PROF. DOTT. FLAVIO DEZZANI
Ordinario di Ragioneria nella Università di Torino

STUDIO: 10121 TORINO - VIA VITTORIO AMEDEO II°, 17
COD. FISC. E PART. IVA 02510890011

IL "DANNO SUBITO"

DALLE AZIONI DI RISPARMIO - CATEGORIA "A"

dalla

MODIFICA DELL'ART. 27 DELLO STATUTO

PROF. DOTT. FLAVIO DEZZANI
ORDINARIO DI RAGIONERIA
NELLA UNIVERSITÀ DI TORINO

1) LE AZIONI DI RISPARMIO DI CATEGORIA "A": ANTE-MODIFICHE E POST-MODIFICHE INTRODOTTE DALLE ASSEMBLEE STRAORDINARIE DI FONDIARIA-SAI DEL 16/19 MARZO 2012 E DEL 27 GIUGNO 2012

Per comprendere se il cambiamento dello Statuto ha danneggiato o meno le azioni di risparmio – categoria "A" si deve partire dalla modifica dell'art. 27 dello Statuto sulla distribuzione degli utili:

art. 27 Statuto Ante-modifiche

Gli utili risultanti dal bilancio approvato dall'assemblea, fatta deduzione delle quote assegnate alle riserve ordinarie nelle misure stabilite dalla legge, saranno ripartiti come segue:

- alle azioni di risparmio un dividendo privilegiato fino al 6,5% del loro valore nominale;
- la rimanenza alle azioni ordinarie e alle azioni di risparmio in modo che alle azioni di risparmio spetti un dividendo complessivo maggiorato, rispetto a quello delle azioni ordinarie, in misura pari al 5,2% del valore nominale dell'azione: salva la facoltà dell'assemblea deliberarne in tutto o in parte l'assegnazione a riserve o ad accantonamenti o il rinvio a nuovo o la parziale assegnazione straordinaria ai prestatori di lavoro dipendente della società stabilendone la misura, le condizioni ed i criteri di ripartizione ed ancora per quegli altri scopi che essa ritenga conformi agli interessi sociali.

Quando in un esercizio sia stato assegnato alle azioni di risparmio un dividendo inferiore al 6,5% del loro valore nominale, la differenza è computata in aumento del dividendo privilegiato nei due esercizi successivi.

art. 27 Statuto Post-modifiche

Gli utili risultanti dal bilancio approvato dall'assemblea, fatta deduzione delle quote assegnate alle riserve ordinarie nelle misure stabilite dalla legge, saranno ripartiti secondo l'ordine che segue:

- alle azioni di Categoria A un dividendo privilegiato fino ad Euro 6,5 per azione;
- alle azioni di Categoria B un dividendo privilegiato per azione fino al 6,5% della Parità Contabile delle Azioni di Categoria B;
- la rimanenza alle azioni ordinarie e alle Azioni di Risparmio in modo che alle Azioni di Categoria A spetti un dividendo complessivo maggiorato, rispetto a quello delle azioni ordinarie, in misura pari ad Euro 5,2 per azione, e alle Azioni di Categoria B un dividendo complessivo maggiorato rispetto a quello delle azioni ordinarie in misura pari al 5,2% della Parità Contabile delle Azioni di Categoria B; salva la facoltà dell'assemblea di deliberarne, in tutto o in parte l'assegnazione a riserve o ad accantonamenti o il rinvio a nuovo o la parziale assegnazione straordinaria ai prestatori di lavoro dipendenti della società stabilendone la misura, le condizioni ed i criteri di ripartizione od ancora per quegli altri scopi che essa ritenga conformi agli interessi sociali.

Quando in un esercizio sia stato assegnato alle Azioni di Categoria A un dividendo inferiore ad Euro 6,5 per azione e/o alle Azioni di Categoria B un dividendo per azione inferiore al 6,5% della Parità Contabile delle Azioni di Categoria B, la differenza è computata in aumento del dividendo privilegiato nei due esercizi successivi.

Le modifiche dell'art. 27 dello Statuto possono riassumersi come segue:

1) eliminazione del valore nominale delle azioni di risparmio, successivamente denominate azioni di risparmio - categoria "A";
2) raggruppamento delle azioni di risparmio – categoria "A" secondo un rapporto di N. 1 azione nuova contro 100 azioni vecchie;
3) riparametrazione dei privilegi reddituali delle azioni di risparmio di categoria "A";
4) prelazione delle azioni di risparmio – categoria "A" in sede di rimborso del capitale fino a € 100 per ogni azione di categoria "A";
5) modifiche statutarie per consentire l'emissione delle azioni di risparmio – categoria "B".

Qui di seguito vengono analizzate le singole modifiche statutarie sulle azioni di risparmio - categoria "A".

2) ELIMINAZIONE DEL VALORE NOMINALE DELLE AZIONI DI RISPARMIO – CATEGORIA "A"

Il valore nominale delle azioni di risparmio era di 1 euro, come pure quello delle azioni ordinarie.

L'assemblea straordinaria del 19 marzo 2012 ha deliberato di eliminare il valore nominale delle azioni di risparmio e delle azioni ordinarie.

3) RAGGRUPPAMENTO DELLE AZIONI DI RISPARMIO – CATEGORIA "A"

Le azioni di risparmio – categoria "A" vennero raggruppate secondo un rapporto di n. 1 azione nuova di risparmio di categoria "A" ogni 100 vecchie azioni di risparmio esistenti alla data dell'assemblea straordinaria del 19 marzo 2012. Ogni vecchia azione di risparmio aveva un Valore Nominale di 1 euro.

4) LA RIPARAMETRIZZAZIONE DEI PRIVILEGI REDDITUALI DELLE AZIONI DI RISPARMIO – CATEGORIA "A"

L'eliminazione del valore nominale delle azioni di risparmio - categoria "A" ed il raggruppamento delle stesse azioni (N. 1 azione nuova contro 100 azioni vecchie) ha determinato la riparametrizzazione dei privilegi reddituali delle azioni di risparmio – categoria "A".

Nel nostro caso, il dividendo complessivo delle azioni di risparmio – categoria "A" si compone di due elementi:

- dividendo privilegiato (o dividendo prioritario);
- dividendo maggiorato (o dividendo di secondo giro).

A) DIVIDENDO PRIVILEGIATO

Prima delle modifiche statutarie, l'art. 27 dello Statuto stabiliva che il "dividendo privilegiato" (o dividendo prioritario) era il 6,5% del loro valore nominale di 1 euro, cioè € 0,065 per ogni azione.

Nel nuovo Statuto – a seguito dell'eliminazione del valore nominale delle azioni di risparmio - categoria "A" – la Fondiaria-SAI S.p.A. ha scelto di trasformare il "dividendo prioritario" da un valore percentuale ad un valore assoluto che – tenendo conto del raggruppamento delle azioni (1 azione nuova contro 100 azioni vecchie) – è stato indicato dall'art. 27 dello Statuto modificato in € 6,5 per azione. In altri termini, il raggruppamento di 100 vecchie azioni in 1 nuova azione di risparmio – categoria "A" ha determinato – come conseguenza – la moltiplicazione per 100 del vecchio "dividendo privilegiato".

In tale caso, vi è equivalenza tra vecchio e nuovo Statuto:

N. 1 vecchia azione di risparmio = € 0,065 dividendo privilegiato
N. 1 nuova azione " " = € 0,065 x 100 vecchie azioni = € 6,5

Su questo punto vi è concordanza tra le parti.

B) "DIVIDENDO MAGGIORATO" (O "DIVIDENDO DI SECONDO GIRO")

Le azioni di risparmio – categoria "A" possono percepire – oltre al "dividendo privilegiato" – anche un "dividendo maggiorato", se la parte rimanente dell'utile d'esercizio viene distribuita alle azioni ordinarie in misura superiore ad una soglia stabilita dallo Statuto medesimo.

Si riporta questa parte dell'art. 27 dello Statuto:

Vecchio art. 27 dello Statuto	Nuovo art. 27 dello Statuto
– alle azioni di risparmio un dividendo privilegiato fino al 6,5% del loro valore nominale;	– alle azioni di Categoria A un dividendo privilegiato fino ad Euro 6,5 per azione;
– la rimanenza alle azioni ordinarie e alle azioni di risparmio in modo che alle azioni di risparmio spetti un dividendo complessivo maggiorato, rispetto a quello delle azioni ordinarie, in misura pari al 5,2% del valore nominale dell'azione.	..... – la rimanenza alle azioni ordinarie e alle Azioni di Risparmio in modo che alle Azioni di Categoria A spetti un dividendo complessivo maggiorato, rispetto a quello delle azioni ordinarie, in misura pari ad Euro 5,2 per azione.

Parte Attrice sostiene che la modifica dello Statuto riduce i privilegi spettanti alle azioni di risparmio – categoria "A", in quanto il passaggio del dividendo espresso in percentuale al dividendo espresso in valore assoluto ha fortemente ridotto la probabilità di ricevere un "dividendo maggiorato" (o dividendo di "secondo giro").

Nel seguito vengono esposte le diverse tesi.

A) VECCHIO STATUTO

Il "dividendo maggiorato" veniva percepito dagli azionisti di risparmio quando il "rimanente utile di bilancio" veniva assegnato alle azioni ordinarie e alle azioni di risparmio in modo che alle azioni di risparmio spettasse un dividendo complessivo maggiorato – rispetto a quello delle azioni ordinarie – in misura pari al 5,2% del valore nominale delle azioni di risparmio.

La differenza tra il 6,5% ed il 5,2% (cioè 1,3%) costituiva una quota di reddito che spettava esclusivamente alle azioni ordinarie: il residuo reddito risultante dal bilancio poteva essere distribuito in pari misura tra tutte le azioni (ordinarie e di risparmio).

Esempio: *ai fini di una migliore comprensione del vecchio statuto, si ipotizzi il seguente esempio in cui il capitale sociale di Fondiaria-SAI sia composto da n. 5.000 azioni ordinarie e n. 2.000 azioni di risparmio, entrambe del valore nominale di € 1:*

	Utile di bilancio	€	1.000
meno:	Dividendo privilegiato azioni di risparmio N. 2.000 x 1 € = 2.000 x 6,5%	"	(130)
meno:	Dividendo libero per le azioni ordinarie N. 5.000 x 1 € = 5.000 x 1,3%	"	(65)
	Rimanenza di utile distribuibile in pari misura tra le azioni ordinarie e le azioni di risparmio	€	805

La Fondiaria-SAI S.p.A. avrebbe potuto non distribuire o distribuire totalmente o parzialmente l'utile residuo (pari a € 805) alle azioni ordinarie ed alle azioni di risparmio in pari misura.

Nel caso che la Fondiaria-SAI S.p.A. avesse deciso di distribuire un "dividendo di secondo giro" del 5% sul valore nominale delle azioni ordinarie e delle azioni di risparmio si avrebbe avuto:

• azioni di risparmio	N. € 2.000 x 1 (valore nominale) x 5% =	€	100
• azioni ordinarie	N. € 5.000 x 1 (valore nominale) x 5% =	"	250
Dividendi del "secondo giro"		€	350

In sintesi, l'esempio può essere così rappresentato:

Azioni privilegiate		Azioni ordinarie	
Dividendo privilegiato (6,5% del valore nominale delle azioni privilegiate di € 2.000)	130	Dividendo libero (1,3% del valore nominale delle azioni ordinarie di € 5.000)	65
Dividendo di "secondo giro" (5% del valore nominale delle azioni privilegiate di € 2.000)	100	Dividendo di "secondo giro" (5% del valore nominale delle azioni ordinarie di € 5.000)	250
Dividendo complessivo	230	Dividendo complessivo	315

Il dividendo delle azioni privilegiate (6,5% + 5% = 11,5%) mantiene la differenza del 5,2% rispetto al dividendo delle azioni ordinarie (1,3% + 5% = 6,3%), come stabilito dallo Statuto.

L'utile residuo (1.000 – 230 – 315 = 465) viene accantonato a riserva.

B) NUOVO STATUTO

Nel nuovo Statuto, le modifiche alle azioni di risparmio sono state le seguenti:

1) le azioni di risparmio sono state denominate "azioni di risparmio – categoria A", per consentire di emettere nuove "azioni di risparmio – categoria B";
2) l'eliminazione del valore nominale delle azioni di risparmio - categoria A, il cui precedente valore nominale era € 1;

3) il raggruppamento delle azioni di risparmio – categoria "A" con un rapporto di N. 1 nuova azione contro N. 100 vecchie azioni.

A seguito delle suddette modifiche dello Statuto, il "dividendo privilegiato" ed il "dividendo di secondo giro" (o dividendo maggiorato) venne espresso in numeri interi e non più in percentuali. In conseguenza, l'art. 27 dello Statuto venne così modificato:

> «- alle azioni di Categoria A un dividendo privilegiato fino ad Euro 6,5 per azione;
> .....
> «- la rimanenza alle azioni ordinarie e alle Azioni di Risparmio in modo che alle Azioni di Categoria A spetti un dividendo complessivo maggiorato, rispetto a quello delle azioni ordinarie, in misura pari ad Euro 5,2 per azione.»

In aggiunta a quanto sopra, le azioni ordinarie sono state dapprima raggruppate 100 a 1, potandone la parità contabile implicita da 1 a 100 e successivamente hanno formato oggetto di un aumento di capitale iperdiluitivo che ha riportato la parità contabile implicita delle sole azioni ordinarie da Euro 100 a circa Euro 1 (lasciando invece a Euro 100 la parità contabile implicita delle azioni di risparmio).

La Fondiaria-SAI S.p.A. interpreta il nuovo art. 27 dello Statuto nel senso che il "dividendo maggiorato" (o "dividendo di secondo giro") deve essere percepito dagli azionisti di risparmio – categoria "A" quando il "rimanente utile di bilancio" viene assegnato alle azioni ordinarie in modo che alle azioni di risparmio – categoria "A" spetti un dividendo complessivo maggiorato – rispetto a quello delle azioni ordinarie – in misura pari a Euro 5,2 per azione.

Ne segue che la differenza tra € 6,5 ed € 5,2 (cioè € 1,3) costituisce una quota di reddito che spetta esclusivamente alle azioni ordinarie: il "reddito

residuo" risultante dal bilancio, invece, può essere distribuito in pari misura tra tutte le azioni (ordinarie e di risparmio).

Riprendiamo l'esempio utilizzato per illustrare un "caso" secondo il vecchio Statuto, con le seguenti varianti:

1) i dividendi sono espressi in valore assoluto (es.: dividendo privilegiato € 6,5);
2) le vecchie azioni di risparmio sono state raggruppate con un rapporto di N. 1 nuova azione di risparmio – categoria "A" contro N. 100 vecchie azioni di risparmio: cioè le azioni di risparmio – categoria "A" sono N. 20 e non 2.000.

	Utile di bilancio	€	1.000
meno:	Dividendo privilegiato		
	azioni risparmio – categoria "A" N. 20 x € 6,5	"	(130)
meno:	Dividendo libero per le azioni ordinarie		
	azioni ordinarie N. 5.000 x € 1,3	"	(6.500)

Il "dividendo libero per le azioni ordinarie" di € 1,3 per ogni azione ordinaria (N. 5.000) corrisponde ad un ammontare di dividendi alle azioni ordinarie superiore al reddito residuo risultante dal bilancio (1.000 – 130 = 870). Nel nostro caso, il dividendo per ogni azione ordinaria è il seguente:

$$\text{dividendo libero} = \frac{\text{Utile residuo}}{\text{N. azioni ordinarie}} = \frac{870}{\text{N. } 5.000} = 0{,}174$$

Nel nostro caso, il dividendo libero per ogni azione ordinaria non può essere di € 1,3 ma solamente di € 0,174.

Conseguentemente, con questa interpretazione della nuova versione dell'art. 27 dello Statuto non potrà esserci il "dividendo di secondo giro" per le

azioni di risparmio – categoria "A": dividendo che, invece, esisteva con la vecchia articolazione dell'art. 27 dello Statuto[1].

Questo è il vero danno che hanno subito le azioni di risparmio - categoria "A" dalla modifica dell'art. 27 dello Statuto.

Tale danno deriva dai seguenti elementi tecnici:

1) il dividendo privilegiato di € 6,5 si riferisce ad 1 nuova azione di risparmio – categoria "A", ma in realtà questa 1 nuova azione di risparmio deriva dal raggruppamento di N. 100 vecchie azioni di risparmio, aventi un valore nominale di € 100, come riconosce l'art. 6 dello Statuto;
2) le nuove azioni ordinarie, invece, sono state offerte dal Consiglio di Amministrazione del 5 luglio 2012 (N. 916.895.448 azioni ordinarie) in opzione ai soci titolari di azioni ordinarie della società al prezzo di € 1 per azione, di cui Euro 0,565 a titolo di aumento di capitale e € 0,435 a titolo di sovrapprezzo.

Per mantenere gli stessi privilegi alle azioni di risparmio – categoria "A" ante-modifica dello Statuto non è corretto confrontare il dividendo di

[1] Si riporta il Parere del Prof. Marchetti (Parte avversa) del 20 marzo 2013, pagg. 3-4:
«Ora, è del tutto evidente che la concreta operatività di tale meccanismo nello specifico caso di Fondiaria-SAI rende del tutto improbabile che dopo i 6,5 euro le azioni A possano ricevere a valere sull'utile di un dato esercizio ancora qualcosa (il "secondo giro" di cui si diceva). Ciò infatti potrebbe accadere (per semplicità, si fa riferimento alle sole ordinarie senza contare le azioni B) soltanto ove alle azioni ordinarie fosse distribuito un dividendo unitario di euro 1,3; il che accadrebbe nella irrealistica ipotesi di distribuzione alle ordinarie di un importo complessivo (in un solo esercizio!) di circa 1,2 miliardi di euro. Tuttavia, è ovvio che il fatto che le azioni A non parteciperanno ad eventuali "secondi giri" di distribuzione dell'utile di esercizio non costituisce affatto un "pregiudizio" per le azioni medesime, ma, al contrario, è una mera conseguenza matematica dell'elevatissimo privilegio sostanziale e prioritario (i 6,5 euro) di cui godono. La tutela di un privilegio non può paradossalmente divenire per i soggetti tutelati un pregiudizio!
«Sul punto, ricordiamo ancora una volta che, del resto, il reciproco apprezzamento economico – o meglio: le reciproche attese di rendimento – dei diversi titoli Fondiaria-SAI sono riflesse nei corsi di borsa in un modo che si commenta da sé: euro 1,165 per le ordinarie, 0,844 per le azioni di risparmio B, 97,45 per le azioni di risparmio A.»
Nel suo Parere, il Prof. Marchetti dimentica sovente che le azioni di risparmio – categoria "A" sono state raggruppate con un rapporto di N. 1 azione nuova contro 100 azioni vecchie (o 100 Euro), mentre le azioni ordinarie di nuova emissione sono solamente di 1 euro e non sono mai state raggruppate.

un'azione di risparmio – categoria "A" con il dividendo di un'azione ordinaria, come risulta dalla seguente espressione:

N. 100 vecchie azioni di risparmio V.N. 100 euro raggruppate in N. 1 azione di risparmio – categoria "A"	≠	N. 1 azione ordinaria sottoscritta a 1 Euro

Il "dividendo libero" per ogni azione ordinaria non è € 1,3, ma tale "differenziale" deve essere diviso per 100, cioè il raggruppamento delle azioni di risparmio (1 nuova azione di risparmio – categoria "A" contro 100 vecchie azioni di risparmio).

L'ammontare del "dividendo libero" per ogni azione di risparmio non è di € 1,3, ma:

$$\frac{€\ 1{,}3}{\text{N. 100 vecchie azioni di risparmio}} = €\ 0{,}013$$

Nel nostro esempio, la sostituzione del differenziale di € 1,3 con € 0,013 per ogni azione ordinaria rende perfettamente equivalenti la vecchia e la nuova versione dell'art. 27 dello Statuto.

Si riprende l'esempio utilizzato per spiegare la vecchia versione dell'art. 27 dello Statuto.

Esempio:

	Utile di bilancio	€	1.000
meno:	Dividendo privilegiato azioni risparmio – categoria "A" N. 20 x € 6,5	"	(130)
meno:	Dividendo libero per le azioni ordinarie azioni ordinarie N. 5.000 x € 0,013	"	(65)
	Rimanenza di utile per il "dividendo di secondo giro"	€	805

Con questa interpretazione i privilegi delle azioni di risparmio - categoria "A" sarebbero identici sia nella prima stesura dell'art. 27

che nella seconda versione dello stesso art. 27 dello Statuto. In altri termini, i valori interi contenuti nel nuovo nell'art. 27 dello Statuto devono sempre essere divisi per 100, corrispondente al raggruppamento delle vecchie azioni di risparmio (1 nuova azione di risparmio – categoria "A" contro 100 vecchie azioni di risparmio), cioè:

$$\text{dividendo privilegiato} = \frac{€\ 6{,}5}{\text{N. 100 vecchie azioni di risparmio}} = €\ 0{,}065 \text{ per azione}$$

$$\text{differenza di dividendo} = \frac{€\ 5{,}2}{\text{N. 100 vecchie azioni di risparmio}} = €\ 0{,}052 \text{ per azione}$$

$$\text{dividendo libero per azioni ordinarie} = \frac{€\ 1{,}3}{\text{N. 100 vecchie azioni di risparmio}} = €\ 0{,}013 \text{ per azione}$$

5) PRELAZIONE DELLE AZIONI DI RISPARMIO – CATEGORIA "A" IN SEDE DI RIMBORSO DEL CAPITALE FINO A € 100 PER AZIONE DI CATEGORIA "A"

Le azioni di risparmio – categoria "A" – anche dopo il raggruppamento delle stesse azioni – hanno mantenuto la loro prelazione nel rimborso del capitale. Infatti, l'art. 6 del nuovo Statuto precisa quanto segue:

> «le azioni di categoria A hanno prelazione nel rimborso del capitale fino a concorrenza di € 100 per ogni azione.»

In altri termini, la prelazione nel rimborso del capitale corrisponde al valore nominale delle 100 azioni di risparmio che sono state raggruppate in 1 nuova azione di risparmio – categoria "A".

6) MODIFICHE STATUTARIE PER CONSENTIRE L'EMISSIONE DI AZIONI DI RISPARMIO – CATEGORIA "B"

La società Fondiaria-SAI S.p.A. ha costituito una seconda categoria di azioni di risparmio, denominata di categoria "B", avente propri privilegi.

7) CONCLUSIONI

La nuova versione dell'art. 27 dello Statuto danneggia le azioni di risparmio – categoria "A" nel conteggio del dividendo complessivo, che è composto dal "dividendo privilegiato" e dal "dividendo maggiorato".

Il "dividendo privilegiato" (o prioritario) non subisce "danni", mentre il "dividendo maggiorato" è fortemente penalizzato a motivo del passaggio del dividendo espresso in percentuale a quello espresso in valore assoluto, unitamente alla successione dei seguenti eventi:

i. l'accorpamento 100 a 1 di entrambe le azioni ordinarie e le azioni di risparmio;

ii. l'eliminazione del valore nominale espresso, e

iii. l'aumento di capitale che ha riportato la parità contabile implicita delle sole azioni ordinarie da Euro 100 a circa Euro 1 lasciando a Euro 100 la parità contabile implicita delle azioni di risparmio di categoria "A".

Torino, 26 maggio 2014

Prof. Flavio Dezzani