

Prof. Filippo Annunziata

Professore Ordinario di diritto dei mercati finanziari
Università Luigi Bocconi Milano

Milano, 21 gennaio 2026

Spett.le
Telecom Italia spa
Via Gaetano Negri, 1

20123 MILANO

Alla cortese attenzione del prof. Emanuele Rimini, rappresentante comune degli azionisti di risparmio

PARERE

1. Introduzione.

Sono stato richiesto di procedere all'esame delle operazioni sottoposte all'approvazione dell'Assemblea straordinaria e dell'Assemblea speciale dei possessori di azioni di risparmio, al fine di valutarne la conformità alla disciplina di legge in materia di pregiudizio di categoria, con particolare riferimento agli artt. 2376 e 2445 c.c., nonché all'art. 146 TUF, nella loro lettura sistematica e funzionale.

La questione si colloca in un ambito di particolare delicatezza dell'ordinamento societario, nel quale si intrecciano, da un lato, le questioni che attengono ad operazione di riassetto strutturale del capitale e, dall'altro, la tutela delle posizioni differenziate attribuite a specifiche categorie di azioni. È in questo spazio di tensione fisiologico nell'evoluzione delle società per azioni che assume rilievo la nozione di "pregiudizio di categoria", intesa non come divieto di mutamento, bensì come criterio di legittimazione del mutamento stesso¹. In questa

¹ Sulla nozione di pregiudizio rilevante ai sensi dell'art. 2376 c.c. v., tra i contributi più recenti e sistematicamente orientati, G. Dibattista, *Pregiudizio e assemblee speciali, una visione "economicamente orientata"*, in *Società*, 2019, p. 619

Prof. Filippo Annunziata

Professore Ordinario di diritto dei mercati finanziari
Università Luigi Bocconi Milano

prospettiva, il concetto di pregiudizio di categoria non può essere ridotto a una generica nozione di svantaggio economico, né può essere confuso con l'ordinaria alea dell'investimento azionario. Esso presuppone, piuttosto, un'incidenza diretta e qualificata sul contenuto dei diritti incorporati nella categoria, tale da alterarne il nucleo essenziale — in termini di misura, priorità o condizioni di esercizio — senza adeguate contropartite o senza l'attivazione delle tutele rafforzate previste dall'ordinamento. Ne discende che non ogni mutamento dell'assetto del capitale o dei rapporti tra categorie è, per ciò solo, pregiudizievole in senso giuridicamente rilevante: lo è soltanto quello che, incidendo autoritativamente sui diritti di categoria, si collochi al di fuori del perimetro procedimentale e sostanziale tracciato dagli artt. 2376 c.c. e 146 TUF. Laddove, invece, il sacrificio dei diritti sia espressamente riconosciuto, governato e compensato attraverso tali strumenti, il pregiudizio, pur sussistente in astratto, risulta neutralizzato sul piano della legittimità.²

Giova sin d'ora anticipare l'esito dell'analisi, al fine di chiarire il perimetro valutativo entro cui si collocano le considerazioni che seguono.

Nel caso concreto, le operazioni oggetto del presente parere sono quelle sottoposte all'approvazione dell'Assemblea straordinaria degli

ss., spec. p. 621 ss., ove si distingue tra pregiudizio "di diritto" e meri riflessi economici o fattuali, e si sottolinea come il meccanismo dell'assemblea speciale sia volto a presidiare un'incidenza diretta e immediata sui diritti di categoria. In senso conforme, Commissione Società Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 161/2017, Competenze, disciplina e verbalizzazione delle assemblee speciali ai sensi dell'art. 2376 c.c., 11 aprile 2017, che esclude la rilevanza di effetti indiretti o mediati, in assenza di una modificazione del contenuto giuridico dei diritti incorporati nelle azioni di categoria.

² In questa prospettiva, v. ancora M. Maugeri, *Azioni di risparmio e assemblee di categoria: prime note sul coordinamento tra t.u.f. e nuovo diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 1292 ss., a p. 1294 ss., il quale evidenzia come la disciplina delle azioni di risparmio e delle assemblee di categoria sia funzionale non a cristallizzare i diritti attribuiti alla categoria, ma a predisporre una struttura organizzativa idonea a gestire in modo ordinato e consapevole le trasformazioni dell'assetto partecipativo, sottraendole alla logica dell'imposizione unilaterale e ricondurle entro una dinamica di consenso qualificato.

Prof. Filippo Annunziata

Professore Ordinario di diritto dei mercati finanziari
Università Luigi Bocconi Milano

azionisti e dell'Assemblea speciale dei possessori di azioni di risparmio di Telecom Italia S.p.A. - previste in data 28 gennaio 2026 - come illustrate nelle relazioni del Consiglio di Amministrazione. Esse consistono, in particolare:

- (i) nell'attribuzione ai possessori di azioni di risparmio della facoltà di convertirle in azioni ordinarie secondo un rapporto di conversione pari a 1:1, con riconoscimento di un conguaglio in denaro pari a Euro 0,12 per azione;
- (ii) nella conversione obbligatoria, secondo il medesimo rapporto di 1:1, delle azioni di risparmio non oggetto di conversione facoltativa, con riconoscimento di un conguaglio in denaro pari a Euro 0,04 per azione; e
- (iii) nella riduzione volontaria del capitale sociale ai sensi dell'art. 2445 c.c., mediante imputazione dell'importo riveniente a riserva legale e a riserva disponibile.

Le operazioni sottoposte all'approvazione assembleare presentano un'incidenza differenziata rispetto alla disciplina del pregiudizio di categoria: la conversione facoltativa risulta strutturalmente estranea a tale ambito, in quanto fondata su una libera opzione dell'azionista; la conversione obbligatoria, pur integrando astrattamente un'ipotesi di pregiudizio, appare integralmente conforme alla disciplina applicabile in ragione del pieno rispetto delle tutele collettive e individuali previste dall'ordinamento; la riduzione volontaria del capitale sociale, infine, non determina lesione dei diritti delle azioni di risparmio, incidendo esclusivamente su profili contabili e strutturali e non sulla misura o sulla priorità dei privilegi patrimoniali. Ne discende che il complesso delle deliberazioni esaminate si colloca entro un quadro di legittimità sostanziale e procedurale, nel quale il mutamento dell'assetto del capitale risulta governato secondo criteri di equilibrio, proporzionalità e rispetto delle posizioni differenziate.

Come espressamente chiarito nella documentazione assembleare, tali operazioni sono tra loro funzionalmente collegate e strutturalmente inscindibili, essendo la riduzione del capitale finalizzata, tra l'altro, alla costituzione delle riserve necessarie per il pagamento dei conguagli e per l'eventuale acquisto delle azioni di risparmio oggetto di recesso.

Prof. Filippo Annunziata

Professore Ordinario di diritto dei mercati finanziari
Università Luigi Bocconi Milano

L'analisi muove dalla consapevolezza che la disciplina delle categorie speciali di azioni mira ad assicurare che eventuale compressione dei loro diritti avvenga secondo regole procedurali rafforzate, idonee a preservare l'equilibrio tra interesse sociale e tutela delle minoranze qualificate. In questa prospettiva, il pregiudizio di categoria non coincide con qualsiasi incidenza negativa sulla posizione dell'azionista, ma richiede una valutazione più sottile, attenta alla natura dell'intervento, alla sua necessità sistemica e alle garanzie approntate dall'ordinamento.

L'incarico affidatomi richiede, pertanto, di scomporre l'operazione complessiva nelle sue diverse componenti — conversione facoltativa, conversione obbligatoria e riduzione volontaria del capitale — al fine di verificare se, e in quale misura, ciascuna di esse incida sui diritti propri delle azioni di risparmio e se tale incidenza sia sorretta da un adeguato presidio normativo e procedurale.

L'analisi che segue si sviluppa secondo una logica progressiva: muove dalla ricostruzione del perimetro concettuale del pregiudizio di categoria, per poi verificare, con riferimento a ciascuna operazione, se tale perimetro venga effettivamente oltrepassato o se, al contrario, l'assetto deliberativo proposto si mantenga entro i confini della legittimità, intesa non in senso meramente formale, ma come coerenza complessiva tra struttura dell'operazione, diritti coinvolti e strumenti di tutela predisposti.

2. La conversione facoltativa: assenza ontologica di pregiudizio di categoria.

Anzitutto, la conversione facoltativa delle azioni di risparmio in azioni ordinarie, considerata nella sua struttura giuridica e nella sua funzione economico-organizzativa, non integra né può integrare un pregiudizio di categoria ai sensi degli artt. 2376 c.c. e 146 TUF.

La ragione è di ordine anzitutto ontologico, prima ancora che sistematico. Il pregiudizio di categoria presuppone, per definizione, un intervento eteronomo, idoneo a incidere autoritativamente sul contenuto dei diritti incorporati nella categoria, alterandone la

Prof. Filippo Annunziata

Professore Ordinario di diritto dei mercati finanziari
Università Luigi Bocconi Milano

fisionomia senza che il singolo titolare possa sottrarvisi ³. La conversione facoltativa, al contrario, si colloca su un piano radicalmente diverso: non impone una trasformazione della posizione giuridica dell'azionista di risparmio, ma offre un'alternativa, lasciando intatto il nucleo dei diritti di categoria per coloro che scelgano di non aderirvi.

Nel caso di Telecom Italia S.p.A., tale qualificazione risulta ulteriormente rafforzata dalla struttura concreta dell'operazione, che prevede un rapporto di conversione unitario (1:1) accompagnato dal riconoscimento di un conguaglio monetario predeterminato in favore degli aderenti, espressamente volto a compensare la rinuncia volontaria ai privilegi patrimoniali incorporati nelle azioni di risparmio. La previsione di tale conguaglio non altera la natura facoltativa dell'operazione, né introduce elementi di coercizione giuridica, ma si limita a rendere economicamente confrontabili posizioni partecipative strutturalmente diverse, lasciando impregiudicata la libertà di scelta del singolo azionista.

In altri termini, essa non realizza una "sostituzione coattiva" di uno *status* con un altro, bensì apertura di uno spazio di scelta individuale, nel quale l'azionista è chiamato a valutare — secondo un giudizio di convenienza interamente rimesso alla sua propria autonomia — se mantenere il regime privilegiato proprio delle azioni di risparmio ovvero transitare verso il diverso statuto partecipativo delle azioni ordinarie, accettando la fisiologica perdita dei privilegi in cambio di diritti differenti e di un conguaglio monetario puntualmente

³ In tema di conversione facoltativa di azioni di risparmio, la dottrina è pressoché unanime nel negare la configurabilità di un pregiudizio di categoria, in assenza di un'incidenza autoritativa sui diritti incorporati nella categoria. V. già C. Costa, *Conversione di azioni privilegiate a voto limitato in ordinarie: assemblee speciali, poteri e limiti. Nota Trib. Milano, 15 luglio 1982*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1983, II, p. 474 ss.; nonché, in giurisprudenza, Trib. Genova, 2 novembre 2021, n. 2403, con nota di S.P. Rossi, *Raggruppamento, recesso e disciplina del rappresentante comune degli azionisti di risparmio*, in *Riv. soc.*, 2022, p. 1055 ss., che qualifica la conversione facoltativa come fattispecie "neppure astrattamente idonea" a recare pregiudizio ai diritti di categoria.

Prof. Filippo Annunziata

Professore Ordinario di diritto dei mercati finanziari
Università Luigi Bocconi Milano

determinato e dichiaratamente volto a svolgere una funzione compensativa.

Ciò che rileva è che la categoria, in quanto tale, non venga incisa. Colui che non esercita la facoltà di conversione resta integralmente assoggettato allo statuto vigente, senza subire alcuna compressione, diretta o indiretta, delle proprie prerogative patrimoniali o amministrative. Né tale conclusione può essere posta in discussione richiamando la presenza di un incentivo economico all'adesione, sotto forma di conguaglio monetario. La previsione di un vantaggio patrimoniale volto a compensare la rinuncia volontaria ai privilegi di categoria, infatti, non trasforma la facoltà in imposizione, né altera la natura giuridica dell'operazione. L'ordinamento societario distingue nettamente tra pressione economica e coercizione giuridica: solo quest'ultima rileva ai fini della disciplina del pregiudizio di categoria. Finché la scelta di aderire o meno alla conversione resta rimessa alla libera determinazione del singolo e non produce effetti pregiudizievoli per chi decida di non esercitarla, l'operazione rimane estranea all'ambito delle deliberazioni modificative dei diritti di categoria, collocandosi integralmente sul piano dell'autonomia individuale.

In questa prospettiva, la conversione facoltativa non produce effetti sulla categoria, ma esclusivamente *inter partes*, ossia nei confronti di coloro che volontariamente decidano di aderirvi. La distinzione è decisiva: il pregiudizio di categoria rilevante ai fini dell'art. 2376 c.c. presuppone una modificazione che colpisca la categoria come tale, non già una fattispecie che consenta ai singoli di dismettere la propria appartenenza alla categoria medesima. L'ordinamento societario, del resto, conosce e legittima da sempre meccanismi di questo tipo, basti pensare alle conversioni facoltative di strumenti finanziari o alle opzioni di scambio, senza mai ricondurli all'ambito delle deliberazioni pregiudizievoli.

In tale ottica, il premio riconosciuto a chi eserciti la conversione facoltativa costituisce un elemento fisiologico di riequilibrio economico, volto a rendere comparabili posizioni giuridiche strutturalmente diverse e a compensare la rinuncia ai privilegi

Prof. Filippo Annunziata

Professore Ordinario di diritto dei mercati finanziari
Università Luigi Bocconi Milano

patrimoniali incorporati nelle azioni di risparmio⁴. In assenza di coercizione giuridica o di automatismi escludenti, l'eventuale pressione economica resta confinata nell'ambito delle dinamiche di mercato e non assurge a rilevanza ai fini della disciplina sul pregiudizio di categoria.

Può dunque affermarsi che, nella conversione facoltativa, non vi è lesione, ma opzione. L'azionista resta padrone della propria decisione; la categoria conserva intatta la propria identità; l'assetto dei diritti resta invariato per chi non intenda modificarlo.

Né conduce a diversa conclusione la circostanza per la quale l'assetto dell'operazione prevede un conguaglio monetario differenziato, più elevato in caso di adesione alla conversione facoltativa rispetto a quello riconosciuto all'esito della conversione obbligatoria.

Tale elemento, pur potendo incidere sulle valutazioni di convenienza economica del singolo azionista, non altera la qualificazione giuridica della conversione facoltativa, né consente di ricondurla, anche solo indirettamente, nell'ambito delle deliberazioni pregiudizievoli di categoria. La differenziazione del conguaglio non introduce alcuna forma di coercizione giuridica, né determina un effetto escludente o automatico in danno di chi non intenda aderire: l'azionista che non eserciti l'opzione conserva integralmente, sino all'eventuale conversione obbligatoria, lo status e i diritti propri delle azioni di risparmio.

La prospettiva della successiva conversione obbligatoria — evento giuridicamente distinto, autonomamente deliberato e assoggettato alle specifiche tutele previste dall'ordinamento — non ha alcuna influenza sulla fase facoltativa, e non ne modifica la natura. L'eventuale "pressione economica" derivante dalla maggiore convenienza

⁴ Sul punto, v. M. Ventoruzzo, *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2015, II, p. 1055 ss., ove si chiarisce che solo una incidenza giuridica autoritativa, e non una maggiore o minore convenienza economica, è idonea a rilevare ai fini della qualificazione di una deliberazione come lesiva dei diritti del socio o della categoria. In senso analogo, G. Romano, *Recesso e limiti al rimborso delle azioni nelle banche (in specie cooperative) tra diritto societario, regole europee di capital maintenance e "principio" del bail-in*, in *Riv. soc.*, 2017, p. 1 ss.

Prof. Filippo Annunziata

Professore Ordinario di diritto dei mercati finanziari
Università Luigi Bocconi Milano

dell'adesione anticipata non trasforma l'opzione in imposizione, ma si colloca sul piano delle scelte razionali del singolo, le quali restano estranee alla nozione giuridica di pregiudizio di categoria, che postula invece un'incidenza autoritativa e immediata sui diritti incorporati nella categoria come tale.

In altri termini, la struttura bifasica dell'operazione non comporta che il pregiudizio — che emerge solo con la conversione obbligatoria — si proietti retroattivamente sulla fase facoltativa⁵. Il diverso trattamento economico riconosciuto nelle due ipotesi svolge una funzione di incentivo e di riequilibrio, ma non incide sulla qualificazione giuridica dell'opzione, che resta libera, reversibile nella scelta e priva di effetti lesivi nei confronti della categoria. L'ordinamento, del resto, distingue nettamente tra dinamiche di mercato e coercizione giuridica: solo quest'ultima rileva ai fini della disciplina del pregiudizio di categoria. Ne discende, in conclusione, che la conversione facoltativa delle azioni di risparmio in azioni ordinarie si colloca strutturalmente al di fuori dell'ambito applicativo della disciplina sul pregiudizio di categoria, non richiedendo, per ciò solo, l'attivazione delle tutele previste per le deliberazioni modificative dei diritti di categoria. Essa rappresenta un esercizio legittimo dell'autonomia statutaria e organizzativa della società, pienamente compatibile con i principi di tutela delle categorie azionarie, proprio in quanto fondato sulla libertà di scelta del singolo e sull'integrale preservazione della posizione di chi scelga di non aderire.

In tale prospettiva, l'eventuale riduzione del numero dei recessi che dovesse derivare dall'ampia adesione alla conversione facoltativa non configura una limitazione, neppure indiretta, del diritto di recesso⁶.

⁵ Sulla necessità di valutare autonomamente ciascuna deliberazione ai fini dell'art. 2376 c.c., senza traslazioni automatiche del pregiudizio tra fasi di un'operazione complessa, v. ancora G. Dibattista, *op. cit.*, p. 626 ss., nonché P. Grosso, *Categorie di azioni ed assemblee speciali*, Giuffrè, 1999, p. 171 ss., che esclude la rilevanza di costruzioni "aggregative" non fondate su un'incidenza diretta sui diritti di categoria.

⁶ Sul recesso quale rimedio residuale e sulla sua funzione di composizione della tensione tra exit dell'investitore e stabilità dell'impresa, v. G. Romano, *op. cit.*, spec. p. 29 ss., ove si chiarisce come l'ordinamento tenda a favorire

Prof. Filippo Annunziata

Professore Ordinario di diritto dei mercati finanziari
Università Luigi Bocconi Milano

Essa costituisce, piuttosto, un effetto fisiologico della disponibilità di un'alternativa volontaria, economicamente equilibrata e giuridicamente non coattiva, che consente agli azionisti di risparmio di operare una scelta consapevole tra opzioni diverse, senza che venga in alcun modo inciso il contenuto, la struttura o l'esercizio del rimedio previsto dall'art. 2437 c.c. In questo senso, la riduzione dei recessi non rappresenta una compressione della tutela, ma l'esito naturale di un meccanismo di composizione degli interessi coinvolti nell'operazione.

3. La conversione obbligatoria: rilevanza del pregiudizio e pieno rispetto delle tutele.

È opportuno precisare che la previsione di una conversione facoltativa antecedente alla conversione obbligatoria non altera né anticipa l'operatività del diritto di recesso riconosciuto ai sensi dell'art. 2437 c.c. in relazione a quest'ultima deliberazione. L'azionista che non abbia aderito alla conversione facoltativa conserva integralmente la propria legittimazione a dissentire rispetto alla conversione obbligatoria e a esercitare il recesso alle condizioni di legge, senza che l'esistenza di un'opzione alternativa previamente offerta possa essere intesa come una limitazione, diretta o indiretta, di tale rimedio.

Diverso, e per molti versi più delicato, è il discorso relativo alla conversione obbligatoria delle azioni di risparmio in azioni ordinarie, ove l'ordinamento si confronta apertamente con un'ipotesi di incidenza autoritativa sulla posizione giuridica degli azionisti appartenenti alla categoria speciale, i quali vengono assoggettati a una trasformazione dello status partecipativo indipendentemente da una manifestazione individuale di consenso.

In questa evenienza, il pregiudizio di categoria è, per così dire, *in re ipsa*. Nel caso di specie, tale incidenza è stata tuttavia espressamente assunta e governata attraverso il pieno rispetto delle garanzie previste dall'ordinamento. In particolare, la conversione obbligatoria delle

soluzioni organizzative preventive rispetto all'attivazione generalizzata dell'*exit*.

Prof. Filippo Annunziata

Professore Ordinario di diritto dei mercati finanziari
Università Luigi Bocconi Milano

azioni di risparmio di Telecom Italia S.p.A. è stata subordinata all'approvazione dell'Assemblea speciale dei possessori di azioni di risparmio ai sensi dell'art. 146 TUF, assicurando così una tutela collettiva qualificata della categoria. Contestualmente, agli azionisti che non abbiano concorso all'approvazione della deliberazione è riconosciuto il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. g), c.c., con liquidazione della partecipazione secondo criteri oggettivi ancorati ai valori di mercato.

La conversione obbligatoria comporta infatti la perdita coattiva dei privilegi patrimoniali e amministrativi che connotano le azioni di risparmio — in particolare, la priorità nella distribuzione degli utili e nel rimborso del capitale, nonché il regime differenziato dei diritti amministrativi — e incide pertanto sul contenuto essenziale della categoria, alterandone la fisionomia giuridica in modo irreversibile. Si tratta, dunque, di una modificazione strutturale dei diritti incorporati nelle azioni, non di un mero riflesso economico o di una conseguenza mediata di scelte gestionali.

È proprio il diritto delle società per azioni applicabile agli emittenti quotati a non assumere una postura proibizionistica, ma a subordinare la legittimità delle modificazioni delle categorie all'attivazione di presidi rafforzati, idonei a rendere il sacrificio compatibile con i principi di correttezza, trasparenza e tutela delle minoranze qualificate. In questo senso, la disciplina del pregiudizio di categoria non persegue l'obiettivo di impedire ogni trasformazione delle categorie speciali, ma quello di "costituzionalizzare" il sacrificio che ne deriva, imponendo che esso avvenga in modo consapevole, partecipato e reversibile sul piano individuale. L'ordinamento non richiede che la modificazione sia indolore, ma che sia governata secondo regole che consentano alla categoria di autodeterminarsi e al singolo di sottrarsi all'esito non condiviso. Quando tali condizioni sono soddisfatte — come nel caso di specie — il pregiudizio, pur esistente sul piano sostanziale, cessa di assumere rilievo patologico e si trasforma in un esito legittimo del processo deliberativo, conforme alla logica di equilibrio che informa la disciplina delle categorie azionarie.

Qui si colloca la doppia tutela approntata dal legislatore, che nel caso di specie risulta integralmente rispettata.

Prof. Filippo Annunziata

Professore Ordinario di diritto dei mercati finanziari
Università Luigi Bocconi Milano

In primo luogo, come accennato, opera una tutela collettiva, affidata all'approvazione dell'operazione da parte dell'Assemblea speciale dei possessori di azioni di risparmio. Tale previsione ha carattere sostanziale, non meramente procedurale: essa attribuisce alla categoria, intesa come corpo organizzato e portatore di un interesse unitario, il potere di pronunciarsi sulla legittimità della trasformazione che la riguarda. Il consenso espresso dall'assemblea speciale, secondo i *quorum* qualificati previsti dalla legge, vale dunque come atto di autodeterminazione collettiva, che legittima l'incidenza sui diritti di categoria in quanto frutto di una deliberazione interna alla categoria stessa.⁷

Accanto ad essa, l'ordinamento appronta una tutela individuale, riconoscendo agli azionisti che non abbiano concorso all'approvazione della deliberazione⁸ — perché assenti, astenuti o dissenzienti — il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. g), c.c., in quanto la conversione obbligatoria integra una modificazione dello statuto concernente i diritti di partecipazione⁹. Tale rimedio consente al singolo di sottrarsi alla trasformazione non condivisa, ottenendo la liquidazione del proprio investimento sulla base di criteri oggettivi e predeterminati, ancorati a parametri di mercato e sottratti alla discrezionalità della società. La coesistenza, nel caso di specie, dell'approvazione dell'assemblea speciale e del diritto di recesso non

⁷ Cfr. M. Maugeri, *op. cit.*, spec. p. 1297 ss., ove si sottolinea come, nelle società quotate, l'assemblea speciale delle azioni di risparmio non assolva a una funzione meramente procedimentale, ma costituisca il fulcro dell'organizzazione collettiva della categoria, deputata a governare — e non già a impedire — le modificazioni dei diritti di categoria attraverso un consenso qualificato interno alla categoria stessa.

⁸ Sul rapporto tra assemblea speciale *ex art.* 2376 c.c. e diritto di recesso, v. A. Abu Awwad, *I diritti di voto e di partecipazione fra recesso e assemblee speciali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, p. 312 ss.; P. Grosso, *op. cit.*, p. 269 ss., ove si sottolinea la distinzione strutturale tra tutela collettiva di categoria e rimedi individuali di *exit*, attivabili su presupposti diversi e non sovrapponibili.

⁹ Sul rapporto tra assemblea speciale *ex art.* 2376 c.c. e diritto di recesso *ex art.* 2437, comma 1, lett. g), c.c., v. A. Abu Awwad, *op. cit.*, p. 312 ss.; nonché G. Dibattista, *op. cit.*, p. 628 ss., che sottolinea la diversità strutturale e funzionale dei due rimedi, attivabili su presupposti distinti e non sovrapponibili.

Prof. Filippo Annunziata

Professore Ordinario di diritto dei mercati finanziari
Università Luigi Bocconi Milano

implica alcuna sovrapposizione disordinata di rimedi, ma riflette una precisa scelta sistematica del legislatore, volta a differenziare i piani della tutela collettiva e di quella individuale. La dottrina ha chiarito, infatti, che il recesso non opera come strumento generalizzato di reazione a ogni modificazione dei diritti di categoria, né come rimedio concorrente rispetto all'assemblea speciale, bensì come presidio individuale destinato a operare quando il socio non intenda assoggettarsi all'esito della decisione collettiva validamente assunta¹⁰. In questa chiave, l'assemblea speciale e il recesso non sono rimedi alternativi in senso tecnico, ma strumenti funzionalmente distinti: la prima governa il mutamento sul piano organizzativo, consentendo alla categoria di esprimere una volontà collettiva qualificata; il secondo tutela la libertà patrimoniale del singolo, consentendogli di sottrarsi all'esito deliberativo senza paralizzare la decisione della maggioranza della categoria.

Ne consegue che il riconoscimento del recesso non svuota di significato la deliberazione dell'assemblea speciale, e non ne indebolisce la funzione: al contrario, esso completa il sistema di tutele predisposto dall'ordinamento, assicurando che la trasformazione dei diritti di categoria avvenga senza imporre al singolo una permanenza forzata in un assetto partecipativo radicalmente mutato.

Del resto, la funzione del diritto di recesso nell'architettura del diritto societario è esattamente quella di offrire una tutela residuale rispetto a mutamenti non condivisi, laddove non siano disponibili soluzioni organizzative alternative idonee a preservare l'equilibrio degli interessi coinvolti. In questa prospettiva, l'adozione di strumenti che consentano una composizione preventiva e volontaria del dissenso non solo non contrasta con la ratio del recesso, ma ne conferma la natura di rimedio sussidiario e non di meccanismo da attivare in via generalizzata.

Questa architettura procedimentale realizza un bilanciamento articolato e coerente: da un lato, consente alla categoria di esprimere

¹⁰ Cfr. A. Abu Awwad, *op. cit.*, p. 312 ss.

Prof. Filippo Annunziata

Professore Ordinario di diritto dei mercati finanziari
Università Luigi Bocconi Milano

una volontà collettiva qualificata; dall'altro, preserva la libertà patrimoniale del singolo, che non può essere costretto a permanere in un assetto partecipativo radicalmente diverso da quello originariamente prescelto. Il sacrificio dei diritti di categoria, pur esistente, viene pertanto contro-bilanciato da strumenti che ne attenuano l'impatto.

In questa prospettiva, il pregiudizio è assunto come dato fisiologico del mutamento organizzativo, e governato attraverso gli strumenti tipici della democrazia societaria e dell'autonomia patrimoniale. Il legislatore, in altri termini, non pretende che la trasformazione sia indolore, ma esige che essa sia consapevole, partecipata e reversibile sul piano individuale. Quando tali condizioni sono soddisfatte — come nel caso di specie — la conversione obbligatoria si colloca entro il perimetro della legittimità, nonostante l'indubbia incidenza sui diritti della categoria.

Può pertanto concludersi che la conversione obbligatoria delle azioni di risparmio, pur integrando astrattamente un'ipotesi di pregiudizio di categoria, risulta conforme alla disciplina applicabile in quanto sorretta da un sistema di tutele pieno e coerente, idoneo a trasformare un sacrificio potenzialmente unilaterale in un esito governato e giuridicamente sostenibile del processo deliberativo, e segnatamente:

- l'approvazione da parte dell'assemblea speciale di categorie, con le maggioranze previste, e
- il diritto di recesso riconosciuto ai soci che non hanno concorso alle relative deliberazioni.

4. Conguaglio differenziato e principio di eguaglianza di categoria: profili di legittimità.

La previsione di un conguaglio differenziato, più elevato per gli azionisti che aderiscano alla conversione facoltativa e più contenuto per coloro che, non esercitando tale opzione, vengano assoggettati alla conversione obbligatoria, rende necessario un approfondimento specifico sotto il profilo della compatibilità con i principi di eguaglianza di categoria e di correttezza nel trattamento degli azionisti,

Prof. Filippo Annunziata

Professore Ordinario di diritto dei mercati finanziari
Università Luigi Bocconi Milano

tanto più in un contesto nel quale la conversione obbligatoria opera, per così dire, in via residuale, quale esito necessario della mancata adesione alla fase facoltativa. La questione non può essere affrontata sul piano di una astratta parità di risultato, ma richiede una lettura più sottile, attenta alla diversità strutturale delle situazioni poste a confronto e alla funzione economico-giuridica che il conguaglio è chiamato a svolgere nel disegno complessivo dell'operazione.

Occorre muovere da un dato di fondo: il principio di eguaglianza tra azionisti — e, a maggior ragione, all'interno di una medesima categoria — non impone un trattamento uniformemente identico in ogni circostanza, ma vieta soltanto disparità arbitrarie, ossia non sorrette da una ragione obiettiva e coerente con la struttura dell'operazione. In questa prospettiva, la differenziazione del conguaglio non riflette una discriminazione irragionevole, bensì la diversa qualità giuridica della posizione soggettiva assunta dagli azionisti nelle due fasi della conversione. Chi aderisce alla conversione facoltativa esercita una scelta anticipata, volontaria e consapevole, che contribuisce in modo diretto al perseguimento dell'interesse sociale alla semplificazione dell'assetto del capitale, riducendo l'area della conversione coattiva e, con essa, l'esposizione della società agli oneri connessi al diritto di recesso. Chi, invece, non aderisce alla fase facoltativa non compie una scelta equivalente, ma si colloca in una posizione di attesa che conduce, *ex lege ed ex structura operationis*, all'applicazione della conversione obbligatoria.

È proprio questa asimmetria di comportamento e di funzione che giustifica la differenziazione del conguaglio. Il maggior importo riconosciuto agli aderenti alla conversione facoltativa svolge una funzione di incentivazione legittima, volta a orientare le scelte individuali in una direzione coerente con l'interesse della società, senza comprimere la libertà del singolo né precludergli vie di tutela alternative. L'incentivo, per tale via, non si traduce in una coercizione surrettizia, ma in un meccanismo di razionalizzazione delle opzioni disponibili, pienamente compatibile con un ordinamento che ammette e governa le dinamiche di scelta economica all'interno di cornici giuridiche predeterminate.

Prof. Filippo Annunziata

Professore Ordinario di diritto dei mercati finanziari
Università Luigi Bocconi Milano

Né vale obiettare che la conversione obbligatoria operi come esito “di default” per chi non abbia aderito alla fase facoltativa, poiché tale default non è né occulto né imprevedibile, ma costituisce un elemento strutturale dell’operazione, chiaramente rappresentato e conoscibile *ex ante*. L’azionista è posto nella condizione di comparare, in modo trasparente, le alternative disponibili: aderire alla conversione facoltativa, beneficiando di un conguaglio più elevato; attendere l’esito della conversione obbligatoria, alle relative condizioni; ovvero, se dissenziente rispetto alla trasformazione coattiva, esercitare il diritto di recesso. In questo scenario, la differenziazione del conguaglio non altera l’equilibrio dei diritti, ma si inserisce in una triangolazione di opzioni che preserva sia l’autonomia decisionale del singolo sia la coerenza economica dell’operazione nel suo complesso.

Sotto un profilo sistematico, la legittimità del conguaglio differenziato trova ulteriore conferma nel fatto che esso non incide sulla misura del pregiudizio di categoria derivante dalla conversione obbligatoria, né lo aggrava per chi vi sia assoggettato. Il trattamento meno favorevole riconosciuto in tale sede è il riflesso della diversa struttura della fattispecie: nella conversione obbligatoria, il legislatore presidia il sacrificio dei diritti attraverso strumenti tipici — assemblea speciale e diritto di recesso — e non mediante la garanzia di un risultato economico identico a quello offerto in un contesto volontario. Pretendere un conguaglio uniforme equivarrebbe, in ultima analisi, a negare qualsiasi spazio a meccanismi incentivanti, svuotando di significato la distinzione stessa tra conversione facoltativa e obbligatoria.

In conclusione, la previsione di un conguaglio differenziato che premi l’adesione alla conversione facoltativa rispetto all’esito della conversione obbligatoria si rivela pienamente legittima sul piano dogmatico e sistematico, in quanto fondata su una diversità oggettiva di situazioni, coerente con la funzione economica dell’operazione e rispettosa delle tutele approntate dall’ordinamento. Lungi dal costituire una violazione del principio di eguaglianza di categoria, essa rappresenta una manifestazione ordinata dell’autonomia statutaria e dell’ingegneria societaria, nella quale l’incentivo non è strumento di sopraffazione, ma leva razionale di governo del mutamento.

Prof. Filippo Annunziata

Professore Ordinario di diritto dei mercati finanziari
Università Luigi Bocconi Milano

5. La riduzione del capitale ex art. 2445 c.c.: insussistenza del pregiudizio di categoria.

Nemmeno la riduzione volontaria del capitale sociale deliberata ai sensi dell'art. 2445 c.c. può essere considerata fonte di pregiudizio di categoria in danno dei possessori di azioni di risparmio, né sotto il profilo sostanziale né sotto quello procedimentale¹¹.

È indubbio che tale operazione si inserisca in un disegno complessivo che comprende anche la conversione delle azioni di risparmio in azioni ordinarie e che tra le due operazioni sussista un collegamento funzionale, esplicitamente dichiarato nella documentazione assembleare. Tuttavia, questo dato non è di per sé sufficiente a traslare sulla riduzione del capitale gli effetti pregiudizievoli propri della conversione obbligatoria¹². Nel diritto societario, infatti, il giudizio circa la sussistenza di pregiudizio di categoria deve concentrarsi sull'incidenza diretta e immediata che la singola deliberazione produce sui diritti incorporati nella categoria.

È opportuno, al riguardo, precisare che il collegamento funzionale o l'inscindibilità procedimentale tra più deliberazioni non comporta, sul piano giuridico, una automatica estensione del giudizio di pregiudizio da una deliberazione all'altra. In materia di categorie azionarie, ciò che rileva non è la finalità complessiva del disegno societario, bensì

¹¹ La medesima conclusione è coerente con la rappresentazione fornita nella relazione illustrativa: la riduzione di capitale è qualificata come operazione che non pregiudica i diritti degli azionisti di risparmio, in quanto non incide sulle regole relative ai privilegi statutari della categoria, e la sua efficacia è inoltre subordinata all'approvazione/efficacia della conversione nei termini deliberativi previsti.

¹² Sul principio per cui il collegamento funzionale tra operazioni non comporta automaticamente la traslazione degli effetti pregiudizievoli da una deliberazione all'altra, v. L. Purpura, *Assemblee speciali e pregiudizio rilevante*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, II, p. 579 ss., che richiama la necessità di un giudizio autonomo e puntuale sull'incidenza diretta di ciascuna deliberazione sui diritti di categoria.

Prof. Filippo Annunziata

Professore Ordinario di diritto dei mercati finanziari
Università Luigi Bocconi Milano

l'oggetto immediato della singola delibera e la sua concreta idoneità a incidere sui diritti di categoria.

Ne consegue che una deliberazione può essere condizionata, strumentale o funzionalmente connessa a un'altra senza per questo ereditare il relativo regime giuridico in tema di pregiudizio di categoria, ove essa non comporti, in sé e per sé considerata, alcuna modificazione dei diritti incorporati nella categoria interessata.

Sotto tale profilo, la riduzione del capitale *ex art. 2445 c.c.*, anche isolatamente considerata, non incide sui diritti privilegiati delle azioni di risparmio. Ciò risulta particolarmente evidente nel caso di Telecom Italia S.p.A., in cui i privilegi patrimoniali attribuiti alle azioni di risparmio sono configurati in termini assoluti e predeterminati, mediante il riferimento a un importo fisso pari a Euro 0,55 per azione, indipendente dal valore nominale, peraltro solo implicito, delle azioni. Ne consegue che la riduzione del capitale, comportando esclusivamente una rimodulazione delle poste del patrimonio netto e una riduzione del valore nominale implicito, non è in grado di incidere né sulla misura né sulla priorità del privilegio, che restano integralmente inalterate. La ragione è dirimente e risiede nella struttura stessa del privilegio patrimoniale attribuito a tale categoria nello statuto di TIM¹³. I diritti delle azioni di risparmio, infatti, sono configurati in termini assoluti e non proporzionali: essi si esprimono mediante importi fissi, predeterminati in euro (Euro 0,55 per azione), che prescindono dal valore nominale — o, nel caso di specie, dal valore nominale *implicito* — delle azioni.

¹³ In tema di riduzione volontaria del capitale *ex art. 2445 c.c.* e assenza di incidenza sui diritti di categoria, v. L. Ardizzone, *La riduzione del capitale mediante annullamento di azioni proprie: spunti e riflessioni da alcuni casi pratici*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 640 ss., spec. p. 666 ss., ove si chiarisce che la riduzione opera sul piano strutturale e contabile del patrimonio netto e non sul contenuto dei diritti incorporati nelle azioni, salvo espressa modificazione statutaria dei privilegi. Quanto alla riduzione del capitale e diritti delle categorie, v. G.E. Colombo, *Delisting e azioni di risparmio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2002, I, p. 364 ss., ove si afferma che operazioni incidenti sulla struttura del patrimonio netto non determinano di per sé alcun pregiudizio dei diritti di categoria, in assenza di una modifica del contenuto dei privilegi statutari.

Prof. Filippo Annunziata

Professore Ordinario di diritto dei mercati finanziari
Università Luigi Bocconi Milano

Questa impostazione ha una conseguenza giuridica decisiva. Poiché il privilegio non è parametrato al capitale sociale né a una frazione dello stesso, ma a un valore assoluto e invariabile, ogni operazione che incida sulla composizione del patrimonio netto o sulla sua articolazione contabile resta, per definizione, esterna all'ambito dei diritti di categoria. In altri termini, la misura del privilegio non è sensibile alle variazioni del capitale, ma resta ancorata a un parametro autonomo, che la riduzione del capitale non è in grado di scalfire. In altri termini, il privilegio delle azioni di risparmio non è strutturalmente ancorato al capitale sociale come grandezza contabile, ma vive su un piano giuridico distinto, definito dallo statuto in termini di importi certi e predeterminati. La riduzione del capitale, incidendo esclusivamente sulla distribuzione interna delle poste di patrimonio netto e sul valore nominale implicito delle azioni, non interferisce con tale piano, né può alterare la misura economica del privilegio o il suo rango rispetto alle altre categorie.

Ne consegue che: (i) la rimodulazione del patrimonio netto, mediante lo spostamento di poste dal capitale alle riserve; (ii) la ricostituzione di riserve disponibili a seguito della riduzione; (iii) la riduzione del valore nominale implicito delle azioni, a numero invariato, non determinano alcuna alterazione né quantitativa né qualitativa dei diritti patrimoniali spettanti alle azioni di risparmio. Il privilegio resta identico nella sua misura, nella sua priorità e nella sua struttura giuridica, e continua a operare secondo le medesime regole anche a seguito della riduzione del capitale.

È importante sottolineare che tale conclusione non muta neppure ove si consideri la riduzione del capitale come presupposto finanziario o strumentale rispetto ad altre operazioni (quali il pagamento dei conguagli o l'eventuale acquisto delle azioni oggetto di recesso). La funzione economica della riduzione — volta a riallineare la struttura del patrimonio netto o a creare riserve disponibili — resta distinta dal suo effetto giuridico immediato, che è l'unico rilevante ai fini dell'accertamento del pregiudizio di categoria. E tale effetto giuridico immediato non comporta alcuna compressione dei diritti propri delle azioni di risparmio.

Prof. Filippo Annunziata

Professore Ordinario di diritto dei mercati finanziari
Università Luigi Bocconi Milano

La riduzione del capitale opera, dunque, sul piano strutturale e contabile, non su quello dei diritti di categoria. Essa non sottrae, non comprime e non degrada alcuna prerogativa patrimoniale o amministrativa delle azioni di risparmio; né altera il loro rango, né incide sul meccanismo di priorità che ne connota il privilegio. In assenza di una lesione diretta dei diritti incorporati nella categoria, viene meno il presupposto stesso per l'applicazione della disciplina sul pregiudizio di categoria e, con esso, l'esigenza di attivare le tutele rafforzate previste dagli artt. 2376 c.c. e 146 TUF.

Può pertanto concludersi che la riduzione volontaria si colloca pienamente al di fuori dell'ambito del pregiudizio di categoria, rappresentando un'operazione legittima di riorganizzazione patrimoniale che, pur inserita in un più ampio disegno di riassetto, non incide in alcun modo sulla posizione giuridica dei possessori di azioni di risparmio.

6. Conclusioni

Alla luce delle considerazioni che precedono, l'analisi complessiva delle operazioni sottoposte all'approvazione dell'Assemblea straordinaria e dell'Assemblea speciale dei possessori di azioni di risparmio consente di formulare un giudizio di piena compatibilità con la disciplina di legge in materia di pregiudizio di categoria, tanto sotto il profilo sostanziale quanto sotto quello procedurale. Tale giudizio è formulato con specifico riferimento alle deliberazioni sottoposte all'approvazione dell'Assemblea straordinaria e dell'Assemblea speciale dei possessori di azioni di risparmio di Telecom Italia S.p.A., aventi ad oggetto la conversione delle azioni di risparmio in azioni ordinarie secondo un rapporto di conversione pari a 1:1, con riconoscimento di un conguaglio in denaro differenziato (pari a Euro 0,12 per azione in caso di adesione alla conversione facoltativa ed a Euro 0,04 per azione in caso di conversione obbligatoria), nonché la riduzione volontaria del capitale sociale ai sensi dell'art. 2445 c.c., mediante imputazione dell'importo riveniente a riserva legale e a riserva disponibile.

Prof. Filippo Annunziata

Professore Ordinario di diritto dei mercati finanziari
Università Luigi Bocconi Milano

In primo luogo, ritengo che la conversione facoltativa delle azioni di risparmio in ordinarie resti estranea, per struttura e funzione, all'ambito applicativo della disciplina sul pregiudizio di categoria. Essa non determina alcuna compressione autoritativa dei diritti incorporati nella categoria, ma si configura come una mera opzione individuale, liberamente esercitabile dal singolo azionista, che conserva integralmente la propria posizione giuridica ove scelga di non aderire. In assenza di una modificazione dei diritti della categoria, viene meno il presupposto stesso per l'attivazione delle tutele rafforzate previste dagli artt. 2376 c.c. e 146 TUF.

In secondo luogo, la conversione obbligatoria, pur integrando astrattamente un'ipotesi di pregiudizio di categoria, risulta pienamente conforme alla disciplina applicabile in quanto sorretta da un sistema di tutele completo e coerente. Il sacrificio dei privilegi propri delle azioni di risparmio è esplicitamente riconosciuto e governato dal legislatore attraverso una duplice garanzia: da un lato, la deliberazione dell'assemblea speciale della categoria, che consente un'espressione di consenso collettivo qualificato; dall'altro, il diritto di recesso in favore dei singoli azionisti che non abbiano concorso all'approvazione della deliberazione, i quali possono così sottrarsi all'operazione ottenendo la liquidazione del proprio investimento secondo criteri oggettivi e predeterminati. In tal modo, il pregiudizio è neutralizzato sul piano giuridico, in quanto assoggettato a presidi idonei a renderlo compatibile con i principi di correttezza e tutela delle minoranze.

In terzo luogo, la riduzione volontaria del capitale opera sul piano strutturale e contabile del patrimonio netto, senza incidere sul contenuto dei privilegi patrimoniali, che, nel caso di specie, sono configurati in termini assoluti e indipendenti dal valore nominale implicito delle azioni. La misura e la priorità del privilegio restano, pertanto, inalterate, con conseguente insussistenza di qualsiasi pregiudizio rilevante ai fini della disciplina delle categorie.

Considerate nel loro insieme, alla luce di quanto precede, le operazioni oggetto di esame si inscrivono in una logica sistemica coerente, nella quale il riassetto dell'organizzazione e del capitale sociale è perseguito

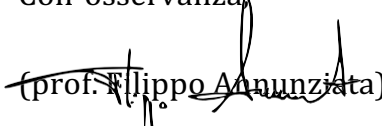
Prof. Filippo Annunziata

Professore Ordinario di diritto dei mercati finanziari
Università Luigi Bocconi Milano

senza sacrificare in modo arbitrario le posizioni differenziate degli azionisti di categoria.

In tale quadro, anche la circostanza che l'operazione nel suo complesso sia strutturata in modo da ridurre l'impatto potenziale dei recessi sul patrimonio sociale e sull'equilibrio finanziario della società non assume rilievo critico sotto il profilo della tutela delle categorie. Essa rappresenta, piuttosto, l'esito coerente di un disegno che, senza comprimere i diritti individuali, privilegia soluzioni partecipate e volontarie¹⁴, idonee a coniugare l'interesse sociale alla stabilità con la piena salvaguardia delle prerogative riconosciute agli azionisti di risparmio.

Con osservanza,


(prof. Filippo Annunziata)

Professore Ordinario di Diritto dei mercati finanziari - Università Bocconi di Milano
Professore di International Financial Regulation - Università Ca' Foscari Venezia
Fellow Academic Board Member - European Banking Institute Frankfurt
Alternate Member - ESAs Board of Appeal Frankfurt

¹⁴ Come si evince dalle relazioni redatte, il presidio dell'equilibrio patrimoniale e finanziario non è affidato soltanto a un obiettivo di massima, ma è strutturato anche mediante condizioni di efficacia dell'operazione: in particolare, la documentazione assembleare prevede una condizione (c.d. "stop-loss") in forza della quale l'esborso massimo a carico della società per la liquidazione delle azioni oggetto di recesso non acquistate/allocate all'esito della procedura ex art. 2437-quater c.c. non può superare Euro 100.000.000, configurando così un limite esterno di sostenibilità dell'operazione senza pregiudicare, in sé, la spettanza del diritto individuale.