



Azioni di risparmio, esperibilità del procedimento cautelare di impugnazione della delibera e diritto di recesso da delisting (nota a Tribunale civile di Genova, 12 novembre 2020 n. 6695)

di GIORGIO FERRIGNO

1. Il caso. Il procedimento cautelare esperito. La questione muove dalla delibera assembleare della Banca Carige SpA di data 29 maggio 2020 con la quale la maggioranza approvò la conversione facoltativa di azioni di risparmio in azioni ordinarie (con il rapporto di 1:20.500) e il raggruppamento delle azioni in circolazione, sia ordinarie che di risparmio, con un rapporto di 1:1000.

Sulla base della delibera, il Rappresentante Comune degli azionisti di risparmio della società, Michele Petrera, ha introdotto il procedimento cautelare richiedendo la sospensione dell'esecuzione della delibera ex art. 2378 co.3 cc, asserendo le diverse norme ritenute violate dall'assemblea: (i) l'art. 147 co.3 del D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (d'ora in poi «TUF»), comportante il diritto del medesimo ad intervenire in assemblea; (ii) art. 2437 quinquies cc, riguardante il diritto di recesso cd. «da *delisting*» che verrà approfondito al §2; (iii) art. 2437 ter co.5 cc, garante del diritto di informazione del valore delle proprie azioni nei quindici giorni antecedenti ad ogni assemblea; (iv) art. 146 TUF, comportante l'obbligo di sottoporre le delibere dell'assemblea generale all'assemblea degli azionisti di risparmio qualora queste ledano i loro interessi.

Il Tribunale di Genova, con provvedimento n. 6695 in data 12 novembre 2020, ha respinto il ricorso, sistematicamente confutando le motivazioni del ricorrente.

Autonoma rilevanza ha avuto la questione sull'esperibilità del procedimento cautelare con sospensione dell'esecuzione della delibera. Nel caso concreto, non vi era dubbio come, alla luce del bilanciamento degli interessi richiesto al giudice dal quarto comma dell'art 2378 cc, l'urgente necessità di Banca Carige SpA di ridimensionare l'eccessiva quantità di azioni in circolazione

(al maggio 2020 si registravano 750 miliardi e 555 mila azioni), sovrastasse nettamente l'interesse degli azionisti di risparmio, corrispondenti ai tre milionesimi del capitale sociale. Ancora più evidente se si valuta la quota degli azionisti di risparmio ricorrenti, equivalenti a sei decimilionesimi del capitale sociale.

Come evidenziato anche dal Tribunale di Firenze, con ordinanza 16861 del 9 agosto 2017, il *periculum in mora* è sì di regola parametrato sul solo ricorrente, tuttavia nel procedimento cautelare di impugnazione delle delibere assembleari, il legislatore introduce una deroga e impone al giudice di valutare anche gli interessi societari. Nel caso concreto, la società quotata necessitava urgentemente, in una visione di ristrutturazione e salvataggio, di ridimensionare la platea di soci e di conseguire una riabilitazione nel contesto del mercato finanziario con il supporto di Equita Group SpA. L'investment bank ha tra l'altro di recente (15 marzo 2021) concluso l'operazione di liquidazione delle frazioni di azioni conseguenti al raggruppamento.

1.2. Il contesto finanziario di Banca Carige SpA. L'eccessivo volume azionario della società proviene dagli ultimi dieci anni di gestione del gruppo. La banca, nonostante fosse nota per prudenza e sobrietà negli investimenti, si ritrova anch'essa travolta dalla crisi finanziaria degli anni 2008-2012. Il primo tentato aumento di capitale, richiesto dal CdA guidato dal prof. Giovanni Berneschi, è del 2008: pochi mesi prima della crisi dei mutui subprime e del fallimento di *Lehman Brothers*. Si innesca così una spirale per la banca e per i suoi azionisti che vedono progressivamente precipitare il valore delle singole azioni.

Dal gennaio 2014 al dicembre 2019, Banca Carige SpA ha tentato quattro volte la via della ricapitalizzazione con interventi da 850, 800, 560 e infine 700 milioni di euro, perdendo il 98,3% del capitale investito.

È nel gennaio 2019 che intervengono i soggetti pubblici: il Governo emana il d.l. 1/2019 con il quale pone la propria garanzia sulle emissioni di titoli della banca; la BCE per la prima volta esercita i propri poteri di vigilanza su una banca italiana e dispone l'amministrazione straordinaria dell'istituto di credito; infine la

Consob sospende le azioni Carige dalle contrattazioni sul mercato regolamentato.

2. Il diritto di recesso da delisting. Venendo invece all'unica vera argomentazione che il Tribunale di Genova ha mosso al di fuori delle ovvietà, il ricorrente domandava dell'invalidità della delibera assembleare in quanto non era stato concesso agli azionisti di risparmio il diritto di recesso; alludendo all'art. 2437 quinquies cc il quale statuisce: «Se le azioni sono quotate in mercati regolamentati hanno diritto di recedere i soci che non hanno concorso alla deliberazione che comporta l'esclusione dalla quotazione.».

Nel caso concreto, il giudice ha inteso in senso letterale e particolarmente restrittivo il termine «comporta»: spiega infatti che non è la delibera a comportare in maniera diretta l'esclusione dalla quotazione, sebbene questa ne è inevitabilmente una conseguenza naturale, riducendosi le azioni di risparmio da 25.000 a 25. Inoltre, il provvedimento evidenzia che non manca una tutela degli azionisti di risparmio al quale la stessa delibera concede l'opzione di conversione facoltativa in azioni ordinarie.

La piena disponibilità della società si dimostra anche verso tutti quegli azionisti di risparmio in possesso dei cd resti, ossia che non raggiungono le 1000 azioni di risparmio necessarie al raggruppamento. In tal caso la Relazione illustrativa del CdA presentata con l'ordine del giorno dell'assemblea straordinaria, menzionava che sarà previsto un servizio di supporto per il trattamento delle frazioni. Conseguentemente, la domanda avrebbe (ed ha) incontrato l'offerta e si sarebbero così tutelati anche i soci minori nei limiti della situazione gravosa nel quale versa la società.

La questione non è mai arrivata davanti alla Suprema Corte. Maggior interesse ha ricevuto invece nella giurisprudenza tedesca¹, la quale ha portato a

¹ J. KHORT, [Protection of investors in voluntary delisting on the U.S. stock market](#), Uppsala Faculty of Law, Working Paper 2014:4, 13

due significativi revirements negli ultimi due decenni: il caso Macotron nel 2002² e il caso Frosta nel 2013³.

In sintesi, inizialmente la *Bundesgerichtshof* (BGH) ha concesso il cd «*appraisal right*», il diritto di ricevere il *fair value* delle azioni escluse dalla quotazione, applicando analogicamente ciò che già l'ordinamento tedesco assicurava in caso di operazioni di *squeeze-out*. Questa prima pronuncia non fu accolta positivamente dalla dottrina e dalla prassi societaria visti gli ingenti costi che ne conseguivano. In secondo luogo, il *Bundesverfassungsgericht* (BVG) è tornato sul punto dieci anni dopo confutando che il *delisting* comporti un pregiudizio al diritto di proprietà, come invece ritenuto dalla BGH. Il risvolto pratico più interessante è che ha riaperto anche il dibattito sull'*appraisal right* in quanto si discosta dalla decisione della BGH, tuttavia, non essendo parte del chiesto, il BVG non si è pronunciato nel merito, rifiutandosi di dare un'alternativa.

3. Conclusioni. Il provvedimento in analisi non desta particolari dubbi e la perdurante crisi di un soggetto rilevante del sistema bancario italiano ed europeo giustifica la celerità con il quale la causa sia stata trattata: in sintesi, il pregiudizio arrecato agli azionisti di risparmio ha fonte in eventi precedenti. La delibera di raggruppamento è una scelta necessaria nel processo di riqualificazione di un gruppo creditizio che si presentava al mercato con azioni dal valore inferiore al centesimo di euro.

In una più ampia analisi dell'istituto delle azioni di risparmio, la giurisprudenza maggioritaria conferma il limite fisiologico delle azioni di risparmio: per quanto possano presentarsi vantaggiose al piccolo risparmiatore, sono pur sempre investimenti e sono legate al destino della società. Sussistono quindi dei presunti vuoti di tutela difficilmente colmabili, salvo con soluzioni onerose come il citato caso Macotron.

² BGH-Urteil vom 25.11.2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153 S. 47 = DB 2003 S. 544

³ Bundesgerichtshof Beschluss vom Oktober 2013 in dem Rechtsstreit // II ZB 26/12

Lo stesso assetto normativo è fin troppo vacuo per permettere un'ipotetica tutela degli azionisti di risparmio: l'art 2376 cc e l'art 2437 lett g cc.

La prima disposizione impone al giudice di valutare il *periculum in mora* anche della società convenuta: difficilmente le operazioni di una società quotata in borsa avranno un valore, e un conseguente pregiudizio da ritardo, inferiore rispetto alla posizione degli azionisti di risparmio.

Un'altra strada percorribile sarebbe la lettera g dell'art 2437 la quale garantisce il diritto di recesso ai soci che «non hanno concorso alle deliberazioni riguardanti: [...] (g) le modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione.» Tale tesi è stata tuttavia rigettata più volte dai Tribunali e dalle Corti d'Appello (per citarne alcuni in materia di operazioni straordinarie: Corte app. Brescia, sent del 2 luglio 2014; Trib. di Bergamo, sent. del 27 dicembre 2012, n. 357).

Le sentenze principali sull'argomento riguardano infatti un altro fenomeno straordinario: la fusione per incorporazione, spesso tra banche. Il caso più rilevante arrivato dinanzi alla Cass., e deciso nell'aprile 2020, riguarda un azionista di risparmio che, in seguito all'incorporazione della Banca Nazionale dell'Agricoltura SpA in Banca Antonveneta SpA, aveva subito un grave pregiudizio dal valore di cambio stabilito per la conversione in azioni ordinarie. In tale occasione la Cassazione ha addirittura elevato a necessaria la differenziazione del valore di cambio affinché le decisioni del CdA non ricadessero in arbitrio (Cass., sez. I, 20 aprile 2020, n 7920).⁴

⁴ L. SBARAINI, [Azioni di risparmio e fusione: la Cassazione conferma il vuoto di tutela](#), SalvisJuribus, 25 maggio 2020