



Unione mese

Notiziario mensile

Rif. n° u1584/03 del 17/03/2003

ncr/SL

Per: AMMINISTRAZIONE FISCALE/TRIBUTARIO

Riforma del diritto societario: azioni, strumenti finanziari e obbligazioni delle SpA. Le obbligazioni delle Srl

La riforma del diritto societario ha introdotto numerose novità in tema di azioni, strumenti finanziari e obbligazioni. Tali novità lasciano ampio spazio all'autonomia privata e hanno l'obiettivo di sviluppare le fonti di finanziamento delle società e aumentare la loro capitalizzazione.

Le nuove regole introducono un'ampia autonomia, riservando agli statuti la possibilità di prevedere titoli azionari e strumenti finanziari partecipativi in cui si combinano e si modulano diversamente diritti patrimoniali e diritti amministrativi. Il risultato è che si generano forme variegata di partecipazione sociale: la tradizionale suddivisione tra capitale proprio e capitale di debito, secondo il principio della partecipazione al rischio d'impresa, non è più così netta, e anche le differenze tra il concetto di "azione" e quello di "obbligazione" vengono sfumate, essendo prevista la possibilità di spostare il rischio di impresa sugli obbligazionisti attraverso l'emissione di particolari titoli di debito.

In sintesi, la riforma prevede:

- novità in tema di emissione di azioni: azioni senza valore nominale e azioni dematerializzate;
- nuove categorie di azioni: azioni con diversa incidenza delle perdite, azioni riscattabili, azioni correlate, azioni senza diritto di voto, con voto limitato e con voto subordinato;
- nuovi strumenti finanziari: ai dipendenti della società e delle società del gruppo, ai soci a fronte dell'apporto di opere e di servizi;
- introduzione della disciplina dei patrimoni dedicati nelle Spa (ai quali sarà dedicata una specifica circolare);
- novità in tema di circolazione delle azioni: disciplina delle clausole di gradimento e del divieto di trasferimento;
- nuova disciplina delle obbligazioni delle Spa: potere di emissione agli amministratori, obbligazioni con diritti patrimoniali subordinati, nuovi limiti all'emissione di obbligazioni e nuove regole per la riduzione del capitale sociale, emissione di obbligazioni convertibili per somma inferiore al loro valore nominale;
- estensione alle Srl della possibilità di emettere obbligazioni.

Queste novità si applicheranno dal 1° gennaio 2004.

Di seguito vengono descritte e approfondite le novità elencate.

LE AZIONI

1. Emissione

Viene affermato il principio che la partecipazione sociale è rappresentata da azioni e, quindi, che il socio ha diritto al rilascio di titoli azionari corrispondenti alla sua partecipazione ma, parallelamente, si introduce la possibilità di non creare materialmente le azioni (art. 2346, co. 1).

In particolare, è previsto che lo statuto possa escludere l'emissione dei titoli rappresentativi delle azioni o possa prevedere forme diverse di legittimazione e circolazione, introducendo così il concetto di **dematerializzazione**, finora previsto solo da leggi speciali (d.lgs. n. 213/1998, artt. 28 e ss.; d.lgs. n. 58/1998, artt. 80 e ss.).



Unione mese

Notiziario mensile

Un'altra innovazione consiste nella possibilità di emettere **azioni senza valore nominale**. Più precisamente, si può affermare che queste azioni hanno un valore nominale, che però non viene espresso, e può essere calcolato dividendo il capitale per il numero delle azioni emesse. In assenza di indicazione del valore nominale, l'entità della quota di partecipazione sarà direttamente commisurata al numero delle azioni e le disposizioni relative a tali azioni si applicano tenendo conto del loro numero in rapporto al totale delle azioni emesse (art. 2346, co. 3). Sarà, quindi, solo necessario specificare nell'atto costitutivo, oltre all'ammontare del capitale sociale, il numero complessivo delle azioni emesse.

Come viene chiarito nella relazione illustrativa, la differenza tra azioni con e senza valore nominale consiste sostanzialmente in un diverso metodo di calcolo per la determinazione quantitativa dei diritti dei soci. Questa innovazione consente di semplificare l'attività societaria, presentando il vantaggio di non dover modificare il valore dei titoli azionari ogni volta che questo cambia in seguito a modifiche del capitale sociale.

Inoltre, viene stabilita la regola generale secondo la quale "a ciascun socio viene assegnato un numero di azioni proporzionale alla parte di capitale sociale sottoscritta e per un valore non superiore a quello del suo conferimento" ma si prevede che l'atto costitutivo possa prevedere una diversa assegnazione delle azioni (art. 2346, co. 5).

Sempre in tema di conferimenti, è stabilito che il loro valore complessivo non può mai essere inferiore all'ammontare globale del capitale sociale al fine di garantire l'effettiva consistenza del capitale. La società può però emettere **strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o amministrativi**, escluso il voto nell'assemblea, in seguito all'apporto da parte di soci anche di opere e di servizi. Anche in questo caso il codice rinvia allo statuto per la determinazione delle modalità e condizioni di emissione, dei diritti che tali strumenti conferiscono nonché di eventuali sanzioni e modalità di circolazione (se ammessa).

2. Categorie di azioni

L'art. 2348 attribuisce ampia autonomia agli statuti in materia di azioni. Infatti, posto che le azioni devono essere di uguale valore e conferiscono ai loro possessori uguali diritti, la società può creare, se previsto dallo statuto (o con successive modifiche di questo), diverse categorie di azioni fornite di diversi diritti.

In particolare l'art. 2348, riconosce alla società la facoltà di:

- determinare liberamente il contenuto delle varie categorie di azioni e
- creare **azioni con diversa incidenza delle perdite**.

Con riferimento al primo punto, emerge che non esistono categorie predefinite in quanto ogni categoria sarà disciplinata diversamente a seconda delle varie combinazioni che i soci definiranno. E' importante sottolineare che non sono stati posti limiti quantitativi alla creazione di azioni speciali e che il nuovo codice si limita a riaffermare che le azioni devono essere di uguale valore e che conferiscono ai loro possessori uguali diritti, precisando che nell'ambito di una singola categoria le azioni conferiscono gli stessi diritti.

Con riferimento invece alle azioni con diversa incidenza delle perdite, si riconosce la possibilità di emettere azioni postergate nelle perdite, che consentono di attenuare il rischio e quindi comportano una forma di privilegio patrimoniale per l'azionista e contemporaneamente consentono all'impresa di finanziarsi in particolari periodi di crisi o nell'ambito di processi di ristrutturazione.

In tema di azioni speciali, si segnala anche l'introduzione delle **azioni riscattabili**: lo statuto può prevedere azioni o categorie di azioni che possono essere riscattate dalla società e dai soci (art. 2437-sexies). Questa novità sembra particolarmente importante nell'ottica di garantire la stabilità della compagine sociale, consentendo il riacquisto delle azioni nel caso in cui l'elemento soggettivo su cui si basa il legame tra azionista e società viene a mancare (ad esempio, azioni conferite in corrispondenza di rapporti di lavoro e fornitura).

3. Azioni e strumenti finanziari a favore dei prestatori di lavoro

Tra i titoli "speciali" particolare attenzione è stata posta (art. 2349) alle **azioni e strumenti finanziari a favore dei prestatori di lavoro**, che possono anche rappresentare una modalità per distribuire utili ai prestatori di lavoro dipendenti dalla società o da società controllate.



Unione mese

Notiziario mensile

Con riferimento alle **azioni a favore dei prestatori di lavoro**, il nuovo codice riproduce la disciplina esistente (delibera dell'assemblea straordinaria per la loro emissione e assegnazione; previsione di norme particolari riguardo alla forma, al modo di trasferimento e ai diritti spettanti agli azionisti; aumento corrispondente del capitale sociale).

La novità apportata dalla riforma consiste nel prevedere la possibilità di assegnare ai dipendenti **strumenti finanziari diversi dalle azioni**, forniti di diritti patrimoniali o amministrativi (escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti). Nel caso di assegnazione di strumenti finanziari possono essere previste norme particolari per la definizione delle condizioni di esercizio dei diritti attribuiti, delle possibilità di trasferimento e delle eventuali cause di decadenza o riscatto.

Altra novità riguarda la possibilità di assegnare azioni e strumenti finanziari anche ai dipendenti delle società controllate e non solo a quelli della società emittente.

4. Le azioni correlate

Ribadendo il principio che ogni azione attribuisce il diritto a una parte degli utili netti e del patrimonio netto risultante dalla liquidazione - fatti salvi i diritti stabiliti a favore di speciali categorie di azioni - il nuovo articolo 2350 introduce la categoria di **azioni correlate** (diverse dal concetto di patrimonio destinato) .

Queste azioni - già conosciute in altri ordinamenti con il nome di *tracking shares* - attribuiscono diritti patrimoniali correlati agli utili prodotti da un particolare settore della società.

Il nuovo art. 2350 prevede che lo statuto stabilisca:

- i diritti attribuiti a tali azioni: questo significa che la caratteristica della correlazione agli utili potrà anche essere combinata con altri privilegi o limitazioni (ad esempio, azioni correlate e con diritto di voto limitato ad argomenti attinenti al settore di riferimento)
- le eventuali condizioni e modalità di conversione in azioni di altra categoria (ad esempio, conversione facoltativa, obbligatoria, al verificarsi di determinate condizioni, ecc.)
- i metodi per la rappresentazione contabile, determinando i criteri per l'individuazione dei costi e ricavi imputabili al settore e le modalità di rendicontazione.

La categoria di "azioni correlate" è concepita in modo da evitare il rischio che una divisione aziendale in settori possa favorire forme di indebolimento patrimoniale della società nel suo complesso. Il codice, infatti, stabilisce che i dividendi ai possessori delle azioni correlate possano essere pagati nei limiti degli utili risultanti dal bilancio della società (art. 2350, co. 3).

Pertanto, posto che la definizione puntuale dei diritti patrimoniali spetta allo statuto, se il settore avrà avuto un risultato negativo ma la società nel suo complesso è in utile, tali azioni non avranno diritto a nulla e lo stesso avverrà nel caso in cui il settore ha prodotto utili e la società ha subito perdite tali da assorbire gli utili del settore. Tali azioni avranno invece diritto al dividendo quando ci siano utili sia dalla società che dal settore e, presumibilmente, saranno correlati in modo proporzionale all'entità degli utili del settore di riferimento.

5. Azioni senza diritto di voto, con voto limitato e con voto subordinato

Un aspetto particolarmente innovativo della disciplina delle azioni riguarda il diritto di voto, che potrà essere limitato anche se le azioni non saranno privilegiate nei diritti patrimoniali (finora era prevista la possibilità di limitare il voto alle assemblee straordinarie solo per le azioni privilegiate nella ripartizione degli utili).

In particolare, secondo il nuovo articolo 2351 lo statuto può prevedere, in misura complessivamente non superiore al 50% del capitale sociale (per evitare una eccessiva concentrazione di potere nelle mani degli azionisti a voto pieno):

- azioni senza diritto di voto,
- azioni con diritto di voto limitato a particolari argomenti,
- azioni con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni.



Unione mese

Notiziario mensile

Inoltre, per le "società chiuse", che cioè non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, lo statuto può prevedere, in relazione alla quantità di azioni possedute da un singolo azionista per limitarne il suo peso deliberativo, un diritto di voto:

- limitato ad una misura massima
- scalare (individuando scaglionamenti).

La possibilità di prevedere limitazioni di voto modifica, anche se indirettamente, la posizione del socio titolare di azioni a voto pieno, aumentando il suo peso deliberativo e quindi la sua capacità di controllo della società: in presenza di azioni senza diritto di voto o a voto limitato, anche se nei limiti del 50% del capitale, le azioni a voto pieno si configurano di fatto come "azioni a voto plurimo", vietate dal codice per evitare che piccoli gruppi possano assicurarsi il controllo dell'amministrazione con pacchetti azionari di piccola consistenza economica.

Infine, con riferimento agli strumenti finanziari emessi a favore di soci e di terzi (art. 2346) e di prestatori di lavoro (2349) è previsto che possano essere dotati di diritto di voto su argomenti indicati dallo statuto e, in particolare, possa essere ad essi riservata la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco.

6. Circolazione delle azioni

La riforma disciplina le modalità di circolazione dei titoli dematerializzati, cioè non emessi materialmente, affermando il principio che i trasferimenti di tali azioni acquistano efficacia nei confronti della società solo con l'iscrizione nel libro dei soci (art. 2355, co. 1).

Inoltre, la nuova formulazione dell'art. 2355 disciplina dettagliatamente le modalità di trasferimento dei titoli cartacei, che possono essere al portatore o nominativi.

Per ciò che riguarda le azioni al portatore, queste si trasferiscono con la **consegna del titolo** come prevede l'art. 2003, mentre per le azioni nominative sono previste due possibilità:

1. trasferimento mediante **girata autenticata** da un notaio o da altro soggetto (secondo quanto previsto dalle leggi speciali): la serie continua di girate consente al possessore di ottenere l'annotazione del trasferimento nel libro dei soci;
2. trasferimento mediante **annotazione del nome dell'acquirente** sul titolo e nel registro dell'emittente o con il rilascio di un nuovo titolo intestato al nuovo titolare, rilascio che comunque deve essere annotato nel libro dei soci (art. 2022 c.c.)

Per ciò che riguarda i titoli quotati e nel caso in cui lo statuto preveda l'assoggettamento dei titoli (anche non quotati) alle norme speciali previste per gli strumenti finanziari quotati (art. 2354, co. 6 e 7), il trasferimento avviene mediante scritturazione sui conti destinati a registrare i movimenti degli strumenti finanziari.

Rilevanti novità sono poi apportate dall'art. 2355 bis, che introduce dei limiti alla circolazione delle azioni (limiti che devono risultare dal titolo). Il primo comma dell'articolo stabilisce che l'atto costitutivo può sottoporre a particolari vincoli l'alienazione delle azioni nominative (norma già esistente) e delle azioni dematerializzate e può prevedere anche il **divieto di trasferimento** per un periodo massimo di cinque anni dalla costituzione della società o dal momento in cui il divieto viene introdotto.

Inoltre, l'art. 2355 bis disciplina i casi in cui lo statuto preveda **clausole di gradimento**, che subordinano il trasferimento delle azioni al gradimento di organi sociali o di altri soci. Tali clausole sono legittime se non impediscono al socio di disinvestire la propria quota e, a tal fine, lo statuto che contiene clausole di gradimento deve anche prevedere:

- l'obbligo della società o degli altri soci di acquistare le azioni del socio che intende trasferirle (compatibilmente con la disciplina relativa all'acquisto di azioni proprie, art. 2357) oppure
- il diritto di recesso dell'alienante.



Unione mese

Notiziario mensile

LE OBBLIGAZIONI

La riforma introduce significative modifiche anche in tema di obbligazioni con particolare riferimento all'organo deputato a deliberare l'emissione, ai diritti degli obbligazionisti, ai limiti all'emissione, alle regole per la riduzione del capitale sociale e alle obbligazioni convertibili, mentre per il resto la disciplina sull'emissione di obbligazioni rimane sostanzialmente immutata (sono state apportate solo modifiche di coordinamento con le novità introdotte).

1. Delibera di emissione

La nuova regola generale (art. 2410) stabilisce che il **potere di emettere obbligazioni spetta agli amministratori** salvo diversa previsione dello statuto (finora tale potere spettava all'assemblea straordinaria e solo se previsto dall'atto costitutivo poteva essere esercitato dagli amministratori entro limiti precisi).

Rimane invece immutata la norma che prevede che la deliberazione risulti da verbale redatto da notaio e che la deliberazione venga depositata e iscritta presso l'ufficio del registro.

2. Diritti degli obbligazionisti

Si riconosce la possibilità che il prestito obbligazionario assuma profili di subordinazione e possa partecipare anche giuridicamente al rischio d'impresa. L'art. 2411 stabilisce infatti che il diritto degli obbligazionisti alla restituzione del capitale e agli interessi può essere, in tutto o in parte, subordinato alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società.

Inoltre, anche i tempi e l'entità del rimborso del capitale e del pagamento degli interessi possono variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società. In questo modo **la società può definire il piano di ammortamento che meglio si adatta alle concrete possibilità di rimborso e ai flussi economico-finanziari previsti.**

L'ultimo comma dell'art. 2411 prevede che la disciplina relativa alle azioni si applica anche agli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e il rimborso del capitale all'andamento economico della società.

Queste norme innovano profondamente la disciplina delle obbligazioni e sfumano le differenze tra capitale di rischio e capitale di debito. In particolare, vengono modificati i principi fondamentali che caratterizzavano le obbligazioni, vale a dire: il diritto agli interessi indipendentemente dai risultati d'esercizio e il diritto di credito nei confronti della società, che implicava il diritto al rimborso integrale del capitale (prima di qualsiasi ripartizione del capitale tra i soci).

3. Limiti all'emissione

Le nuove regole sull'emissione di obbligazioni (art. 2412) prevedono un notevole innalzamento dei limiti all'emissione: il limite del capitale sociale versato ed esistente è stato sostituito dal **doppio del capitale sociale + riserva legale + riserve disponibili** risultanti dall'ultimo bilancio approvato.

Questo limite può essere superato nei casi seguenti:

- se le obbligazioni emesse in eccedenza sono sottoscritte da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale, che rispondono della solvenza della società in caso di successivo trasferimento a soggetti che non siano investitori professionali. Rientrano nella categoria di "investitori professionali": intermediari autorizzati, società di gestione del risparmio, le Sicav, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, banche, ecc. (cfr. Regolamento CONSOB n. 11522/1998 di attuazione del d.lgs. n. 58/1998, art. 30, c. 2);
- se le obbligazioni sono garantite da ipoteca su immobili di proprietà della società, fino a due terzi del valore di questi;
- se le obbligazioni sono emesse da società quotate in mercati regolamentati e se queste obbligazioni vengono quotate: è da sottolineare che di fatto **per queste società non esistono più limiti all'emissione di obbligazioni.**

E' stata mantenuta la previsione che qualora ricorrano particolari esigenze dell'economia nazionale la società può essere autorizzata, con provvedimento dell'autorità governativa, ad emettere obbligazioni per un ammontare superiore ai limiti stabiliti dall'art. 2412.



Unione mese

Notiziario mensile

4. Riduzione del capitale sociale

La nuova normativa (art. 2413) prevede che la società emittente:

- non può ridurre volontariamente il capitale sociale o distribuire riserve se in relazione all'ammontare delle obbligazioni non viene più rispettato il limite del **doppio del capitale sociale + riserva legale + riserve disponibili**;

- in caso di riduzione obbligatoria del capitale sociale o riduzione di riserve dovuta a perdite, a garanzia degli obbligazionisti, non può distribuire utili finché l'ammontare della somma del capitale sociale e delle riserve non risulti essere pari a quella delle obbligazioni ancora in circolazione.

Finora era consentito ridurre il capitale sociale in proporzione alle obbligazioni rimborsate e, nel caso di riduzioni dovute a perdite, la riserva legale doveva continuare ad essere calcolata sulla base del capitale esistente al tempo dell'emissione fino a che la somma del capitale e della riserva legale non fosse pari all'ammontare di obbligazioni emesse.

5. Obbligazioni convertibili

La modifica relativa alle obbligazioni convertibili (art. 2420-bis) riguarda l'eliminazione del divieto di emettere obbligazioni convertibili per somma inferiore al loro valore nominale. Il nuovo articolo coordina inoltre l'emissione di obbligazioni convertibili con le nuove norme previste per le azioni, rinviando all'art. 2346, dal co. 2 al 5.

L'assemblea straordinaria continua ad essere l'organo deputato a deliberare l'emissione di azioni convertibili e rimane ferma la possibilità di delegare questo potere agli amministratori: la novità consiste nel fatto che, secondo il nuovo art. 2420-ter, la delega deve essere prevista dallo statuto e non più dall'atto costitutivo.

I TITOLI DI DEBITO NELLE SRL

Un'importante innovazione introdotta dalla riforma è l'**estensione alle Srl della facoltà di emettere strumenti di debito**, eliminando così il divieto contenuto nel vecchio art. 2486 di emettere obbligazioni.

Infatti, secondo il nuovo art. 2483, se previsto dall'atto costitutivo, le Srl potranno emettere titoli di debito, ampliando in questo modo le opportunità di finanziamento e migliorare così la propria struttura finanziaria.

Il potere di deliberare l'emissione spetterà ai soci o agli amministratori a seconda di quanto previsto dallo statuto, che dovrà individuare eventuali limiti, le modalità e le maggioranze necessarie per la decisione.

Cercando di conciliare l'esigenza di ampliamento delle fonti di finanziamento di queste società con la necessità di tutela degli interessi dei risparmiatori, il nuovo codice consente la sottoscrizione di questi titoli di debito esclusivamente ad investitori qualificati in grado di valutare il rischio effettivo: le obbligazioni potranno essere sottoscritte solo da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale (per la loro definizione cfr. le obbligazioni delle Spa).

I sottoscrittori di questi titoli risponderanno della solvenza dell'emittente nel caso di trasferimento dei titoli stessi ad altri soggetti diversi dai soci e dagli investitori professionali.

La decisione di emettere titoli di debito comprende anche le condizioni del prestito, le modalità di rimborso e gli amministratori devono provvedere alla sua iscrizione nel registro delle imprese.