azioni di risparmio contenuto nei bilanci e, in secondo luogo in difetto di spontaneo adeguamento da parte dell'organo amministrativo, richiedere tutela giurisdizionale adendo il Tribunale competente per far accertare che il valore nominale implicito delle azioni di risparmio è pari ad Euro 1,4153; inoltre, ove alle azioni di risparmio fosse attribuito un privilegio patrimoniale calcolato sulla base di un (errato) valore nominale implicito pari ad Euro 1,20, ciascun azionista di risparmio sarebbe legittimato a richiedere l'accertamento della responsabilità dell'organo gestorio *ex art. 2395 c.c.* e ad ottenere il conseguente risarcimento del danno subito.

In conclusione vorrei anche suggerire, al fine di evitare lunghe e costose controversie giudiziarie, di ricercare una soluzione condivisa e complessiva della vicenda con la Società. Infatti, a mio avviso, sarebbe una soluzione sicuramente positiva per gli interessi di tutti gli attori coinvolti concordare con la Società una modifica dello statuto sociale che preveda di calcolare i privilegi patrimoniali delle azioni di risparmio sulla base di una somma fissa – che potrebbe essere pari al valore nominale implicito delle azioni di risparmio in ragione di una corretta esecuzione della delibera di annullamento delle azioni proprie e quindi, arrotondando per difetto, pari ad Euro 1,40 – e la esplicitazione del diritto di postergazione nelle perdite delle azioni di risparmio.

Resto a disposizione per ogni eventuale chiarimento e approfondimento.

Con i migliori saluti.

Avv. Stefano Balzola

Visto per iniezione:

Soto

Allegato D al progetto 28588/13464

**Assemblea Speciale degli Azionisti di Risparmio di Borgosesia SpA. del 18 aprile 2017. Relazione integrativa del rappresentante comune con presentazione di pareri legali**

**Ordine del giorno**

1. Relazione sull'attività svolta dal Rappresentante comune degli azionisti di risparmio negli ultimi sei mesi.
2. Resoconto sui provvedimenti presi dalla Società in esito alle deliberazioni assunte dall'Assemblea speciale del 3 novembre 2016. Deliberazioni inerenti e conseguenti.
3. Presentazione da parte del Rappresentante comune di uno o più pareri in merito alle criticità evidenziate negli ultimi mesi e, in particolare, nell'assemblea speciale del 3-11-2016. Proposte al Collegio dei Liquidatori. Deliberazioni inerenti e conseguenti.
4. Chiarimenti agli Azionisti circa la posizione legittima e priva di incompatibilità del Rappresentante comune in carica.

Premessa.

In assemblea speciale chiederò agli azionisti presenti di anticipare e discutere a partire dai punti deliberativi 3 e poi 2, all'ordine del giorno, essendo tali argomenti molto più importanti rispetto al punto 1 e 4 che potranno essere velocemente trattati sul finire dell'adunanza.

**Punto 3. Presentazione da parte del Rappresentante comune di uno o più pareri in merito alle criticità evidenziate negli ultimi mesi e, in particolare, nell'assemblea speciale del 3-11-2016. Proposte al Collegio dei Liquidatori. Deliberazioni inerenti e conseguenti.**

Allegati i pareri degli Studi legali di Torino:

- Musumeci, Altara, Desana e associati a cura dell'Avv. **Stefano Balzola**, dal 2011 professore a contratto presso l'Università Carlo Cattaneo -LIUC di Castellanza (Varese), docente di **Corporate Governance** al Corso di Laurea Magistrale in Economia Aziendale e Management;
- Tosetto, Weigmann e associati a cura degli avvocati **Roberto Secondo**, docente a contratto di **Diritto Commerciale** presso il Dipartimento di Management dell'Università degli Studi di Torino, e **Andrea Lanciani** autore di numerose pubblicazioni in materia di **Filosofia del diritto** e in materia di **Diritto commerciale e societario**.

-0-0-0-

**Punto 2. Resoconto sui provvedimenti presi dalla Società in esito alle deliberazioni assunte dall'Assemblea speciale del 3 novembre 2016. Deliberazioni inerenti e conseguenti.**

La Società in merito alle deliberazioni assunte nell'assemblea speciale del 3-11-2016, nel comunicato del 28 febbraio 2017 disponibile sul sito ha comunicato quanto segue:

*"il Rappresentante Comune chiede inoltre al Collegio dei Liquidatori e ai Sindaci di esprimersi in merito allo stato delle analisi condotte in ordine alle questioni discusse dagli azionisti di risparmio nell'Assemblea speciale del 3 novembre 2016 (pubblicata sul sito della Società). A tale riguardo, la Società comunica che tale analisi è tuttora in corso e che la stessa provvederà a fornire indicazioni al riguardo, nel rispetto della tempistica regolamentare, in previsione di un'assemblea, a cui sarà sottoposto l'esito di dette analisi, che sarà convocata contestualmente a quella per l'approvazione del bilancio 2016."*

La Società quindi non ha fornito ancora indicazioni e potrà giovarsi, come in effetti appare dalla seguente cordiale risposta del Rag. Girardi, dei pareri e delle deliberazioni assunte nell'assemblea speciale odierna.

A seguito dell'invio dei pareri a cura dei due rinomati Studi del capoluogo piemontese, ricevo in data 18 aprile un'email dal Presidente del Collegio dei Liquidatori che riporto di seguito:

*Ingegnere buongiorno,*

*Le confermo che il CdL, come da comunicato stampa diffuso, ha deliberato di convocare l'assemblea straordinaria per deliberare in ordine alle modifiche statutarie necessarie per conformarne il testo ai diritti degli azionisti di risparmio. La data di tale assemblea verrà comunicata nei termini di regolamento.*

*Prendo atto dei pareri allegati alla Sua mail che, Le assicuro, saranno oggetto di attenta valutazione da parte della società e dei legali della stessa.*

*Cordialmente*

*Mauro Girardi*

Per tale punto è previsto, come da ordine del giorno, che l'assemblea delibera.

**Punto 1. Relazione sull'attività svolta dal Rappresentante comune degli azionisti di risparmio negli ultimi sei mesi.**

Il primo punto, inserito all'ordine del giorno riguarda una relazione da parte del sottoscritto rappresentante comune in merito alle azioni intraprese in un periodo di circa sei mesi (tra le due assemblee speciali, quella del 3 novembre 2016 e quella del 18 aprile 2017), in particolare quelle svolte tra la seconda metà di gennaio fino ad oggi. Circa la presentazione di tale attività è stata fatta esplicita e formale richiesta dall'azionista Petrera che in data 9 febbraio 2017, richiedendo la convocazione dell'assemblea, poneva un unico punto all'ordine del giorno: *Resoconto dell'attività svolta dal rappresentante comune degli azionisti di risparmio negli ultimi 3 mesi e dei provvedimenti presi dalla Società in esito alle deliberazioni assunte dall'Assemblea speciale del 3 novembre 2016. Deliberazioni inerenti e conseguenti.*

L'assemblea speciale è stata richiesta agli Organi Sociali, cioè agli Amministratori (nel caso di Borgosesia SpA in liquidazione al Presidente del Collegio dei Liquidatori) e ai Sindaci, e al sottoscritto rappresentante comune che è da ritenersi, oppure non è, un "Organo sociale" a seconda delle varie linee di pensiero.

Infatti i commi 2 e 2bis dell'art. 146 del TUF, recitano:

*2. L'assemblea speciale dei possessori di azioni di risparmio è convocata dal rappresentante comune degli azionisti di risparmio, ovvero dal consiglio di amministrazione o dal consiglio di gestione, entro sessanta giorni dall'emissione o dalla conversione delle azioni e quando lo ritengano necessario o ne sia fatta richiesta da tanti possessori di azioni di risparmio che rappresentino almeno l'uno per cento delle azioni di risparmio della categoria.*

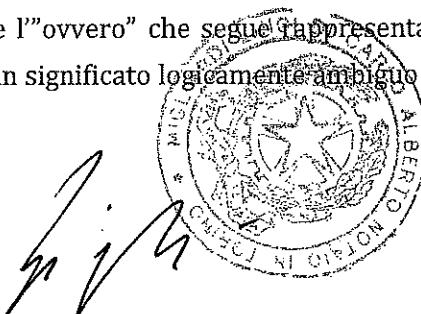
*2-bis. In caso di omissione o di ingiustificato ritardo da parte del consiglio di amministrazione o del consiglio di gestione l'assemblea speciale è convocata dal collegio sindacale o dal consiglio di sorveglianza o, nel caso di richiesta da parte degli azionisti ai sensi del comma precedente, dal comitato per il controllo sulla gestione.*

Pur nella legittimità della richiesta dell'Azionista, vorrei osservare che, dalla lettura della norma sembrerebbe che solo in seconda istanza, cioè dopo che la prima richiesta di convocazione sia andata elusa o non abbia avuto risposta, debba intervenire il Collegio Sindacale, ma di certo, come in effetti si è verificato, la richiesta dell'Azionista mette fin da subito "con le spalle al muro" sia gli Amministratori, sia i Sindaci, sia il rappresentante comune.

Il sottoscritto ritiene che l'assemblea speciale, da parte dell'azionista avente titolo a richiederla, andrebbe richiesta - almeno inizialmente - al solo rappresentante comune, e che sia quest'ultimo a convocarla per tre buone ragioni:

- la **prima interpretativa** e lessicale: difatti il rappresentante comune è il primo ad essere invocato nell'art. 146 comma 1 e l'"ovvero" che segue rappresenta un "o", "oppure", che nella lingua di Dante ha assunto un significato logicamente ambiguo andando a sostituire la

*Sotto*



doppia possibilità del latino che esprimeva “o, oppure, ovvero” con due diverse congiunzioni disgiuntive “aut” e “vel”. La prima che in logica ed informatica si chiamerebbe “OR ESCLUSIVO” pone a confronto due possibilità antitetiche, che non possono, quindi, verificarsi contemporaneamente; in italiano si ritrova con l'espressione “dare un aut aut”. L'altra possibilità è quella del “vel” (OR INCLUSIVO) che invece confronta due possibilità che possono anche verificarsi in contemporanea. L'enciclopedia Treccani riporta la seguente precisazione su “ovvero”<sup>1</sup>: *“ovvero cong. – Forma rafforzata della cong. Disgiuntiva o, usata soprattutto quando il secondo termine, a cui si premette, è costituito da un'intera proposizione: o tu ti spieghi male, ovvero sono io che non capisco”*. La mia interpretazione di quell'ovvero è di tipo esclusivo, anche perché richiedendola a due soggetti (o a tre) chi ha l'obbligo, se di obbligo si tratta, per primo di convocarla?

- la seconda ragione è di **competenza**. Se è presente (e la norma considera anche le situazioni transitorie in cui il rappresentante comune non sia stato ancora nominato, perché ad esempio le azioni di quella categoria sono state appena introdotte), cioè se il rappresentante comune è stato incaricato dall'assemblea speciale, è a lui che gli azionisti di risparmio, che egli ha il compito di tutelare, devono rivolgere l'eventuale richiesta di assemblea. L'art. 147 comma 3, infatti precisa che: *“Il rappresentante comune ha [...] diritto di assistere all'assemblea [ordinaria e straordinaria] della società e di impugnarne le deliberazioni”*. Poiché oltretutto nel caso in esame si tratterebbe eventualmente di procedere con una azione legale nei confronti degli amministratori della società perché chiedere agli stessi la convocazione di un'assemblea che stabilisca una azione nei loro confronti? E' ragionevole, quindi, legittimo e opportuno fare istanza al solo rappresentante comune perché è tale figura che ha il compito di tutelare gli interessi di categoria;
- la terza ragione è di **“non delegittimazione”**. Se il rappresentante comune deve difendere al meglio la categoria degli azionisti di risparmio, in un periodo che potrebbe diventare critico nei prossimi mesi, probabilmente dopo l'assemblea straordinaria della società di inizio estate, perché non attribuire, da parte dei soci azionisti, piena fiducia e piena legittimazione al loro rappresentante? Richiedere l'assemblea al Presidente del Collegio dei Liquidatori, che per altro tecnicamente non è esattamente un “amministratore”, depotenzia e tende a delegittimare proprio chi deve difendere gli interessi della categoria. Capisco il diritto di critica, capisco anche i dubbi sulle capacità dell'attuale rappresentante comune, ma non condivido, lo trovo autolesionistico e di potenziale danno agli azionisti di risparmio non fare riferimento alla persona che è stata democraticamente eletta a maggioranza nell'assemblea speciale.

Questa premessa è fondamentale perché ha importanti effetti sull'attività del rappresentante comune, che anziché muoversi come semplice *paladino* degli azionisti di risparmio, si è trovato in una condizione di precarietà, già a partire dall'assemblea speciale, non avendo avuto la maggioranza assoluta, ad esempio, sull'incremento del fondo comune previsto dalla norma per

---

<sup>1</sup> <http://www.treccani.it/vocabolario/ovvero/>

la tutela degli interessi di categoria. In seguito anziché concentrarsi soltanto sugli interessi degli azionisti si è ancora cercato, con istanze di per sé, probabilmente, legittime, ma, a mio avviso, inopportune di indebolire la posizione del sottoscritto.

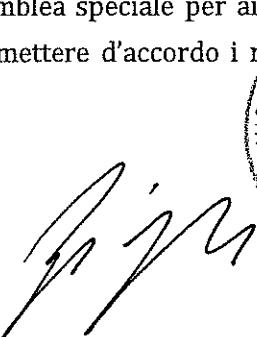
Ecco che la maggioranza degli azionisti dava fiducia al sottoscritto, mentre una minoranza agguerrita e astuta, sembrava cercare i pretesti per sostituirlo. Con questo riassumo l'attività da fine gennaio ad oggi. Potrei certamente affermare che il mio ruolo è stato quello di mediatore tra le istanze legittime ma intransigenti, e a volte forse inopportune, di alcuni azionisti che chiedevano una risposta puntuale e definitiva alle loro istanze (ma è la Società e gli Amministratori che si sono avvicendati che dovrebbero eliminare le criticità) e l'attuale **Collegio dei Liquidatori**, anch'esso probabilmente non coeso, visto che al suo interno convivono membri con interessi contrapposti, che, anche data la situazione delicata della Società, **caldeggia la soluzione di non convocare l'assemblea speciale e attendere quella straordinaria, promettendo soluzioni adeguate.**

Ora sia una parte degli azionisti, più intransigenti, diciamo, sia il Presidente del Collegio dei liquidatori con il quale mi sono spesso interfacciato, a partire soprattutto da fine gennaio, hanno le loro buone ragioni. Il punto è che ci vorrebbe l'equilibrio e il buon senso per trovare una soluzione condivisa, per cercare di remare nella stessa direzione e anche di buttar fuori acqua dalla barca che sta (o stava) chiaramente affondando, basta guardare alle perdite ormai fisiologiche degli ultimi anni e anche, seppure significativamente ridimensionate, dell'ultimo esercizio.

Vorrei soffermarmi adesso, dopo aver raccontato agli Azionisti il contesto i cui mi sono trovato e mi trovo, come rappresentante comune, sui momenti più significativi dell'attività, suddividendoli nelle seguenti 4 categorie:

1. mediazione tra atteggiamenti e modi (più che contenuti e scelte finali) spesso opposti e contraddittori, legati soprattutto alla visione dal solo personale, anorché legittimo, punto di osservazione
2. Richiesta di un parere autorevole su come risolvere insieme le criticità per poterlo condividere già nella sua preparazione con gli organi societari (se il rappresentante comune è un organo della Società deve preoccuparsi di tutti gli interessi, non solo di quelli di una categoria di stakeholder, anche se è questa che rappresenta, se non è un Organo societario ma solo un mero difensore di categoria, nulla impedisce, anzi è auspicabile, di usare il buon senso e di agire come il bonus pater familias)
3. richiesta di pareri liberi e indipendenti per poter avviare un confronto "scientifico", almeno come metodo ed intellettualmente onesto come risultato
4. Ricerca e preparazione di soluzioni - anche "creative" - alle criticità note e ribadite in particolare nell'ultima assemblea speciale per aiutare in modo propositivo il Collegio dei Liquidatori della Società e mettere d'accordo i medesimi con le istanze degli azionisti di risparmio.

*Sotto*



Della prima categoria (mediazione tra atteggiamenti e modi) parlano chiaro le email che ho inviato copiosamente sia soprattutto nella prima fase tra fine gennaio e marzo al Presidente del collegio dei Liquidatori e per conoscenza al Presidente del Collegio sindacale. Ho sollecitato la ricerca di una soluzione comune proponendo di trovare insieme e convergere su un professionista che potesse dare una risposta alle criticità, non avendo ancora la Società un parere o una soluzione da proporre agli azionisti almeno in via transitoria, prima di una futura assemblea straordinaria. Questa fase è iniziata alcune settimane prima della richiesta di convocazione dell'assemblea speciale.

Alla prima categoria poi fanno parte le comunicazioni tra inizio marzo, fino ad oggi che ho avuto con gli azionisti soprattutto, ma non soltanto, con il richiedente l'assemblea.

E' apparso un comunicato della Società in data 28 febbraio 2017 che riporto integralmente e commento.

*Con riferimento alla richiesta di convoca dell'Assemblea speciale degli azionisti di risparmio ricevuta dall'azionista Michele Petrera di cui al comunicato della Società del 9 febbraio scorso, la Società rende noto di aver ricevuto una nota dal Rappresentante comune degli azionisti di risparmio con cui lo stesso comunica di non ritenere giustificata la convocazione di un'apposita Assemblea speciale per relazionare sulla sua attività, come richiesto dall'azionista Petrera, riservandosi eventualmente di diffondere dettagli sul suo operato con modalità alternative.*

Ed è vero! Anche se il comunicato è **apparso qualche ora dopo** che avevo inviato una email molto chiara alla Società dal seguente contenuto: *Buongiorno, Vi anticipo informalmente che, in qualità di rappresentante comune degli azionisti di risparmio della Società, convocherò, entro lunedì o martedì prossimi, l'assemblea speciale in data 18 aprile 2017 ore 17 a Torino, presso lo Studio Migliardi (come la precedente assemblea).*

L'email era del 1 marzo ore 11. Ora non posso escludere che il comunicato della Società fosse stato preparato prima di quella email e pubblicato sul sito, per motivi tecnici solo dopo. Ma non ha molta importanza, adesso, come si siano svolte le cose; il Presidente del Collegio dei Liquidatori, ha manifestato per ragioni comprensibili più volte al sottoscritto di non ritenere opportuna l'assemblea degli azionisti e di attendere quella straordinaria che nell'estate avrebbe "messo a posto le cose". E' vero però che non ritenevo utile convocare un'assemblea semplicemente per relazionare della mia attività. Ma non per me, ovviamente! Per gli azionisti di risparmio e per la Società sarebbe stata solo una perdita di tempo e di denaro!

Tuttavia esiste una questione non risolta (ma forse è il sottoscritto che si è fissato su posizioni di buon senso e di scelta arbitraria del rappresentante comune, mentre, probabilmente, non è così in merito alla convocazione su richiesta di azionisti con oltre l'1% di azioni). **La questione è se il rappresentante comune debba o possa convocare l'assemblea speciale e, in caso debba, in quali tempi.**

In realtà, seppure in maniera informale e sotto mia insistenza, non essendo, pare, dovutami tale interpretazione, ecco cosa rispose in merito il Presidente del Collegio Sindacale di Borgosesia, nell'autunno del 2016: *"Gentile Dottore, preliminarmente mi permetto di ricordarLe che il Collegio Sindacale non è un organo di consulenza o di rilascio pareri ma è un organo di controllo della società!! Fatta la doverosa premessa, personalmente ritengo che il Rappresentante Comune degli azionisti di risparmio, debba obbligatoriamente convocare (senza indugio) l'Assemblea degli azionisti di risparmio, tutte le volte che i possessori dell'1% di azioni di risparmio ne facciano*

*richiesta; Le rammento altresì che al rappresentante comune degli azionisti di risparmio si applicano gli articoli 2417 e 2418 del codice civile.”*

Ho evidenziato in grassetto il fatto che non dovessi chiedere a tale Organo una interpretazione della norma in fatto di assemblee (ma allora dovevo per forza rivolgermi alla letteratura esistente o meglio ad uno studio legale) e l'interpretazione perentoria del dott. Nadasi: **le assemblee richieste sanno sempre da fare!** Tra l'altro scrissi proprio questa interpretazione al Rag. Girardi, oltre l'ulteriore conferma da parte di uno studio legale, per chiarire come non avessi (quasi) margine di discrezionalità nella convocazione dell'assemblea e che oltretutto, ove non l'avessi convocata sarebbe toccato prima al Collegio dei liquidatori e poi al Collegio sindacale. Tanto valeva dunque convocarla.

Per altro in una mia email, sempre di mediazione, con il Rag. Girardi, proposi due soluzioni, una delle quali era la seguente: se l'azionista richiedente avesse voluto aspettare e ritirare la richiesta di assemblea speciale io avrei immediatamente desistito dal convocarla. Ma evidentemente il Rag. Girardi non ritenne o non riuscì a convincere l'azionista Petrera fermo sulle sue posizioni.

D'altra parte – ecco che torna il ruolo di mediatore che ho svolto “tra” opposte esigenze – se si legge e si considerano i due seguenti comunicati di cui riporto qui le parti di interesse.

Tratto dal comunicato dell'8 marzo a firma Rag. Girardi:

*La invitiamo a riconsiderare la Sua decisione di convocare l'assemblea speciale degli azionisti prima dell'assemblea generale che approverà il bilancio 2016 e che si esprimerà in merito alle predette modifiche statutarie e ad aderire alla tempistica proposta dal collegio dei liquidatori. Il collegio dei liquidatori si riserva di valutare se l'eventuale convocazione a cui volesse comunque dar seguito sia legittima e se l'aggravio di spese sia giustificato.*

Il comunicato evidenzia la chiara contrarietà alla convocazione, già prevista, dell'assemblea speciale arrivando persino a mettere in discussione la legittimità della convocazione. Questo per spiegare agli azionisti qui convocati il delicato ruolo da me svolto tra azionisti, non sempre disponibili ad un dialogo sereno e pacato e il Presidente del Collegio dei Liquidatori.

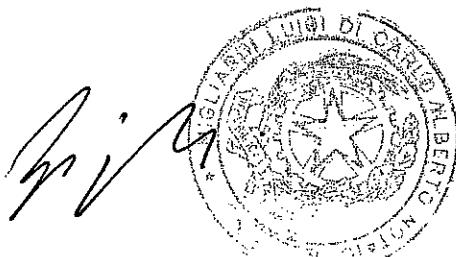
Va per altro compreso che gli azionisti di risparmio hanno tante buone ragioni per chiedere alla Società di dare una risposta, come indicato nelle delibere del 3 novembre u.s. ma anche il Rag. Girardi le ha. Persona per bene, capace e competente soprattutto nel trovare una soluzione vantaggiosa per società in difficoltà com'era Borgosesia nel lontano 2002 sotto l'amministrazione di Lorenzo Rossi di Montelera. Giova ricordare che all'epoca la Società, dopo un tracollo, valeva poco più di un milione di euro (cioè il capitale delle azioni di risparmio) ed è balzata sotto la sua amministrazione (del Girardi) a quasi 60 milioni di euro. La tempistica, la fretta per dare risposte nei tempi di legge, e tutti gli impegni delicati con i diversi portatori di interessi tra cui gli istituti bancari potevan ben far ritenere che l'azione, pur legittima degli azionisti di risparmio, potesse attendere. Ma il rappresentante è in questo caso un portavoce e non ha margini di discrezionalità nella convocazione dell'assemblea, soprattutto quando l'azionista è tenace e caparbio come il Signor Petrera, che per altro in proprio o per delega nella scorsa assemblea rappresentava quasi il 17% degli azionisti di risparmio.

In un secondo comunicato del 10 marzo, giorno ultimo per decidere se convocare l'assemblea dai 30 giorni della richiesta, si stava ribaltando la situazione a danno degli azionisti di risparmio. Ecco perché sottolineo che l'assemblea va richiesta al solo rappresentante comune: per evitare in una situazione di potenziale conflitto di conferire potere alla controparte – che forse controparte non è, si vedrà! – cioè agli amministratori pro tempore della società.

Infatti con una pretesa di urgenza (le cose diventano urgenti se non vengono eseguite prima!) e con una evidente contraddizione con le richieste di due soli giorni prima – ma va capito il clima di incertezza della società che fa comprendere le ragioni di questa comunicazione – il Rag. Girardi afferma che avrebbe convocato lui stesso l'assemblea speciale con l'ordine del giorno proposto dall'Azionista (quello ritenuto poco utile sia dal rappresentante comune sia dallo stesso Presidente del Collegio dei Liquidatori).]

Riprendo la seconda parte del comunicato dell'8 marzo del Rag. Girardi:

*Sco*



*In tale nota, il Rappresentante Comune chiede inoltre al Collegio dei Liquidatori e ai Sindaci di esprimersi in merito allo stato delle analisi condotte in ordine alle questioni discusse dagli azionisti di risparmio nell'Assemblea speciale del 3 novembre 2016 (pubblicata sul sito della Società). A tale riguardo, la Società comunica che tale analisi è tuttora in corso e che la stessa provvederà a fornire indicazioni al riguardo, nel rispetto della tempistica regolamentare, in previsione di un'assemblea, a cui sarà sottoposto l'esito di dette analisi, che sarà convocata contestualmente a quella per l'approvazione del bilancio 2016.*

Accettare la proposta del Rag. Girardi? Non convocare l'assemblea e attendere l'estate? Ma a distanza di poche ore avrei dovuto mettere d'accordo le istanze ragionevoli del Rag. Girardi, con quelle di un Azionista che aveva titolo a richiedere l'assemblea e che lamentava la mancata presa di iniziative da parte della Società in merito alle richieste degli azionisti e, secondariamente, la eventuale scarsa o nulla attività del rappresentante comune, cosa chiaramente, alla luce dei fatti, non corrispondente al vero.

La situazione era complicata e si doveva prendere una decisione in pochi minuti (la sera del 10 marzo). L'assemblea ormai era decisa, ma sarebbe stato un errore e un inutile dispendio di risorse convocarla con quell'ordine del giorno. Non era nell'interesse di nessuno! La soluzione in realtà il rappresentante comune l'aveva già chiara e prospettata sia all'Azionista sia al Presidente del Collegio dei Liquidatori e sta nel punto 3 all'ordine del giorno. Con l'azionista Petrera si è trovata una convergenza nel ritenere utile prospettare le possibili soluzioni (i pareri) che poi la Società senza ulteriore sforzo e spesa avrebbe potuto adottare in assemblea straordinaria. Tale eventualità come io avevo proposto come soluzione di buon senso, lo stesso Azionista aveva ritrovato in letteratura e di questo fatto era convenuto lo Studio legale a cui mi ero, nel frattempo rivolto, appunto per ottenere un parere diciamo "pro veritate" o qualcosa di assimilabile.

La contrapposizione e lo scontro non sono utili a nessuno: occorre trovare una soluzione soddisfacente ed è verso questa soluzione che mi sono mosso ed ho agito con la dovuta calma, quando ciò era possibile, e con precisione e tempestività, quando occorreva arrivare al dunque.

Passiamo ora alla seconda categoria di attività del rappresentante comune:

**Richiesta di un parere autorevole su come risolvere insieme** le criticità per poterlo condividere già nella sua preparazione con gli organi societari

Qui devo raccontare un fatto importante ed anche un po' oscuro come si vedrà. Evito di fare nomi, perché non hanno importanza, ma racconto gli avvenimenti, visto che ciò è rilevante a fronte della richiesta dell'azionista Petrera al punto 1.

In data 22 gennaio 2017 illustrai (via email) e chiesi un parere ad un importante studio legale di Torino, anticipando la richiesta di convocazione dell'assemblea di almeno due settimane. Ebbi anche due incontri con i legali di quello studio che si era reso disponibile ad offrire consulenza in merito alle questioni deliberate all'assemblea speciale. La mia linea di comportamento è sempre la stessa: prima la Società avrebbe dovuto dire e proporre soluzioni alle richieste degli azionisti per correggere le criticità attraverso una assemblea straordinaria e solo dopo una eventuale eccessiva inerzia, in qualità di rappresentante comune avrei potuto prendere l'iniziativa. La Società, con tutte le giustificazioni possibili di altre questioni preminenti da affrontare, non si era **degnata** ancora di interessarsi alle questioni di interesse degli azionisti di risparmio, questioni legate a modifiche (che parevano) illegittime dello statuto e che come ho detto informalmente nell'ultima assemblea speciale, avrei tenuto in caldo per una trattativa con gli amministratori al momento buono. Tale

progetto si è poi vanificato – forse giustamente, forse no – per gli interventi perentori dell'azionista Petrera. Interventi e richieste assolutamente legittime che avrei rimandato per le ragioni suseposte. Occorre tener presente che in altri (e forse bei) tempi in cui Borgosesia dopo anni di digiuno, distribuiva dividendi agli azionisti di risparmio grazie all'amministrazione Girardi e alle "palanche" dei Signori Bini io ebbi a protestare supportato dall'azionista Schreiber, che tale dividendo non fosse un dono, ma un diritto degli azionisti, cosa certamente vera. E' arrivata l'occasione per chiarire una controversia e un dissapore che si creò in quel frangente per un fraintendimento.

Dal punto di vista degli azionisti e del legislatore il diritto ai dividendi non è un dono, ma un diritto ex lege che per alcuni esperti potrebbe anche sussistere in mancanza di utili, come riportato nel Marchetti Bianchi<sup>2</sup> non certo da sprovvveduti, i Proff.ri. Avv. Raffaele Nobili e Mario Notari.

Riporto perché utile al punto 3 dell'ordine del giorno, quanto segue e da me già illustrato nel lontano 2004, quando come espressione dell'ingegno personale e senza ausilio di legali e dottori commercialisti (non perché non sarebbero stati utili, ma da ligure, per far risparmiare palanche alla Società) confutai una interpretazione errata sulla attribuzione dei dividendi.

"Al di là della clausola del cumulo per gli esercizi successivi, vi possono essere altri strumenti per rafforzare il privilegio sugli utili e rendere il più possibile costante il rendimento offerto agli azionisti di risparmio. Occorre in particolare esaminare la possibilità che la società **si impegni a versare comunque agli azionisti di risparmio una somma pari ad una percentuale minima garantita, anche in mancanza di utili prodotti dall'attività sociale.**" E più avanti "si pensi ad una clausola che preveda, in caso di mancato soddisfacimento del privilegio sugli utili o di una sua parte, **il pagamento da parte della società di una sorta di indennizzo o interesse minimo garantito.**"<sup>3</sup>

Il Prof. Notari aggiunge "**spingendosi ancora oltre, ci si può chiedere se sia ammissibile una clausola di rafforzamento del privilegio sugli utili che preveda comunque il pagamento di quanto necessario per raggiungere la percentuale garantita, in mancanza di utili, a prescindere dalla presenza di riserve disponibili**"<sup>4</sup>

La Società da un certo punto di vista ritenne una forma di ingratitudine l'aver contestato la propria distribuzione dei dividendi a chi, da anni, non riceveva nulla e che, qualche anno prima, rischiava di essere cancellata dal listino per perdite. E psicologicamente come non dar loro torto. Inoltre la Società presentò una relazione di uno studio legale importante, che avvalorava quella distruzione non corretta: non fu semplice, ma lo feci, trovare in un calcolo matematico di una precedente relazione del prof. De Acutis, l'errore evidente del ragionamento. Almeno una cosa (per la quale

<sup>2</sup> Marchetti Bianchi, La disciplina delle società quotate. Nel Testo unico della finanza D, lgs 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario, Editore Giuffrè, Milano, 1999, Tomo 2

<sup>3</sup> op. cit. pag. 1577 ultime 6 righe

<sup>4</sup> op. cit. pag. 1579 ultime 8 righe

venni proprio incaricato a svolgere la funzione di rappresentante comune) la sapevo forse fare, i calcoli matematici!

Forse ciò voleva dire che l'azionista che mi aveva proposto, persona integerrima e stimabilissima, che poteva dare ad altri, con il 26% e oltre delle azioni possedute (le uniche che partecipavano alle assemblee) l'incarico, qualche motivo l'aveva per assegnarlo con la maggioranza assoluta non ad un amico o ad un parente, ma quello che all'epoca era un proprio consulente informatico e matematico. Questo per chiarire anche alcune discussioni in coda all'ultima assemblea speciale non proprio lusinghiere nei miei confronti.

Ad ogni modo ricordo bene che l'azionista Schreiber si era informato sulla famiglia Bini e mi aveva riferito che trattavasi di persone per bene, lavoratrici, da decenni nel settore tessile di Prato, degni acquirenti di quella nobiltà ormai decadente delle Manifatture Lane Borgosesia. Ecco che si creava una situazione favorevole non solo su un piano economico ma anche storico: la nobiltà decadente di una società del 1873 (che ben figura nel sito e nel logo della attuale carta intestata) e una famiglia capace, onesta e intraprendente – poi dal 2002 ne sono successi di fatti nel mondo! - che la riabilitava con le proprie risorse economiche.

Si racconta (e qui fu certamente un malinteso) che in occasione di un'assemblea il Signor Schreiber lamentò forse, la non accoglienza delle nostre richieste a fronte dell'erogazione di dividendi comunque stabiliti dalla Società dopo anni di magra e disse al Signor Bini (senior): "Cosa vuole che sia. Per quattro soldi!" Il rag. Girardi mi riferì che il Signor Bini restò amareggiato da quella affermazione!

Io non conosco il Sig. Bini, avendolo visto forse due o tre volte, ma certo conosco il Sig. Schreiber. Non è certo una persona dal carattere mite, ma forte del proprio successo personale e della propria esperienza, può permettersi di fare simili affermazioni. Egli però non è uno qualsiasi: oggi ultranovantenne non partecipa più alle riunioni, ma fu lui per primo in Italia a chiedere appena nata la legge, nel 1974, a Borgosesia di emettere azioni di risparmio. Borgosesia fu quindi, in Italia, la prima società ad avere azioni di risparmio: questa è storia!

Allora cosa voleva dire l'azionista Schreiber? Voleva offendere il Sig. Bini? Certo che no: sapevo della stima, rivelata a me per questo signore e questa famiglia di Prato, ma tra persone di un certo livello – economico in particolare – quell'8,41% del valore nominale per tre esercizi corrispondenti a decisamente meno di 100 mila euro, per una società di quasi 60 milioni, non erano obiettivamente una gran cifra. Non era un'offesa, ma un complimento tra signori: Per lei, Signor Bini, benestante com'è per meriti e lavoro, cosa sarà mai quella cifra? E' un po' come se il sottoscritto – mutatis mutandis – si lamentasse del costo di un cappuccino a 1,20 euro! Anche se effettivamente povero, e per giunta ligure, non scenderei così in basso! Peccato che non si sia chiarita subito quella questione e che tra due signori che si sono fatti da soli (i classici self made man) forse queste rüvidenze possono capitare. Poi per tante ragioni, gli impegni, la salute e l'età dei signori, non c'è più stata possibilità di chiarimento. Come mediatore, anche del passato, spero di aver provveduto ora che altre importanti concertazioni si stanno dipanando in un orizzonte assai vicino.

Ritornando al parere richiesto il 22 gennaio e alle successive evoluzioni, debbo dire che, con spirito di iniziativa e di collaborazione proposi di condividere il parere con il Collegio dei Liquidatori informando la Società della mia iniziativa e del nominativo dell'esimio studio legale che si era detto disponibile e che aveva già, avendo avuto tutta la documentazione, espresso un primo parere verbale e informale. Non ebbi risposta all'email del 12 febbraio che riporto per le parti di interesse eliminando il nome del professionista:

*Alla c.a del Presidente del Collegio dei Liquidatori Ragionier Girardi.*

*Egregio Presidente,*

*[...]*

*Ho ricevuto le informative sull'attività del Collegio dei Liquidatori che mi pare stia lavorando alacremente, con l'obiettivo di riorganizzare e ridefinire Borgosesia nell'interesse di tutti gli azionisti, compresi quelli di risparmio.*

*Non so se, nonostante le delibere dell'ultima assemblea speciale fissassero in tre mesi l'intervento del Collegio dei Liquidatori, siano già disponibili delle proposte da sottoporre alla categoria da me rappresentata.*

*Ove gli impegni di cui sopra non avessero permesso il tempo e la necessaria calma per dedicarVi a tali incombenze, in qualità di rappresentante comune, Vi proporrei di sottoporre, io stesso, i medesimi quesiti per un parere pro veritate al Prof. \*\*\*\*, che si è reso disponibile a fornire una consulenza in tempi rapidi.*

*Ove poi le proposte del Prof. \*\*\*\* non fossero da Voi condivise e ritenute adeguate potreste sempre predisporre o richiedere un secondo parere. Ma credo che l'onestà intellettuale del noto \*\*\*\*, sia una adeguata garanzia.*

*Resto in attesa di un cortese riscontro, non appena Vi sarà possibile.*

*Cordiali saluti*

*Piero Scotto*

Non ebbi risposta, dicevo sopra, a questa email, delle 19:22 del 12 febbraio, ma il 13 febbraio alle 15:09 ricevevo questa comunicazione che riporto:

*Gentilissimo Ingegnere,  
dopo aver approfondito, come da Sua richiesta, in particolare il profilo del carattere pregiudizievole [...] devo purtroppo comunicarLe di trovarmi in una situazione di incompatibilità [...] Pertanto, mio malgrado, debbo rinunciare all'incarico e – per quanto fatto finora – ovviamente non domanderò alcun compenso.*

*Le pongo molti cordiali saluti  
prof \*\*\*\**

Passiamo ora alla terza categoria di attività del rappresentante comune:

Richiesta di **pareri liberi e indipendenti** per poter avviare un confronto "scientifico", almeno come metodo ed intellettualmente onesto come risultato

Io credo che ciascun azionista può farsi la propria idea sull'accaduto, ma ciò giustifica perché per evitare simili *sfortunate* successive, scelsi non uno ma due studi legali per avere altrettanti pareri e non volli indicarli a chicchessia pur proponendo sia agli azionisti interessati (in particolare il Sig. Petrera) sia al Collegio dei liquidatori, di prendere conoscenza con le bozze dei lavori.

La scelta di due studi indipendenti rispondeva anche ad altri buoni motivi, oltre a quello di una eventuale rinuncia di uno di essi, che avrebbe comportato dati i tempi ristretti di non poter portare in assemblea nemmeno un parere:



- mancando una controparte cioè un parere della Società o di legali incaricati della società si poteva comunque contrapporre due parei diversi e autorevoli e non focalizzarsi soltanto su uno
- essendo i due pareri resi indipendenti e non conosciuti e condivisi tra loro ciò conferiva metodo scientifico al procedimento utilizzato dal rappresentante comune. L'autonomia e il pervenire in maniera indipendente alle proprie conclusioni conferisce a tali lavori la massima trasparenza ed onestà intellettuale
- l'idea in caso uno dei due fosse più favorevole agli azionisti di risparmio, di accettare quello meno favorevole, onde evitare un inutile contenzioso, in caso di eventuali posizioni rigide degli amministratori
- il convincimento, nell'interesse collettivo, che le proposte formulate dagli studi potessero essere sic et simpliciter adottate nell'assemblea straordinaria, in maniera da non rendere necessaria, a priori, una successiva convocazione dell'assemblea speciale
- il fatto che nell'ipotesi di cui sopra, non solo si sarebbero recuperati i denari spesi per l'assemblea (non necessitandone di una seconda anche solo di consultazione e approvazione delle modifiche statutarie) del 18 aprile, ma si sarebbe fatto risparmiare tempo e denaro alla Società.

Credo pertanto anche per la qualità dei lavori che presento in allegato, che i denari sociali, al di là di tutte le altre considerazioni, saranno ben spesi e, per altro non a carico direttamente della Società, ma a carico del Fondo comune.

Passiamo ora alla quarta categoria di attività del rappresentante comune:

Ricerca e preparazione di soluzioni - anche "creative" - alle criticità note e ribadite in particolare nell'ultima assemblea speciale per aiutare in modo propositivo il Collegio dei Liquidatori della Società e mettere d'accordo i medesimi con le istanze degli azionisti di risparmio.

Come si vede i due studi portano, nella sostanza, a considerazioni molto simili e a proposte di modifica (o se vogliamo di ripristino) dello statuto, equivalenti. Una differenza sostanziale, di non poco conto per gli Azionisti di risparmio, riguarda il valore di riferimento che dovrebbe avere l'azione di risparmio, valore che va a sostituirsi al valore nominale precedente.

Ho analizzato e valutato una soluzione, ma prima dell'assemblea ho ritenuto opportuno, anche sentito alcuni azionisti, di non sottoporla alla Società.

**Punto 3. Presentazione da parte del Rappresentante comune di uno o più pareri in merito alle criticità evidenziate negli ultimi mesi e, in particolare, nell'assemblea speciale del 3-11-2016. Proposte al Collegio dei Liquidatori. Deliberazioni inerenti e conseguenti.**

Come scrissi nella precedente relazione di corredo alla convocazione dell'attuale assemblea speciale, al fine di evitare di dover riconvocare un'assemblea speciale successiva all'assemblea straordinaria della Società prevista per l'estate del 2017, contestualmente all'assemblea ordinaria di approvazione del bilancio 2016, gli Azionisti di risparmio propongono due pareri per superare le criticità evidenziate negli ultimi mesi e, in particolare, nell'assemblea speciale del 3-11-2016. Uno di questi pareri, o una soluzione intermedia **verrà approvato in via preventiva dall'assemblea speciale**. Si tratta di una prassi già utilizzata in passato da altre società quotate e che ho reputato, sia per convinzione personale, sia soprattutto perché avvalorata da legali ed esperti, e dallo stesso azionista Petrera, pienamente legittima. Ove pervenissero pareri, all'ultima ora, da parte della Società, essi potranno essere presi in considerazione dall'assemblea speciale. Da parte del rappresentante comune e da parte degli Azionisti della categoria vi è totale disponibilità in tal senso, purché, ovviamente, siano correttamente considerati e mantenuti tutti i diritti degli Azionisti di risparmio. La Società potrebbe sottoporre all'approvazione in assemblea straordinaria di quanto deliberato dagli Azionisti di risparmio, senza che si renda necessaria una nuova assemblea speciale.

Per tale punto l'assemblea dopo aver discusso e vagliato le diverse ipotesi dovrà deliberare.

**Punto 4. Chiarimenti agli Azionisti circa la posizione legittima e priva di incompatibilità del Rappresentante comune in carica.**

La Società ha risposto in merito alla richiesta di un Azionista, relativa ad eventuali incompatibilità tra la mansione di rappresentante comune degli azionisti di risparmio di società quotata e l'attività di docente in un istituto superiore (scuola pubblica). Tale incompatibilità non sussiste né per il Codice civile, né per il TUF, e neppure per le norme regolamentari.

Vi sono, per altro, diversi casi di professori, che hanno assunto l'incarico di rappresentante degli azionisti di risparmio o di qualche categoria di obbligazionisti.

In data 31 gennaio la Società con lettera firmata dal Presidente del Collegio dei Liquidatori e del Presidente del Collegio sindacale, ha risposto testualmente all'Azionista e per conoscenza al sottoscritto:

“La informiamo che non ci risultano allo stato in capo all'Ing. Scotto circostanze di incompatibilità rispetto alle norme dettate dal Codice Civile e dal TUF. Circa la specifica situazione lavorativa del Predetto, Lo invitiamo con la presente a volerci fornire ogni opportuna evidenza in ordine all'autorizzazione rilasciata dalla Pubblica Amministrazione e tale da rendere l'incarico attribuitogli dall'assemblea degli azionisti di risparmio compatibile con la Professione esercitata”.

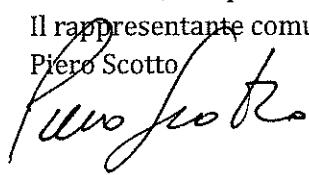
Ho per quanto richiesto, a titolo di mera collaborazione, fornito la relativa documentazione da parte della Pubblica Amministrazione, documentazione interna e riservata, facente parte del rapporto di lavoro, che legittimamente esercito e che non è incompatibile con l'incarico di rappresentante comune.

E' pervenuta pochi giorni fa, non direttamente al sottoscritto, ma alla Società, la richiesta di un altro Azionista che chiede chiarimenti in merito all'autorizzazione allo svolgimento dell'incarico dell'attività di rappresentante comune, da parte della Pubblica Amministrazione, con una serie di osservazioni e richieste non pertinenti e non rilevanti per la legittimità dell'incarico svolto non essendo tra le cause previste di incompatibilità.

Infatti, in nessun modo si devono confondere le questioni interne del rapporto di lavoro con la pubblica amministrazione con il distinto problema della validità giuridica del concomitante rapporto privatistico intrattenuto con la Società.

Moncalieri, 18 aprile 2017

Il rappresentante comune  
Piero Scotto



*Viro, per informazione:*



Certifico io sottoscritto avv. Luigi Migliardi Notaio in Torino, che la presente è copia conforme all'originale, firmato ai sensi di legge.

Torino, li