

Cassa Depositi e Prestiti e fondazioni bancarie

Gli atti di seguito pubblicati attengono ad una complessa vicenda, quella delle partecipazioni delle fondazioni bancarie nella Cassa Depositi e Prestiti, che ha avuto anche gli “onori” delle cronache giornalistiche () e che qui conviene sinteticamente tratteggiare.*

* * * * *

Con il d.l. n. 269 del 2003, la Cassa Depositi e Prestiti, ente pubblico economico, è stata trasformata in società per azioni, con attribuzione dell'intera partecipazione azionaria allo Stato (Ministero dell'economia e delle finanze). Successivamente, una quota di minoranza del 30%, rappresentata da azioni privilegiate, è stata trasferita a 65 fondazioni di origine bancaria. Lo Statuto della Cassa prevedeva un particolare regime di queste azioni privilegiate, sia sul piano amministrativo sia su quello patrimoniale. Specificamente, si contemplava:

- un “dividendo preferenziale”, ragguagliato al valore nominale e commisurato al tasso di inflazione più il 3 per cento;*
- la postergazione nelle perdite;*
- la conversione automatica delle azioni privilegiate, a decorrere dal 1° gennaio 2010;*
- apposite modalità di determinazione del valore delle azioni privilegiate nei casi di recesso, conversione ovvero liquidazione della società;*
- la facoltà di recesso convenzionale, accanto a quelle già previste ex lege, limitatamente al periodo tra il 1 gennaio 2005 ed il 31 dicembre 2009, nel caso in cui il dividendo spettante alle azioni privilegiate fosse stato inferiore, anche per un solo esercizio, al dividendo preferenziale, esercitabile per l'intera partecipazione.*

* Su tale vicenda v. anche DI CECCO, *Recesso convenzionale e convertibilità automatica delle azioni con determinazione convenzionale del valore dei titoli*. Note a margine del parere del Consiglio di Stato sulle regole statutarie della Cassa depositi e Prestiti s.p.a. e del successivo intervento del legislatore, in *Ianus*, n. 7/2012, p. 279 ss.

Successivamente, nel 2009, l'assemblea della Cassa ha modificato lo statuto rinviando di tre anni il termine di conversione delle azioni privilegiate, dal 1° gennaio 2010 al 1° gennaio 2013, sopprimendo il diritto al dividendo preferenziale e diritto di recesso ad esso connesso e attribuendo la facoltà di recesso in caso di mancata percezione di utili per due esercizi consecutivi.

Nel settembre del 2012, in relazione all'imminente avvio delle procedure per la conversione delle azioni privilegiate o, in alternativa per il recesso, le fondazioni bancarie hanno sollevato dubbi sulla legittimità della clausola statutaria concernente la determinazione del valore delle azioni privilegiate da applicarsi in caso di conversione o recesso (art. 9, co. 3), ritenendo che la valorizzazione delle quote dovesse effettuarsi non a termini di statuto (valore nominale decurtato dell'extradividendo) ma a valori patrimoniali. A seguito di ciò, con relazione trasmessa il 27 settembre 2012, il Ministro dell'economia ha richiesto al Consiglio di Stato un parere sulla legittimità delle clausole statutarie della Cassa concernenti la conversione delle azioni privilegiate in azioni ordinarie.

* * * * *

Con decreto del 4 ottobre 2012 del Presidente del Consiglio di Stato è stata costituita una Commissione speciale, presieduta dal medesimo Presidente, che, nell'adunanza del 16 ottobre successivo, ha reso il proprio parere (II).

In tale parere:

- si afferma che sussistono argomenti seri per sostenere la validità della clausola statutaria concernente il recesso in occasione della conversione delle azioni privilegiate in azioni ordinarie, da qualificare come recesso convenzionale;

- si rileva che questo non è del tutto tranquillizzante in relazione alla possibilità di innesco di un contenzioso fra Cassa (e Ministero) e fondazioni;

- che potrebbe essere ritenuto equo e meritevole di tutela l'interesse delle fondazioni a conseguire quote di patrimonio in caso di recesso;

- che non si potrebbe dare ingresso a questo interesse attraverso una modifica statutaria, perché si innescherebbe un'ipotesi legale di recesso, con tutte le relative conseguenze;

- che "la soluzione – si afferma testualmente – non potrebbe che essere rinvenuta sul piano normativo, con determinazione del valore di cambio e di liquidazione che tenga conto dei criteri sopra espressi, volti a circoscrivere la meritevolezza della partecipazione delle fondazioni agli incrementi patrimoniali conseguiti successivamente al loro ingresso".

* * * * *

Il legislatore ha dato seguito a questa richiesta di intervento, peraltro parzialmente. Con i co. da 3-bis a 3-decies dell'art. 36 del d.l. n. 179 del 2012, inseriti dalla l. di conversione n. 221 del 2012 (I), ha infatti disciplinato la determinazione del valore di concambio, in un modo che tiene conto del valore del patrimonio, mentre per la determinazione del valore di liquidazione delle azioni privilegiate nell'ipotesi di recesso da parte di chi non voglia usufruire della conversione automatica ha puramente e semplicemente rinviato alle "vigenti disposizioni dello statuto della CDP" (co. 3-septies).

Le quali disposizioni, nella versione risultante dopo le modifiche apportate nel dicembre 2012 (III), continuano a prevedere, nell'art. 9, co. 3, che, in tutte le ipotesi di recesso, il valore di liquidazione delle azioni privilegiate è pari alla frazione di capitale sociale ad esse corrispondente, decurtata della differenza fra il dividendo effettivamente percepito dalle stesse azioni privilegiate fino al 31 dicembre 2008 ed il "dividendo preferenziale" ad esse spettante. Con il che non si può certo ritenere rimosso il pericolo, paventato dal Consiglio di Stato, di un contenzioso con le fondazioni. [NOTA REDAZIONALE]

I

D.l. 18 ottobre 2012, n. 179, recante *ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese*, convertito dalla l. 17 dicembre 2012, n. 221

Art. 36

Misure in materia di confidi, strumenti di finanziamento e reti d'impresa

(Omissis)

((3-bis. Limitatamente all'ipotesi di conversione in azioni ordinarie delle azioni privilegiate in circolazione, la Cassa depositi e prestiti (CUP) provvede a determinare, entro il 31 gennaio 2013, il rapporto di conversione delle stesse secondo le seguenti modalità:

a) determinazione del valore di CDP (i) alla data di trasformazione di CDP in società per azioni e (ii) al 31 dicembre 2012 sulla base di perizie giurate di stima che tengano conto, tra l'altro, della presenza della garanzia dello Stato sulla raccolta del risparmio postale;

b) determinazione del rapporto tra il valore nominale delle azioni privilegiate e il valore di CDP alla data di trasformazione di CDP in società per azioni determinato ai sensi della lettera a);

e) determinazione del valore riconosciuto alle azioni privilegiate ai fini della conversione, quale quota, corrispondente alla percentuale di cui alla lettera b), del valore di CDP al 31 dicembre 2012 determinato ai sensi della lettera a).

3-ter. Qualora il rapporto di conversione delle azioni privilegiate in azioni ordinarie come sopra determinato non risulti alla pari, i titolari delle azioni privilegiate hanno la facoltà di beneficiare di un rapporto di conversione alla pari versando alla CDP una somma, a titolo di congruaggio, di importo pari alla differenza tra il valore di una azione ordinaria e il valore di una azione privilegiata.

3-quater. I titolari delle azioni privilegiate che entro i termini di cui al comma 3-sexies non esercitano il diritto di recesso, versano al Ministero dell'economia e delle finanze, a titolo di compensazione, un importo forfetario pari al 50 per cento dei maggiori dividendi corrisposti da CDP, per le azioni privilegiate per le quali avviene la conversione, dalla data di trasformazione in società per azioni, rispetto a quelli che sarebbero spettati alle medesime azioni per una partecipazione azionaria corrispondente alla percentuale di cui alla lettera b) del comma 3-bis.

3-quinquies. L'importo di cui al comma 3-quater può essere versato, quanto ad una quota non inferiore al 20 per cento, entro il 1° aprile 2013, e, quanto alla residua quota, in quattro rate uguali alla data del 1° aprile dei quattro anni successivi, con applicazione dei relativi interessi legali.

3-sexies. Il periodo per l'esercizio del diritto di recesso decorre dal 15 febbraio 2013 e termina il 15 marzo 2013. Le azioni privilegiate sono automaticamente convertite in azioni ordinarie a far data dal 1° aprile 2013.

3-septies. Le condizioni economiche per la conversione di cui ai commi precedenti sono riconosciute al fine di consolidare la permanenza di soci privati nell'azionariato di CDP. Conseguentemente, in caso di recesso, quanto alla determinazione del valore di liquidazione delle azioni privilegiate, si applicano le vigenti disposizioni dello statuto della CDP.

3-octies. A decorrere dal 1° aprile 2013 e fino alla data di approvazione da parte dell'assemblea degli azionisti di CDP del bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2012, a ciascuna fondazione bancaria azionista di CDP è concessa la facoltà di acquistare dal Ministero dell'economia e delle finanze, che è obbligato a vendere, un numero di azioni ordinarie di CDP non superiore alla differenza tra il numero di azioni privilegiate già detenute e il numero di azioni ordinarie ottenute ad esito della conversione. Tale facoltà di acquisto è trasferibile a titolo gratuito tra le fondazioni bancarie azioniste di CDP.

3-novies. La facoltà di acquisto di cui al comma 3-octies viene esercitata al prezzo corrispondente al valore di CDP al 31 dicembre 2012 di cui al comma 3-bis, lettera a), che è corrisposto al Ministero dell'economia e delle finanze, quanto ad una quota non inferiore al 20 per cento, entro il 1° luglio 2013, e, quanto alla residua quota, in quattro rate uguali alla data del 1° luglio dei quattro anni successivi, con applicazione dei relativi interessi legali.

3-decies. La dilazione dei pagamenti di cui ai commi 3-quinquies e 3-novies è accordata dal Ministero, a richiesta, a fronte della costituzione in pegno di azioni ordinarie a favore del Ministero, fino al completamento dei pagamenti dovuti. Il numero delle azioni da costituire in pegno è determinato sulla base degli importi dovuti per i pagamenti dilazionati comprensivi degli interessi, tenendo conto del valore delle azioni ordinarie corrispondente al valore di CDP al 31 dicembre 2012 di cui al comma 3-bis, lettera a). Il diritto di voto e il diritto agli utili spettano alla fondazione concedente il pegno. In caso di inadempimento delle obbligazioni assunte, il Ministero dell'economia e delle finanze acquisisce a titolo definitivo le azioni corrispondenti all'importo del mancato pagamento)).

[N.B.: in corsivo l'intervento operato dalla legge del 2012]

II

CONSIGLIO DI STATO – Commissione speciale, parere 7 novembre 2012, n. 04659/2012; Pres. CORAGGIO, Est. MONTEDORO.

OGGETTO:

Ministero dell'economia e delle finanze - ufficio legislativo.

Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. - clausole statutarie relative alla conversione delle azioni privilegiate in azioni ordinarie. Quesito.

LA SEZIONE

Vista la nota di trasmissione della relazione, prot. n. 3409/varie/13777, in data 26/09/2012 con la quale il Ministero dell'economia e delle finanze – ufficio legislativo – ha chiesto il parere del Consiglio di Stato sull'affare consultivo in oggetto;

Visto il decreto del Presidente del Consiglio di Stato del 4 ottobre 2012 che deferisce ad una commissione speciale l'affare in oggetto; Esaminati gli atti e udito il relatore, consigliere Giancarlo Montedoro;

Premesso:

Con relazione trasmessa in data 27 settembre 2012, debitamente firmata dal Ministro dell'economia e delle finanze, veniva richiesto un parere al Consiglio di Stato sulla legittimità delle clausole statutarie della Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. relative alla conversione delle azioni privilegiate in azioni ordinarie. Il Presidente della Seconda Sezione del Consiglio di Stato, in data 4 ottobre 2012, trasmetteva il fascicolo al Presidente del Consiglio di Stato per l'eventualità che quest'ultimo ritenesse opportuno costituire una Commissione speciale per l'esame dell'affare. Con decreto in pari data veniva costituita la Commissione speciale presieduta dal Presidente del Consiglio di Stato. Riferisce la relazione che il Ministero dell'economia e delle finanze ("MEF") controlla attualmente la Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. ("CDP") con una quota pari al 70% del capitale sociale, mentre il 30% della società è detenuto, sotto forma di azioni privilegiate, da fondazioni bancarie, a seguito dell'operazione di dismissione effettuata nel dicembre 2003, all'atto della trasformazione della Cassa in società per azioni. La normativa di trasformazione della CDP in società per azioni, è contenuta nell'art. 5 del d.l. n. 269 del 2003, convertito con modificazioni nella legge n. 326 del 24 novembre 2003, e prevede che le azioni della CDP siano da attribuire allo Stato, con esercizio dei diritti dell'azionista da parte del MEF e che le fondazioni bancarie ed altri soggetti pubblici o privati possano detenere quote complessivamente di minoranza del capitale della società. In attuazione della legge citata, il capitale sociale fu determinato con d.m. del 5 dicembre 2003, in euro 3.500.000.000 corrispondenti all'ammontare del fondo di dotazione e di quota parte del Fondo di riserva come risultanti dalla contabilità della CDP alla data di trasformazione in società per azioni; tale capitale sociale fu suddiviso in 350.000.000 di azioni del valore nominale di 10 euro, di cui 245.000.000 di azioni ordinarie (70% del capitale sociale) e 105.000.000 di azioni privilegiate (30% del capitale sociale).

Sempre in data 5 dicembre 2003 furono emanati due d.P.C.M. che, rispettivamente, disponevano: a) l'approvazione dello Statuto di CDP contenente, tra l'altro, la trasferibilità delle azioni a favore di fondazioni bancarie nonché di banche ed intermediari finanziari vigilati e le regole per la conversione delle azioni privilegiate in azioni ordinarie a far data dal 1 gennaio 2010; b) la cessione e le modalità di alienazione delle azioni privilegiate ai sensi della l. n. 474 del 1994.

A fine dicembre il MEF perfezionò, pertanto, *la dismissione del 30% del capitale della società a 65 Fondazioni bancarie*, cedendo 105.000.000 azioni privilegiate del valore nominale complessivo di euro 1.050.000.000 ad *un prezzo di vendita corrispondente al valore nominale delle azioni*.

I contratti di compravendita furono stipulati con le singole fondazioni con accettazione da parte delle stesse dell'*information memorandum* e dello Statuto di CDP.

La fissazione del prezzo di vendita delle azioni privilegiate fu effettuata, ai sensi della citata legge n. 474 del 1994, sulla base di valutazione delle stesse azioni privilegiate rilasciate dai consulenti finanziari del Ministero, JP Morgan e Deutsche Bank.

Le analisi svolte dai valutatori suddetti costituivano un parere sulla congruità del prezzo delle azioni privilegiate, al loro valore nominale, tenuto conto anche delle norme statutarie che attribuivano particolari diritti alle stesse.

I pareri, pertanto, non rappresentavano una perizia di stima del patrimonio effettivo di CDP. Lo statuto di CDP, nel 2003, prevedeva alcune specifiche caratteristiche delle azioni privilegiate.

Alle azioni privilegiate erano infatti attribuiti particolari diritti di *governance*:

- potere di blocco per l'approvazione delle delibere da assumere in assemblea (art. 14); - nomina di un terzo dei componenti degli Organi sociali (art. 15);
- designazione di tutti i componenti del Comitato di supporto degli azionisti privilegiati (art. 22, comma 1);
- designazione della maggioranza dei componenti del Comitato di indirizzo strategico (art. 23, comma 1).

Venivano altresì riconosciuti peculiari diritti economici:

- dividendo preferenziale ragguagliato al valore nominale e commisurato al tasso di inflazione più il 3% (art. 30, comma 2);
- postergazione nelle perdite (art. 31, comma 2);
- conversione automatica delle azioni privilegiate a decorrere dal 1° gennaio 2010 secondo un *“rapporto di conversione determinato dal Consiglio di amministrazione sulla base di una perizia del valore effettivo del patrimonio netto della società redatto da un esperto nominato dal Consiglio di amministrazione d'intesa con il Comitato di supporto degli azionisti privilegiati”* e sulla base della valorizzazione delle azioni privilegiate come illustrata al punto successivo (art. 7, comma 10);
- determinazione del valore delle azioni privilegiate, In caso di recesso, conversione ovvero liquidazione della società, secondo la seguente previsione: *“il valore delle azioni privilegiate risulta pari alla frazione del capitale sociale per cui è esercitato il recesso. Qualora in uno o più esercizi il dividendo corrisposto alle azioni privilegiate sia stato inferiore al “dividendo preferenziale” di cui alla lettera a) del comma 2 dell’articolo 30 del presente statuto, tale valore risulta maggiorato in ragione del-*

la differenza tra il detto “dividendo preferenziale” e quello effettivamente percepito per ognuno dei predetti esercizi. Qualora in uno o più esercizi il dividendo corrisposto alle azioni privilegiate sia superiore a detto “dividendo preferenziale” di cui sopra, il valore di liquidazione è decurtato in ragione della differenza tra il dividendo effettivamente percepito ed il dividendo “preferenziale” per ognuno dei predetti esercizi” (c.d. extradividendo) (art. 9, comma 3, come richiamato nell’art. 7, comma 10);

- attribuzione di una facoltà di recesso convenzionale: “oltre che nelle ipotesi in cui agli azionisti spetti per legge il diritto di recesso, e fermo altresì quanto previsto al precedente art. 7, comma 10, i soci titolari di azioni privilegiate hanno diritto di recedere dalla società, limitatamente al periodo tra il 1 gennaio 2005 ed il 31 dicembre 2009, nel caso in cui il dividendo spettante a dette azioni sia stato inferiore, anche per un solo esercizio al dividendo preferenziale di cui all’art. 30 del presente statuto. Il diritto di recesso deve sempre essere esercitato dai soci titolari di azioni privilegiate per l’intera partecipazione”. (art. 9, comma 1).

Nell'imminente scadenza del termine per la conversione automatica delle azioni privilegiate, le fondazioni hanno prospettato al Ministro dell'economia e delle finanze l'opportunità di posticipare di tre anni il termine di conversione delle azioni privilegiate, dal 1° gennaio 2010 al 1° gennaio 2013, con la contestuale eliminazione del privilegio di rendimento per le fondazioni previsto dalla Statuto (come detto pari al dividendo preferenziale del 3% maggiorato dell'inflazione del periodo).

Pertanto, nel corso del 2009, l'assemblea di CDP – fermo restando il meccanismo di calcolo del valore delle azioni privilegiate in caso di conversione o di recesso – ha così modificato lo statuto: 1) rinvio di tre anni del termine di conversione delle azioni privilegiate dal 1 gennaio 2010 al 1 gennaio 2013 (nuovo art. 7, comma 10); 2) eliminazione del diritto al dividendo preferenziale e diritto di recesso ad esso connesso (nuovo art. 30, comma 2); 3) attribuzione della facoltà di recesso in caso di mancata percezione di utili per due esercizi consecutivi (nuovo art. 9, comma 1).

La relazione ministeriale poi precisa quali sono le opzioni riservate alle fondazioni nel caso della conversione delle azioni privilegiate in azioni ordinarie, ipotizzando l'adesione di tutte le fondazioni alla medesima opzione per l'intera loro partecipazione.

Si verificherebbero, in tal caso, le seguenti ipotesi:

1) conversione alla pari: le fondazioni mantengono la partecipazione al 30% del capitale sociale di CDP, versando il conguaglio che dipende dalla perizia sul valore effettivo del patrimonio netto.

Assumendo, a titolo esemplificativo, quale valore effettivo del patrimonio netto il valore del patrimonio netto contabile al 2011 pari a 14,5

miliardi di euro, il conguaglio sarebbe superiore a 5 miliardi di euro, tenuto conto della decurtazione dell'extradividendo pari a circa 388 milioni di euro;

2) conversione non alla pari delle azioni privilegiate in azioni ordinarie: le fondazioni non versano alcun conguaglio, in tal caso diluirebbero la loro partecipazione ad una percentuale inferiore al 30%.

A titolo sempre esemplificativo, sempre assumendo come riferimento il valore contabile del patrimonio netto al 2011, la quota di spettanza delle fondazioni bancarie sarebbe il 45% del capitale;

3) esercizio del diritto di recesso con uscita dalla compagine azionaria previa liquidazione delle quote da parte di CDP.

In questo caso le fondazioni riceverebbero 662 milioni di euro, calcolati a norma di statuto, come differenza tra il valore nominale della partecipazione (1.050 milioni) e l'extradividendo percepito (388 milioni).

La facoltà di conversione alla pari con conguaglio e la facoltà di recedere potranno essere esercitate nel periodo da ottobre 2012 al 15 dicembre 2012.

Con lettera del 14 settembre 2012, indirizzata al Ministero dell'economia e delle finanze, il Presidente di CDP ha comunicato che in relazione all'imminente avvio delle procedure per la conversione, al fine di adempiere alle previsioni statutarie, il Consiglio di Amministrazione della Società, ha affidato il mandato di redigere una valutazione del patrimonio netto effettivo di CDP a Deloitte & Touche, relazione già depositata presso CDP.

Ha comunicato, inoltre, che le fondazioni bancarie hanno manifestato alla CDP dubbi sulla legittimità della clausola statutaria concernente la determinazione del valore delle azioni privilegiate da applicarsi in caso di conversione o recesso (art. 9, comma 3), ritenendo che la valorizzazione delle proprie quote debba essere effettuata non a termini di statuto (valore nominale decurtato dell'extradividendo) ma a valori patrimoniali secondo quanto previsto dall'art. 2437 *ter* del codice civile modificato dalla riforma Vietti nel 2004 (legge sopravvenuta rispetto al quadro normativo vigente al momento della trasformazione di CDP in S.p.A. ed al momento di approvazione dello statuto di CDP), relativo ai criteri di determinazione del valore delle azioni.

Il Presidente, nella citata nota, ha rappresentato che già in occasione dell'assemblea straordinaria del 23 settembre 2009 – in cui erano state approvate le modifiche statutarie relative al rinvio della data di conversione delle azioni privilegiate – le fondazioni, pur votando a favore della deliberazione, avevano sollevato delle riserve sulla portata effettiva del contenuto della clausola statutaria riguardante la metodologia di calcolo

e che il rappresentante del Ministero, in tale sede, ha *“dato atto di una persistente divergenza di interpretazione tra gli azionisti sulla portata effettiva delle disposizioni statutarie in merito ai criteri per la determinazione di tale valore”*.

Nella medesima comunicazione il Presidente rendeva noto che le fondazioni, a supporto delle proprie tesi, hanno fatto pervenire un parere legale rilasciato dal prof. Giuseppe Portale, condiviso dal Comitato di supporto degli azionisti privilegiati (come detto, composto esclusivamente da membri designati dalle fondazioni bancarie azioniste) che *“propone dubbi sulla legittimità delle clausole dello statuto che regolano la valorizzazione delle azioni privilegiate ai fini della conversione o del recesso”* e che ritiene *“opportuno, in linea con i principi generali dettati dal codice civile, interpretare la frazione del capitale sociale come la corrispondente quota del capitale economico di CDP”*.

In considerazione di quanto sopra, nella richiamata nota il Presidente di CDP rappresenta che il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di richiedere ulteriori pareri *pro veritate* (Prof. Marchetti e Prof. Irti) e, nel trasmetterli al Ministero, rappresenta che gli stessi, *“confermano la sussistenza di seri dubbi sulla interpretazione e/o la legittimità di alcune delle disposizioni statutarie in materia”*.

In tale contesto il Presidente di CDP, nelle conclusioni della comunicazione in argomento, per consentire al Consiglio di Amministrazione di svolgere correttamente il proprio compito, ritiene necessario: 1) verificare presso gli azionisti la persistenza della *“divergenza interpretativa”*; 2) trasmettere, per conoscenza e per ogni opportuna valutazione, i pareri legali acquisiti; 3) chiedere al Ministero di valutare l'opportunità di attivare supporti consulenziali di carattere istituzionale avanzando formale richiesta di parere al Consiglio di Stato.

Il Ministero ha inoltre fatto presente che il Presidente della Cassa ha dichiarato ai vertici politici ed amministrativi del Ministero che, tenuto conto dei dubbi interpretativi e di legittimità risultanti dai pareri richiesti da CDP, non ritiene possibile sottoporre all'approvazione del Consiglio di Amministrazione la determinazione del rapporto di conversione, valutando le azioni privilegiate al valore nominale secondo l'interpretazione letterale degli articoli 7 e 9 dello statuto, anche in ragione dell'elevato rischio di contenzioso e di conseguenti potenziali danni per la società.

Infatti, a detta del Presidente di CDP:

- la divergenza interpretativa emerge da elementi fattuali (delibera degli azionisti del 2009) e dal parere del prof. Portale, presentato ufficialmente dal Comitato di supporto degli azionisti privilegiati;

- i pareri richiesti dalla società a due autorevoli giuristi non consentono di escludere il rischio di un contenzioso dall'esito incerto;

- è elevato il rischio che la determinazione del valore di conguaglio delle azioni privilegiate sulla base del valore nominale dia luogo – come comunicato dagli azionisti privilegiati – all'esercizio del diritto di recesso' ad essi riconosciuto dallo statuto, con una richiesta di parametrizzazione della liquidazione al valore patrimoniale di CDP, sul quale sarebbe inevitabile l'apertura di un contenzioso;

- il contenzioso avrebbe di per se stesso, presumibilmente, effetti dannosi per la società: ad esempio, potrebbe (almeno sino alla conclusione nei tre gradi giudizio) mettere a repentaglio la patrimonializzazione di CDP (questione della natura delle azioni privilegiate); potrebbe comportare la necessità di apposizione di consistenti fondi rischi; potrebbe compromettere o rendere impossibile portare a termine operazioni di acquisizione in corso.

Il Ministero ha fatto seguire a tale esposizione le proprie valutazioni che qui di seguito si espongono.

Il Ministero considera l'ipotesi di recesso prevista dal combinato disposto degli articoli 7 e 9 dello statuto di CDP, approvato con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, come previsto dalla norma primaria di riferimento, una ipotesi di recesso ulteriore rispetto a quelle previste dall'art. 2437 del codice civile.

Si tratta, in altri termini, di una ipotesi di recesso convenzionale.

Le clausole statutarie sono inequivoche nel riferirsi al capitale sociale quale criterio per la determinazione del valore di liquidazione, la questione giuridica di fondo è quindi, poiché l'art. 2437, comma 6, del codice civile commina la nullità di ogni patto *"volto ad escludere o rendere più gravoso il recesso"*, se tale previsione codicistica faccia espresso riferimento solo alle cause di recesso considerate inderogabili, e, se, conseguentemente, la determinazione del valore delle azioni nelle eventuali ulteriori ipotesi enucleate nello statuto, possa essere disciplinato da criteri diversi da quelli fissati per legge per le cause legali di recesso.

La dottrina è divisa fra una parte più propensa a ritenere che, entro margini di ragionevolezza economica alla luce del complessivo assetto di interessi voluto dai soci, l'autonomia negoziale e statutaria possa individuare criteri di liquidazione diversi da quelli legali per le ipotesi diverse da quelle inderogabili in particolare nei casi in cui il recesso convenzionale non sia legato all'approvazione di una delibera assembleare o a fatti di gestione. Altra parte della dottrina è di diverso avviso.

Nel caso concreto, il Ministero mette in evidenza che l'equilibrio complessivo delle clausole statutarie sulla valorizzazione delle azioni

privilegiate ai fini della conversione ovvero ai fini del recesso, in caso di mancato esercizio della facoltà di conversione, risulta dalle particolari caratteristiche delle azioni privilegiate, che godrebbero di una sostanziale attenuazione della partecipazione al rischio d'impresa, in ragione del riconoscimento di un dividendo preferenziale, del diritto di recesso in caso di mancata percezione del dividendo, della postergazione nelle perdite.

La clausola statutaria che prevede la valorizzazione delle azioni privilegiate al valore nominale risponderebbe a criteri di equità valutando il minimo grado di partecipazione al rischio d'impresa, e, prevedendo, quindi, come criterio di riferimento, quello del valore nominale.

Si sottolinea, in tale chiave, che è garantita alle fondazioni una possibilità di uscita, con integrale recupero dell'investimento effettuato, in caso di mancato pagamento di dividendi per due soli esercizi, mentre l'esposizione a rischio di perdite che intacchino il valore delle azioni privilegiate sarebbe praticamente nullo: tenuto conto sia del diritto di recesso che della postergazione, sarebbe necessario che in due soli esercizi si accumulino perdite tali da annullare le riserve e la quota di capitale rappresentate dalle azioni ordinarie (quindi, dovrebbero occorrere perdite complessive superiori a 13 miliardi di euro in due esercizi).

Inoltre, il criterio statutariamente previsto per la valorizzazione delle azioni privilegiate appare coerente con i criteri con i quali è stato stabilito il valore delle azioni al momento dell'acquisto da parte delle fondazioni, criteri che prescindevano dalla valutazione del patrimonio complessivo di CDP, non effettuata al momento della costituzione della società.

Le clausole statutarie revocate in dubbio – secondo il Ministero – con il riferimento al valore nominale tutelavano sia l'interesse delle fondazioni (protette dal rischio che il patrimonio effettivo fosse inferiore al valore nominale del capitale sociale), sia del Tesoro (protette dal rischio che il patrimonio effettivo fosse superiore a tale valore).

Le stesse perizie dei valutatori JP Morgan e Deutsche Bank hanno attestato la corrispondenza fra il corrispettivo pagato dalle fondazioni ed il valore delle azioni privilegiate, tenendo conto proprio di tali clausole statutarie e dei conseguenti diritti patrimoniali spettanti alle fondazioni in caso di *exit*.

Un ampliamento dei diritti patrimoniali delle fondazioni rispetto a quelli riconosciuti dallo statuto implicherebbe che il valore del bene acquistato sarebbe superiore al prezzo pagato dalle fondazioni al momento dell'ingresso in CDP.

Il Ministero ritiene, quindi, che le clausole statutarie conservino piena validità ed efficacia in quanto conformi a principi di equità ed ai principi inderogabili di diritto societario in materia di valorizzazione delle quote di partecipazione.

Ciò premesso, il Ministero chiede di conoscere l'avviso del Consiglio di Stato in relazione alla legittimità delle clausole statutarie sopra citate, ed in particolare se siano da ritenere legittime o siano fondati i richiamati dubbi di legittimità e se, dunque, non si possa ragionevolmente escludere il rischio di soccombenza del Ministero/CDP in sede di eventuale contenzioso civile con le fondazioni bancarie.

Nel caso in cui fossero ritenuti fondati tali dubbi di legittimità o non fossero ragionevolmente da escludere rischi di soccombenza, si chiede al Consiglio di Stato se per la determinazione del corretto criterio di valorizzazione delle azioni privilegiate, in sede di conversione o di recesso, possa seguirsi un percorso alternativo.

Tale percorso è delineato attraverso modifiche statutarie che – nel richiamare il medesimo criterio patrimoniale anche con riferimento alla valorizzazione al momento della sottoscrizione delle stesse azioni privilegiate nel 2003 – siano volte a determinare la quota di patrimonio netto effettivo iniziale spettante agli azionisti privilegiati in conseguenza del loro apporto monetario.

In tal caso verrebbe riconosciuta agli azionisti privilegiati in sede di determinazione del conguaglio ovvero in caso di recesso – la quota proporzionale degli incrementi patrimoniali registratisi nel bilancio di CDP dall'epoca della trasformazione in S.p.A. alla data di conversione, ferma restando l'applicazione, in sede di valorizzazione delle stesse azioni privilegiate dell'attuale disciplina statutaria di decurtazione degli extradividenti percepiti dalle fondazioni nel periodo 2004-2008.

All'adunanza del 16 ottobre 2012 la richiesta di parere veniva esaminata dalla Commissione speciale nominata dal Presidente del Consiglio di Stato. Considerato:

1. In premessa non ritiene la Commissione di doversi diffondere sull'ammissibilità del parere, anche alla stregua di quanto deciso in proposito dalla Commissione speciale del 10 luglio 2012 n. 5107 del 2012. La richiesta di parere attualmente in esame, infatti, pur incidendo su attività gestionali e pur prospettando anche un elevato rischio di contenzioso per l'amministrazione, coinvolge questioni di massima centrali per l'assetto organizzativo ed operativo di una società pubblica – quale CDP – di cruciale rilevanza nel diritto pubblico dell'economia in Italia. Quello che è in gioco, in definitiva, è la stessa perseguibilità, con l'attuale assetto, della politica industriale in un quadro di sostenibilità del debito pubblico.

Il Consiglio ritiene dunque il parere ammissibile, con riferimento ai profili giuridici generali sollevati.

2. Le questioni sottoposte al Consiglio di Stato, meglio specificate nelle premesse, possono essere così sintetizzate:

- quale sia la natura giuridica delle azioni privilegiate di CDP;
- se sia da riconoscersi, fondatamente ed in termini di probabilità nel prosieguo dell'azione amministrativa, validità alle clausole statutarie prima richiamate;
- se sia da riconoscersi ed in che limiti l'equità/sostenibilità dell'assetto di interessi convenzionalmente stabilito, anche alla luce degli artt. 2437 *ter* e 1349 cod. civ. (norma quest'ultima richiamata nel parere del prof. Irti);
- quali siano i rischi di un possibile contenzioso e la praticabilità di percorsi alternativi.

3. Le risposte a tali quesiti non possono peraltro prescindere dal quadro istituzionale in cui si è sviluppata la complessa operazione finanziaria, ripercorrendo anzitutto per brevi cenni la storia e l'evoluzione dei due soggetti coinvolti e in primo luogo dell'Istituto.

Antecedenti storici della CDP, quale ora è in Italia, si sono avuti in Francia con la «*Cassa di ammortizzazione*», creata con l. 23 novembre 1799 (del periodo napoleonico) e con la *Caisse des dépôts et consignations*, istituita con l. 28 aprile 1816, sulle finanze.

Specialmente a quest'ultimo Istituto si informarono la CDP dello Stato piemontese e quella del Regno d'Italia, ripetendone la struttura, le attribuzioni, la natura giuridica e gli organi.

Cosicché nel Regno di Sardegna – e solo in esso e non negli stati preunitari – si ebbe la «*Cassa di depositi e di anticipazioni di fondi per i lavori pubblici*», istituita con brevetto di Re Carlo Alberto dell'11 aprile 1840, n. 302. Tale istituto, sorto per una fase sperimentale di raccolta di fondi e di anticipazioni per lavori pubblici da compiersi da parte di comuni e province, durò dieci anni e cioè fino all'emanazione della l. 18 novembre 1850, n. 1097 con la quale si istituì la «*Cassa dei depositi e dei prestiti*», amministrata dal Direttore generale del debito pubblico.

Con la costituzione del Regno d'Italia dopo ripetuti interventi legislativi che alternavano spinte accentratrici e spinte decentratrici, si pervenne alla emanazione della l. 27 maggio 1875, n. 2779, per la istituzione delle casse di risparmio postali, di modifica della precedente l. 17 maggio 1863, n. 1270, sulla CDP.

Quest'ultima legge – di fondamentale importanza nella vita dell'Istituto – attuò il decentramento del servizio dei depositi affidandolo alle

intendenze di finanza, potenziò le possibilità di raccolta dei depositi medesimi con la istituzione delle casse di risparmio postali, compenetrando nella Cassa, dalle quali affluirono in maniera cospicua i risparmi dei cittadini dando luogo a possibilità notevoli di estensione dell'azione di credito agli enti locali per opere di pubblica utilità.

In tal modo la Cassa divenne un'impresa di credito a lungo termine e a basso costo per opere di pubblico interesse di enti pubblici diversi dallo Stato (praticamente, per le province, i comuni, gli enti locali di assistenza).

Senza soffermarsi sugli ulteriori interventi normativi (fra i più importanti, quello voluto dal Ministro Luttazzi), basti evidenziare che si è sempre trattato di un istituto connotato da un certo ibridismo, sia nella sua natura giuridica, sia nelle modalità operative, cosicché è stata sempre discussa la natura giuridica della Cassa, ritenuta ora ente o azienda statale (si pensi al periodo in cui era eretta in Direzione generale), ora azienda autonoma speciale, ora impresaorgano.

Discussa altresì la natura giuridica dei provvedimenti concessori dei mutui, riportata ora all'atto negoziale ora all'atto amministrativo (a quest'ultimo proposito rilevava la circolare 11 febbraio 1985 n. 1141 della Cassa).

Nel complesso, anche prima della trasformazione in società per azioni, l'attività della Cassa era ritenuta in dottrina ed in giurisprudenza di prevalente natura privatistica e, più specificatamente, dotata di alcuni tratti dell'attività bancaria, esplicandosi in prestiti o mutui a enti vari, previsti dalle leggi in vigore, per la realizzazione indiretta di fini pubblicistici.

Giova ricordare quanto statuito dal Cons. St., Sez. III, 27-06-1989, n. 692/89 che ha ritenuto che il mutuo erogato dalla CDP (ai sensi della speciale normativa del t.u. 2 gennaio 1913 n. 453 e succ. modif., d.m. 1° febbraio 1985) vada ricondotto alla figura del mutuo di scopo, il cui utilizzo è cioè vincolato alle finalità di interesse pubblico fissato dalla normativa che ne prevede la concessione ed il finanziamento; ma che anche in tale particolare figura di mutuo non difetti la natura reale del negozio.

La natura di tale attività non è stata fatta oggetto di penetranti ricerche da parte della dottrina amministrativa, ma sembra fondata la illazione che essa, in quanto realizza interessi pubblici (particolarmente quelli di soccorrere la finanza degli enti locali e di agevolare la realizzazione di opere pubbliche, senza fine di lucro) con strumenti di diritto privato, dovesse farsi rientrare, fino alla avvenuta privatizzazione, nella categoria denominata *"attività amministrativa di diritto privato"*.

In questo quadro si inserisce l'intervento riformatore del 2003, a proposito del quale, nella relazione sulle privatizzazioni pubblicata dal Ministero dell'economia nel luglio del 2004, è detto che *“la ristrutturazione della Cassa ha risposto ad una precisa logica industriale, completando il percorso intrapreso al termine degli anni novanta con il decreto legislativo n. 284 del 1999 ed ... ha inteso rendere compatibile la sua tradizionale missione di interesse pubblico con gli obiettivi di equilibrio economico-finanziario tipici di una società per azioni. L'operazione inoltre risulta coerente con i più recenti orientamenti della Commissione europea ed in linea con gli assetti istituzionali vigenti in tutti gli altri Paesi europei.”*

Sotto il profilo organizzativo la Cassa è ora una società, governata a mezzo di un Presidente, di un Consiglio di Amministrazione, di un'Assemblea di soci. Sul piano funzionale sono state distinte due branche di attività, quelle più tradizionali e quelle relative a nuove attività (le prime esercitate secondo un regime a gestione separata, le altre secondo un regime a gestione ordinaria).

La novità più rilevante è nell'art. 8 *bis* della legge citata che, in sostanza, ha consentito alla Cassa di acquisire partecipazioni anche in società che svolgono attività slegate dai suoi compiti istituzionali e di realizzare operazioni di vendita di pacchetti azionari posseduti dallo Stato, che, pur non comportando un reale passaggio dalla mano pubblica alla mano privata, consentono di imputare il loro ricavato a riduzione del debito statale, come emerge dalla citata relazione sulle privatizzazioni del luglio 2004.

In questa funzione di titolare di partecipazioni CDP S.p.A. è una vera e propria *holding* pubblica, anche se in una logica completamente diversa da quella del precedente sistema delle partecipazioni statali.

In merito al carattere pubblicistico vale l'osservazione del Cons. St., Sez. VI, 12-02-2007, n. 550 secondo cui anche per l'ordinamento nazionale – come per quello comunitario – al fine di poter attribuire natura pubblicistica ad un soggetto operante nel mercato comune, occorre riferirsi a dati di tipo sostanziale e non di mera qualificazione formale; va in particolare escluso che la semplice veste formale di S.p.A. sia idonea a qualificare la natura dei soggetti.

È indubbio che CDP mantiene significativi tratti pubblicistici: 1) è sottoposta al controllo della Corte dei conti quale società pubblica ai sensi della sentenza della Corte costituzionale n. 466 del 1993, dell'art. 12 della legge n. 259 del 1958, espressamente richiamato dall'art. 5, comma 17, del d.l. 30 settembre 2009, n. 269; 2) mantiene inalterate funzioni e finalità pubbliche e di interesse generale; 3) può essere considerata, ai fini ricollegabili a tale qualifica nel diritto comunitario, un organismo di diritto pubblico (Corte Giustizia CE, 13 gennaio 2005, C-84/03; Cons.

St., Sez. VI, 12-02-2007, n. 550); 4) può essere considerata – sia pure più problematicamente – ai fini dell'art. 1 *ter* della legge n. 241 del 1990 soggetto privato preposto all'esercizio di attività amministrative (se ed in quanto ricorrano nelle attività più tradizionali soggette a gestione separata); 5) può avvalersi dell'Avvocatura dello Stato (art. 17, comma 15, del d.l. n. 269 del 2003).

Di contro, una circostanza importante è che lo statuto di CDP è approvato con d.P.C.M. di natura non regolamentare, e ciò significa che non può derogare alla disciplina di diritto comune, avendo l'approvazione ministeriale solo il compito di verificare la conformità della versione originaria dello statuto alle previsioni legislative derogatorie della legge n. 269 del 2003 (una significativa deviazione dal codice civile è stata ad esempio l'esenzione dall'art. 2362 codice civile ossia dalla disciplina dell'azionista unico prevista dalla legge istitutiva di CDP S.p.A.).

Lo stesso statuto, all'art. 32 fa rinvio, per quanto non previsto, alla disciplina del codice civile.

Conclusivamente, si tratta di una società per azioni ma di diritto speciale, in cui la forma societaria è un involucro formale, ossia un espediente tecnico-giuridico per conseguire importanti vantaggi rispetto al tradizionale modello dell'amministrazione pubblica, ossia maggiore flessibilità organizzativa, apporto di capitale privato, maggiore orientamento alla logica di mercato delle attività svolte (con finanziamenti meno politicizzati e orientati a maggiore convenienza gestionale).

Va anche ricordato, per evidenziare alcuni problemi aperti nell'attuale assetto di CDP che la Corte dei conti, Sez. Controllo enti, 21 ottobre 2009, n. 64 ha rilevato che l'art. 5, comma 6, d.l. 30 settembre 2003, n. 269, stabilisce che la CDP S.p.A. sia assoggettata alle disposizioni del titolo quinto del testo unico delle leggi in materia di intermediazione bancaria e creditizia (TUB), previste per gli intermediari finanziari di cui all'art. 107 del medesimo testo unico (ora 106 perché l'intero Titolo V è stato "*riscritto*" dal comma 1 dell'art. 7, d.lgs. 13 agosto 2010, n. 141), nel rispetto delle peculiarità che la connotano, e che, fino all'emanazione di provvedimenti specifici in materia da parte della Banca d'Italia, sia sottoposta ad una vigilanza di tipo informativo (è discussa la questione dell'eventuale estensione a CDP, in qualche forma, della vigilanza prudenziale esercitata dalla Banca d'Italia).

Ha rilevato altresì che l'art. 5, comma 8, del d.l. n. 269 del 2003, al fine di rispettare la normativa comunitaria in materia di aiuti di stato e concorrenza interna, ha disposto – come si è prima evidenziato – l'istituzione di un sistema di separazione organizzativa e contabile tra le attività di interesse economico generale e le altre attività svolte dalla società.

La Corte dei conti ha quindi evidenziato una serie di criticità derivanti dalla nuova missione dell'Istituto, prospettando l'esigenza di una messa a punto della nuova struttura organizzativa, con l'adozione dei presidi necessari a consentire di governare le operazioni di partnership con i privati senza che sorgano conflitti di interessi o si verifichino effetti distorsivi della concorrenza; lo sviluppo in termini operativi delle intese raggiunte nel corso dell'anno 2008 e del 2009 con le consorelle istituzioni di Francia e Germania e con la Commissione europea e la Banca europea degli investimenti, con la adesione di operatori di altri paesi; la soluzione dei problemi connessi alle partecipazioni trasferite; la necessità di assicurare al collegio sindacale informazioni sui fatti gestionali complete e tempestive, anche in considerazione dei particolari obblighi di *accountability* (ovvero affidabilità o responsabilità derivante dalla resa del conto) che la Cassa ha nei confronti dell'ampia categoria di *stakeholders* (ovvero le parti interessate all'andamento di una compagine societaria in questo caso identificabili soprattutto nei risparmiatori postali). Infine, la Corte ha evidenziato specifiche criticità emerse con riferimento alla completa dipendenza della Cassa, ai fini della raccolta del risparmio da Poste italiane S.p.A. ed alla mancata conversione di azioni privilegiate, indicativa del permanere di perplessità e riserve sull'irrevocabilità della loro presenza nel capitale della società.

4. La riforma del 2003 ha, fra l'altro, consentito l'ingresso di altri soggetti nel capitale della Cassa entro precisi limiti quantitativi e qualitativi: di fatto – come ricordato – solo le fondazioni bancarie sono state ammesse a partecipare al capitale per una quota pari al 30% dello stesso.

Ebbene, anche in questa vicenda si manifesta l'ibridismo dell'Istituto atteso che le fondazioni sono esse stesse connotate da una certa natura anfibia, quale risulta dalla loro origine e dalla loro disciplina contenuta nel d.lgs. 17 maggio 1999, n. 153, adottato in base alla legge 23 dicembre 1998, n. 461, che inquadra le fondazioni tra le *“persone giuridiche private senza scopo di lucro”*. Esse hanno autonomia statutaria e gestionale, realizzano *“scopi di utilità sociale e promozione dello sviluppo economico”*, indicati come esaustivi (l'art. 2 recita *“esclusivamente”*) della loro sfera di intervento (sul punto si veda anche Corte cost. n. 300 e n. 301 del 2003).

Di qui un loro assetto strutturale – in cui figurano organi di indirizzo, di amministrazione e di controllo – che è fondato sull'autodeterminazione e l'indicazione di criteri prudenziali tesi a vincolare i patrimoni delle fondazioni agli obiettivi statuari (artt. 4 e 5 del d.lgs. n. 153 del 1999).

Il modello organizzativo implicherebbe il definitivo inserimento delle fondazioni nel settore non lucrativo e la loro separazione dalle società bancarie derivate dalla privatizzazione delle banche pubbliche (con di-

smissioni delle partecipazioni nelle banche come previsto dall'art. 25 del d.lgs. n. 153 del 1999).

La finalità è giungere ad un equilibrato assetto fra economia di mercato e tutela dei diritti sociali.

In questa chiave giova ricordare che alle fondazioni, per non compromettere la realizzazione del loro programma sociale (legislativamente definito), è vietato l'esercizio di funzioni creditizie (art. 3, comma 2, del d.lgs. n. 153 del 1999) ed è precluso l'esercizio di forme di finanziamento, di erogazione, o, comunque, di sovvenzione, diretta od indiretta, ad enti con fini di lucro o in favore di imprese di qualsiasi natura (sempre si veda l'art. 3, comma 2, citato).

Qualche rilievo assume anche quanto ritenuto da Cons. St., Sez. II, 30-06-2004, n. 2957/04 che ha ritenuto a certi effetti in astratto riferibile agli enti fondazionali la nozione comunitaria di "*organismo di diritto pubblico*", ciò che non altera la natura giuridica (pubblica o privata) dei soggetti cui si riferisce, assumendo rilievo ai soli fini della individuazione della normativa applicabile per la scelta dell'erogatore dei servizi e, conseguentemente, la normativa comunitaria in materia.

In ogni caso la loro funzione in CDP è quella di investitori istituzionali o di lungo periodo che possono accompagnare la vita della Cassa, garantendole, nell'intento del legislatore, stabilità e condivisione di obiettivi di interesse sociale e generale.

Naturalmente non mancano le voci critiche in dottrina che sottolineano come – in questa trasformazione di ruolo dal terzo settore al ruolo di investitori istituzionali – le fondazioni siano divenute un potere autonomo ed autoreferenziale (pur disponendo di risorse pubblicistiche che perché derivanti dalle *ex* banche pubbliche): e certamente la dialettica interna alla CDP che ha condotto alla richiesta di questo parere è indice della autonomia crescente di questi enti che, se spinta all'estremo, potrebbe arrivare, paradossalmente, a confliggere con l'intento legislativo manifestato nella legge n. 269 del 2003.

5. Ciò premesso sul piano soggettivo, ma con riflessi – come si vedrà – non irrilevanti, occorre ora indagare sulla natura giuridica e le caratteristiche delle azioni privilegiate della Cassa di cui le fondazioni sono detentrici.

Va intanto osservato che nel moderno mercato finanziario l'istituto della partecipazione azionaria subisce una trasformazione, in quanto viene meno la possibilità di qualificare l'azione in base ad un contenuto minimo sia sul piano organizzativo che su quello patrimoniale.

Sul piano organizzativo, la compartecipazione al governo dell'ente, che l'azione conservava prima della riforma (sotto forma di diritto di

voto pieno o limitato) e con l'eccezione delle azioni di risparmio, è oggi azzerabile essendo lecita la creazione di azioni prive del diritto di voto (art. 2351 cod. civ.). Viceversa l'art. 2351 cod. civ., ultimo comma, consente alla società di emettere strumenti finanziari partecipativi diversi dalle azioni, dotati di diritti di partecipazione su particolari argomenti o del potere di designazione di un componente indipendente degli organi sociali. Si possono avere così azioni senza diritti di partecipazioni e strumenti finanziari partecipativi.

Sul piano patrimoniale, poi, gli strumenti finanziari di cui all'art. 2346, ultimo comma, cod. civ. possono avere diritti patrimoniali allineati a quelli delle azioni.

Sfuma quindi – in questo quadro – la distinzione fra capitale e debito, fra azioni ed obbligazioni e nascono strumenti misti, che accoppiano, a caratteristiche delle azioni, connotati tipici delle obbligazioni ponendo il problema dell'individuazione dei limiti interni a ciascuna fattispecie.

Tra i due estremi – azioni ordinarie ed obbligazioni pure e semplici – vi è una serie di varianti con una gamma di tipologie intermedie che non hanno quasi soluzione di continuità. Su questa linea vi sono, fra azioni ordinarie ed obbligazioni pure e semplici, i seguenti altri titoli solo per esemplificare: azioni privilegiate, azioni privilegiate con voto limitato, azioni di risparmio, azioni di risparmio a rendimento quasi garantito, obbligazioni indicizzate agli indici di borsa, obbligazioni con rendimento legato agli utili della società emittente, ed in ultimo, le obbligazioni c.d. subordinate (da rimborsare per ultime in caso di inadempienza) e le obbligazioni irredimibili (che obbligano alla restituzione degli interessi e non del capitale).

Con riferimento al caso di specie va ricordato che la Corte dei conti – Sezione del controllo sugli enti – nella relazione al Parlamento sulla gestione finanziaria della CDP, approvata con determinazione n. 16/2012, al punto 12.2.4.3 contiene rilievi sulla classificazione contabile di tali azioni, che devono essere rimborsate al valore nominale, rilevando che esse sono state classificate nella voce “*capitale sociale*” e non nella voce “*passività finanziarie*” come segnalato dalla Corte dei conti in precedenti relazioni. Rilevano la determinazione n. 104/2010 punto 3.1; la determinazione n. 64/2009 punto 11.2; la determinazione n. 71/2008 punto 2.1 che cita il principio IAS 32 conforme al regolamento comunitario 2237/2004 e successive modifiche, per il quale uno strumento finanziario nel prospetto della situazione finanziaria contabile dell'entità è determinato dal suo contenuto sostanziale piuttosto che dalla sua forma giuridica; e per il quale “*un'azione privilegiata che preveda il rimborso da parte dell'emittente di un ammontare fisso o determinabile ad una*

data futura fissa o determinabile o che dia al possessore il diritto di richiedere il rimborso dello strumento ad una o dopo una certa data per un ammontare fisso o determinabile, è una passività finanziaria”.

Tuttavia deve ritenersi che tali regole di esposizione contabile non possano condurre alla qualificazione delle azioni privilegiate come obbligazioni (non prospettata nemmeno dal Ministero).

Intanto la stessa Corte dei conti ricorda che tale classificazione contabile è stata ritenuta giustificata dalla società di revisione di CDP proprio nella prospettiva della futura conversione delle azioni privilegiate in azioni ordinarie e finisce quindi per ammetterla per la sua transitorietà e provvisorietà.

Inoltre lo statuto attribuisce agli azionisti privilegiati significativi diritti di partecipazione (*voice*) ed amministrazione e prevede la loro partecipazione alle perdite, sia pure con il beneficio della postergazione rispetto alla posizione dei possessori delle azioni ordinarie.

Gli azionisti privilegiati si vedono poi attribuito un diritto di voto pieno che non è compatibile con la natura di strumento finanziario partecipativo in quanto l'art. 2351 cod. civ., attribuendo ad obbligazionisti diritti di partecipazione, limita tali possibilità di voto ad “*argomenti specificamente indicati*”.

Infine deve rilevarsi che la qualificazione formale di un titolo quale azione od obbligazione non può non avere decisività, poiché vi è un'imputazione formale dell'apporto a capitale sociale che rileva anche nei confronti dei terzi e comunque per ragioni di certezza giuridica.

6. Venendo al problema specifico posto dal quesito, occorre anzitutto verificare (ovviamente alla luce delle considerazioni fin qui svolte) la portata giuridica della clausola (art. 9, comma 3) che disciplina il valore della quota di partecipazione al momento del recesso (*exit*).

In proposito va subito chiarito che ad avviso della Commissione la clausola statutaria in esame prevede senza dubbio il recesso al valore nominale (e la correlativa valorizzazione al valore nominale anche in caso di determinazione del valore di conversione), con l'unico correttivo della “*sterilizzazione*” del meccanismo dell'extradividendo, che, ove conseguito, viene detratto dall'ammontare del valore nominale; (nel caso di specie andrebbero detratti 388 milioni di euro per quanto riferito dal Ministero) o della sua reintegrazione, ove il dividendo percepito sia risultato inferiore all'extradividendo (art. 9, comma 3). Il dato letterale infatti è decisamente in questo senso e pertanto non appaiono fondati i dubbi interpretativi pure manifestati in proposito.

7. Quanto alla legittimità della clausola, per inquadrare la problematica nel contesto sostanziale della vicenda occorre rilevare che il

trasferimento delle azioni privilegiate dallo Stato alle fondazioni avvenne al valore nominale, senza che fosse stato valutato sul piano patrimoniale l'apporto in natura del Tesoro, con la conseguenza che per le fondazioni si sarebbe generata una plusvalenza inespressa, il cui correttivo sarebbe stata la liquidazione al valore nominale, in caso di recesso (*exit*).

Le valutazioni di JP Morgan e Deutsche Bank – fatte all'atto di ingresso delle fondazioni – confermano tale prospettazione. In tal senso, ad esempio, JP Morgan, in data 16 dicembre 2003, ha preceduto alla determinazione del valore delle azioni privilegiate *“sulla base del valore terminale al 31 dicembre 2009 ... stabilito – nello statuto con riferimento alla conversione automatica delle azioni privilegiate in azioni ordinarie ed al valore al quale i possessori delle azioni privilegiate potranno recedere nel periodo compreso fra il 1 ottobre 2009 ed il 15 dicembre 2009, stimato a tale data futura pari ad euro 10 per azione.”*

Analoga valutazione ha compiuto Deutsche Bank nella lettera 16 dicembre 2003, rilevando di aver effettuato un'analisi di *discounted cashflow* che ha tenuto conto del *“valore futuro delle azioni privilegiate stimato alla data del 31 dicembre 2009, sulla base di quanto stabilito nello statuto, con riferimento alla conversione automatica delle azioni privilegiate in azioni ordinarie ed al valore delle azioni privilegiate nel caso in cui i loro proprietari intendano recedere dalla società nel periodo compreso fra il 1 ottobre 2009 ed il 15 dicembre 2009. Tale valore è stato stimato, anche secondo quanto stabilito nello Statuto all'art. 9, comma 3, pari ad euro 10,00 per azione.”*

Appare quindi evidente che fu calcolata una *exit* al valore nominale in quanto le azioni furono pagate al valore nominale, senza alcuna stima del patrimonio al momento dell'ingresso delle fondazioni.

Ciò premesso, per analizzare la questione della legittimità della clausola, occorre prendere le mosse dal codice civile, nel suo testo attualmente vigente e non nel testo vigente all'atto di approvazione della clausola (ossia nel 2003).

Difatti la pretesa delle fondazioni è avanzata in relazione al testo riformato del codice civile, nel presupposto che sia esso ora, specie dopo le modifiche statutarie del 2009, a regolare la fattispecie e non più il testo del codice civile *ante* riforma (vigente all'atto della approvazione dello statuto): la prospettazione è persuasiva anche perché in proposito va ricordato che la disciplina transitoria prevedeva obblighi di adeguamento degli statuti nel corso del 2004 alle nuove disposizioni inderogabili della riforma che entrava in vigore in data 1 gennaio 2004 (adeguamenti a cui non ha provveduto la Cassa).

Come è noto, esso disciplina il recesso legale in ipotesi inderogabili dallo statuto (art. 2437, comma 1); poi prevede ipotesi legali di recesso derogabili dallo statuto (art. 2437, comma 2); infine consente – in consonanza della volontà della riforma di ampliare l'autonomia statutaria – che *“lo statuto delle società che non fanno ricorso al mercato dei capitali possa prevedere ulteriori cause di recesso”*.

La nullità dei patti volti ad escludere o rendere più gravoso l'esercizio del diritto di recesso è prevista solo in relazione alle ipotesi di recesso legale inderogabile ossia *“nelle ipotesi previste dal primo comma del presente articolo”* (art. 2437, ultimo comma) e nulla è previsto in relazione alle ipotesi di recesso convenzionale, come quella per cui è stato chiesto il parere.

Originariamente nel codice civile le ipotesi di recesso legale erano più limitate e la nullità era riferibile ad ogni pattuizione limitativa delle stesse ed il codice non prevedeva alcunché per il recesso convenzionale.

Va poi rilevato che il codice civile dispone attualmente anche, all'art. 2437 *ter*, i criteri di determinazione del valore delle azioni.

Essi sono criteri legali (art. 2437 *ter*, comma 2); criteri convenzionali (art. 2437 *ter*, comma 4); criteri equitativi (art. 2437 *ter*, comma 5).

Il recesso convenzionale è disciplinato dall'art. 2437, comma 4, del codice civile che lo esclude solo per le società che fanno ricorso al capitale di rischio ossia per le quotate (non è il caso di CDP). E va anche precisato che i diritti economici di cui stiamo parlando sono da ritenersi in linea di principio diritti disponibili e che la riforma ha ampliato ed inteso ampliare l'autonomia statutaria.

Venendo ora alla disciplina statutaria, essa è prevista per tutti i casi di recesso quindi anche per i casi di recesso legale e per quest'ultimo aspetto potrebbe essere seriamente contestata ai sensi dell'art. 2437, ultimo comma cod. civ., in quanto rende più difficoltoso il recesso (con conseguente prospettazione di una sua nullità parziale ove essa sia applicabile anche ai casi di recesso di cui all'art. 2437, comma 1).

Diverso è il ragionamento che deve farsi – a giudizio della Commissione – nel caso dell'opzione di recesso offerta dall'art. 7, comma 10 dello statuto in occasione della conversione delle azioni privilegiate in azioni ordinarie, recesso evidentemente convenzionale. Difatti, in questo caso, in linea di principio, la materia della liquidazione della quota è disponibile e lo statuto può intervenire derogando al criterio legale di cui allo stesso articolo 2437 *ter*, comma 2.

Ne consegue che sussistono – secondo il Collegio – argomenti seri per sostenere la validità della clausola in questione.

Difatti:

- in tal caso non si può applicare l'art. 2437, comma 6, del codice civile (nullità dei relativi patti) trattandosi di ipotesi di recesso diverse dalle ipotesi di cui all'art. 2437, comma 1;

- deve intendersi ampia la libertà negoziale statutaria delle parti di disciplinare i valori di liquidazione delle azioni nei casi di recesso convenzionale, disponendo anche in modo più sfavorevole al socio;

- non sembra rilevante né applicabile la norma sul patto leonino (art. 2265 cod. civ.) atteso che la clausola si inserisce in un quadro complessivamente favorevole alle fondazioni (fra l'altro – come si è visto – alle azioni sono riservati utili con extradividendo e vi è postergazione nella partecipazione alle perdite);

- la giurisprudenza sul patto di covendita che impone il riferimento al patrimonio e non al valore nominale non sembra applicabile alla fattispecie del recesso convenzionale in quanto non si prevede in tal caso alcun obbligo per il socio di minoranza di vendere ma si offre solo allo stesso una opzione di *exit* in corrispondenza di una conversione dei suoi titoli privilegiati in titoli ordinari.

In tal senso quindi dovrebbe trovare risposta il primo quesito che sia cioè possibile sostenere la legittimità della clausola statutaria in esame, con riferimento all'ipotesi di recesso convenzionale sancita dallo statuto in occasione della conversione delle azioni privilegiate in azioni ordinarie.

8. Tuttavia tale conclusione, pur persuasiva, non è del tutto tranquillizzante in relazione alle possibilità di innesco del contenzioso fra CDP (e Ministero) e fondazioni.

Va rilevato al riguardo che astrattamente sono ipotizzabili tre azioni perseguibili dalle fondazioni avverso CDP.

La prima è un'azione di nullità della clausola di cui all'art. 9, comma 3, dello statuto, che, come si è detto potrebbe essere abbastanza agevolmente contrastata dall'amministrazione sostenendo che la sanzione di nullità delle clausole volte a rendere più difficoltoso il recesso non si applica che a tutela delle ipotesi di recesso legale (cionondimeno, nonostante l'esistenza dei seri argomenti a sostegno della validità della clausola prima menzionati, certezze assolute – in materia di valutazione dei possibili esiti di un contenzioso – ovviamente non si danno).

La seconda azione ipotizzabile è quella di annullamento della clausola statutaria, che potrebbe essere in astratto perseguita, nel silenzio della legge, sul piano del suo contrasto con l'art. 2437 *ter*, comma 4, azione che peraltro presenterebbe numerosi profili di criticità sia quanto al merito (nel senso che potrebbe essere contrastata sottolineando -come si è detto – l'importanza dell'autonomia negoziale e la sua attitudine

a derogare senza limiti ai criteri legali di liquidazione nelle ipotesi di recesso convenzionale), sia quanto alla tempestività (sembra remoto il rischio di ritenere che l'interesse a ricorrere sia insorto solo al momento dell'operazione di conversione).

Più delicata è la valutazione del rischio con riferimento alla terza azione ipotizzabile: quella per ottenere l'accertamento del proprio diritto alla liquidazione di una quota del patrimonio ed un equo apprezzamento della propria partecipazione ai sensi dell'art. 2437 *ter*, comma 6.

È vero infatti – come si è visto – che nei casi di recesso convenzionale esiste un ampio potere di deroga ai criteri legali di valutazione della quota, tuttavia tale potere non è illimitato. Quindi, pur essendo indubbio – come si è detto – che la clausola di cui all'art. 9, comma 3, dello statuto sia chiara nell'attribuire solo una frazione del capitale sociale, corrispondente al valore nominale delle azioni detenute dal socio che recede, non può escludersi la possibilità, evidenziata in particolare in uno dei pareri allegati al quesito, di una contestazione di tale valorizzazione in nome dell'equo apprezzamento di cui all'art. 1349 cod. civ. richiamato dall'art. 2437 *ter*, ultimo comma, ed altresì in forza dell'obiettivo “*orientamento al patrimonio*” dei criteri codicistici di liquidazione (*ex art. 2437 ter*, comma 4).

In questa prospettiva potrebbe sostenersi che lo spostamento di ricchezza a favore della CDP, determinato dalla deviazione rispetto ai criteri legali e convenzionali ammissibili (orientati – come si è detto – verso una stima aderente al patrimonio) sia priva di causa. E sul piano sostanziale potrebbe rilevare in tal senso l'apporto delle fondazioni agli incrementi patrimoniali verificatisi nel tempo, atteso il ruolo non irrilevante svolto dalle stesse fondazioni nel sistema di gestione.

In tal senso sono i pareri *pro veritate* in atti, che concordano, sia pure con diverse argomentazioni, nel manifestare insoddisfazione sulla legittimità e sull'equità/sostenibilità dell'assetto delle previsioni statutarie in tema di recesso alla stregua dell'art. 2437 *ter*; e anche a prescindere da quella dottrina e da quella giurisprudenza, secondo cui la derogabilità statutaria dei criteri legali di liquidazione della quota può avvenire solo in senso più favorevole al socio (si veda, ad es., Trib. Milano, Sez. VIII, 24-5-2007), è comunque dominante la tesi per la quale la deroga ai criteri legali di liquidazione debba avvenire senza perdere un certo ancoraggio al patrimonio.

Tutto ciò, anche ove si ammetta la serietà degli argomenti a favore della legittimità della clausola di cui all'art. 9, comma 3, dello statuto, non è senza peso in ordine alle valutazioni che l'amministrazione deve compiere sui rischi di contenzioso.

Peraltro, sempre nella prospettiva sostanziale, va ricordato che la disciplina statutaria si giustifica con l'intento di "sterilizzare" la plusvalenza inespressa formatasi al momento dell'ingresso delle fondazioni in CDP, nonché con gli indubbi privilegi di cui le fondazioni hanno goduto sul piano economico (in particolare, nella attribuzione degli utili), privilegi moltiplicati da detta plusvalenza.

Né può considerarsi irrilevante la percentuale ridotta, se non minima, di rischio d'impresa assunta dalle fondazioni, sia per effetto della regola statutaria della postergazione delle perdite che per effetto della possibilità di recedere in caso di mancata percezione di utili per due esercizi (andrà valutato che tale percentuale di rischio aumenta a partire dal 2009 con l'eliminazione dell'extradividendo). Andrebbe altresì tenuta in considerazione l'esistenza della garanzia dello Stato sulle attività non di mercato, che esclude in concreto il rischio di impresa e quindi la causa dell'attribuzione patrimoniale alle fondazioni al momento dell'uscita con riferimento agli incrementi patrimoniali realizzati per effetto di attività integralmente coperte da garanzia dello Stato.

9. Ritiene conclusivamente la Commissione speciale che al fine di scongiurare un eventuale contenzioso (che costituisce un danno in sé e sulla cui rischiosità concreta valuterà il MEF se acquisire anche il parere dell'Avvocatura generale dello Stato) potrebbe essere ritenuto equo e quindi meritevole di tutela l'interesse a conseguire quote del patrimonio nel caso di *exit*: l'interesse tutelabile – come rilevato dallo stesso Ministero – sarebbe in particolare quello al conseguimento da parte delle fondazioni di una quota – corrispondente alla frazione detenuta del capitale sociale – degli incrementi patrimoniali (e solo di tali incrementi patrimoniali) conseguiti da CDP dal momento dell'ingresso delle fondazioni al momento dell'esercizio del diritto di recesso.

Ciò evidentemente nei termini e nei limiti fin qui evidenziati (ossia, tenendo conto della bassa rischiosità della posizione delle fondazioni dovuta alla postergazione nelle perdite e della esistenza della garanzia dello Stato su parte delle attività di CDP).

10. Quanto alle possibili modalità di perseguimento di tale risultato, alla Commissione non sembra che a tale fine sia utile la fonte statutaria, atteso che a fronte di modifiche statutarie di tale fatta, ove i soci di minoranza non fossero soddisfatti avrebbero da invocare il recesso di cui all'art. 2437 comma 1 lett. f), con conseguente verificarsi di un "circolo vizioso" per cui si innescherebbe proprio un'ulteriore ipotesi – questa volta legale – di recesso.

Né la complessità della questione e l'evidente concorrenza di interessi pubblici e di valutazioni *lato sensu* politiche permette di ipotizzare

come del tutto soddisfattivi interventi di tipo arbitrale che sarebbero limitati alla mera (e fra l'altro non facilmente prevedibile) determinazione dei valori economici delle partecipazioni sganciata da tutte le complesse variabili di contesto che sono state evidenziate in questo parere.

La soluzione pertanto non potrebbe che essere rinvenuta sul piano normativo, con determinazione del valore di concambio e di liquidazione che tenga conto dei criteri sopra espressi, volti a circoscrivere la meritevolezza della partecipazione delle fondazioni agli incrementi patrimoniali, conseguiti successivamente al loro ingresso.

A tal fine il Collegio segnala la questione ai sensi dell'art. 58 del r.d. 21 aprile 1942 n. 444 per cui *“Quando dall'esame degli affari discussi dal Consiglio risulti che la legislazione vigente è in qualche parte oscura, imperfetta od incompleta, il Consiglio ne fa rapporto al Capo del Governo”*.

Rimangono ovviamente da affrontare, nella sede e con le modalità più opportune, le questioni di fondo evidenziate circa la natura ibrida dei due soggetti coinvolti nella vicenda in esame e quindi dei loro stessi rapporti; questioni dalla cui soluzione è legata la possibilità di assicurare al Paese adeguati strumenti di politica industriale.

P.Q.M.

In tal senso è il parere della Commissione speciale. Si ordina la trasmissione dello stesso al Presidente del Consiglio dei Ministri.

III

STATUTO della Cassa Depositi e Prestiti s.p.a (al 19 dicembre 2012)

Art. 7

(*Omissis*)

10. – Le azioni privilegiate sono automaticamente convertite in azioni ordinarie a far data dal 1 aprile 2013.

10.1. Il rapporto di conversione è determinato dal Consiglio di amministrazione entro il 31 gennaio 2013 secondo le seguenti modalità:

a) determinazione del valore di CDP S.p.A. (in appresso semplicemente CDP) (i) alla data di trasformazione di CDP in società per azioni e (ii) al 31 dicembre 2012 sulla base di perizie giurate di stima che tengano conto, tra l'altro, della presenza della garanzia dello Stato sulla raccolta del risparmio postale;

b) determinazione del rapporto tra il valore nominale delle azioni privilegiate e il valore di CDP alla data di trasformazione di CDP in società per azioni determinato ai sensi della lettera a);

c) determinazione del valore riconosciuto alle azioni privilegiate ai fini della conversione, quale quota, corrispondente alla percentuale di cui alla lettera b), del valore di CDP al 31 dicembre 2012 determinato ai sensi della lettera a).

Qualora il rapporto di conversione delle azioni privilegiate in azioni ordinarie come sopra determinato non risulti alla pari, i titolari delle azioni privilegiate hanno la facoltà di beneficiare di un rapporto di conversione alla pari versando alla CDP una somma, a titolo di conguaglio, di importo pari alla differenza tra il valore di una azione ordinaria e il valore di una azione privilegiata. Tale facoltà potrà essere esercitata nel periodo dal 15 febbraio 2013 al 15 marzo 2013.

I titolari delle azioni privilegiate che entro il 15 marzo 2013 non abbiano esercitato il diritto di recesso, versano al Ministero dell'economia e delle finanze, a titolo di compensazione, un importo forfetario pari al 50 (cinquanta) per cento dei maggiori dividendi corrisposti da CDP, per le azioni privilegiate per le quali avviene la conversione, dalla data di trasformazione in società per azioni, rispetto a quelli che sarebbero spettati alle medesime azioni per una partecipazione azionaria corrispondente alla percentuale di cui alla lettera b) del comma 10.1.

L'importo di cui al comma precedente può essere versato, quanto ad una quota non inferiore al 20 (venti) per cento, entro il 1 aprile 2013, e, quanto alla residua quota, in quattro rate uguali alla data del 1 aprile dei quattro anni successivi, con applicazione dei relativi interessi legali.

Ferma restando la causa di recesso prevista dall'art. 9, comma 1, del presente Statuto, nel periodo dal 15 febbraio 2013 al 15 marzo 2013, agli azionisti privilegiati che non intendano usufruire della conversione automatica, è attribuito il diritto di recedere dalla società, per l'intera loro partecipazione, con le modalità previste dal seguente art. 9, commi 1 e 2.

(Omissis)

Art. 9

1. - Oltre che nelle ipotesi in cui agli azionisti spetti per legge il diritto di recesso, e fermo altresì quanto previsto al precedente art. 7, comma 10, i soci titolari di azioni privilegiate hanno diritto di recedere dalla società, limitatamente al periodo tra il 23 settembre 2009 ed il 31 dicembre 2012, nel caso in cui per due esercizi consecutivi non percepiscano utili dalla società. Il diritto di recesso deve sempre essere esercitato dai soci titolari di azioni privilegiate per l'intera partecipazione.

2. - Il diritto è esercitato mediante lettera raccomandata con ricevuta di ritorno. Il recesso ha effetto il quindicesimo giorno successivo a quello della ricezione da parte della società della dichiarazione di recesso.

3. - In tutti i casi di esercizio del diritto di recesso, il valore di liquidazione delle azioni privilegiate risulta pari alla frazione del capitale sociale per cui è esercitato il recesso, decurtata – con riferimento agli utili degli esercizi sociali chiusi sino al 31 dicembre 2008 compreso – della differenza fra il dividendo effettivamente percepito dalle stesse azioni privilegiate e il dividendo preferenziale spettante alle medesime azioni in base all'art. 30, comma 2, dello Statuto, nella sua originaria formulazione, il cui testo è ritrascritto al successivo art. 33.

4. - Per quanto non espressamente disposto, il diritto di recesso è regolato dalla legge.

(Omissis)

Art. 33

1. - Ai fini dell'applicazione dell'art. 9, comma 3, del presente Statuto, la norma dell'art. 30, comma 2, dello Statuto, nella sua originaria formulazione, così disponeva: "Gli utili netti annuali risultanti dal bilancio, dedotto solo l'importo destinato alla riserva legale, sono ripartiti come segue: a) alle azioni privilegiate viene assegnato un dividendo preferenziale ragguagliato al valore nominale e commisurato al tasso di inflazione (variazione percentuale anno su anno dell'indice dei prezzi al consumo IPCA, base 2001 uguale a 100) relativo all'ultimo mese dell'esercizio cui i predetti utili si riferiscono, in aggiunta ad un tasso pari al 3%; salvo il diritto di recesso previsto al precedente art. 9, qualora in un esercizio sia stato assegnato alle azioni privilegiate un dividendo inferiore alla misura sopraindicata, la differenza è computata in aumento del dividendo preferenziale nei cinque esercizi successivi; b) gli utili rimanenti dei quali l'Assemblea deliberi la distribuzione agli azionisti sono destinati prima alle azioni ordinarie, fino a concorrenza del dividendo preferenziale di cui alla precedente lettera a) assegnato alle azioni privilegiate, e, successivamente, in eguale misura a ciascuna azione ordinaria e a ciascuna azione privilegiata".

