

ATTUALITÀ

Le previsioni del DDL Capitali sulla circolazione di obbligazioni e titoli di debito

27 Novembre 2023

Patrizio Messina, Senior Partner Europe, Orrick



Patrizio Messina, Senior Partner Europe,
Orrick

> Patrizio Messina

Patrizio Messina è partner in charge per l'Europa e fa parte del team di Banking & Finance di Orrick. Professore straordinario in Diritto della Finanza di Impresa presso l'Università Guglielmo Marconi, Facoltà di Giurisprudenza e Economia. Assiste governi, primarie società quotate, i maggiori gruppi bancari e finanziari, fondi comuni di investimento e di private equity in sofisticate e innovative operazioni di finanza d'impresa; è altamente specializzato in operazioni di Debt Capital Markets, Asset Finance, Cartolarizzazioni e altre tipologie di finanziamenti strutturati con vari asset sottostanti, tra cui RMBS, CMBS, leasing, prestiti al consumo, finanziamenti a PMI, crediti sanitari, bollette telefoniche, Non-Performing Loans e altri tipi di crediti performing e non.

Sommario: 1. Introduzione; 2. Le disposizioni codicistiche in materia di emissioni di obbligazioni e titoli di debito; 3. Le novità introdotte con il c.d. DDL Capitali; 4. Conclusioni

1. Introduzione

In data 24 ottobre 2023 è passato al Senato il Disegno di legge n. 674, "Interventi a sostegno della competitività dei capitali", (d'ora in avanti "**DDL Capitali**"), diretto ad introdurre misure volte a stimolare la crescita del mercato dei capitali italiano favorendo l'accesso e la permanenza delle imprese nell'ambito dei mercati finanziari. Ci si riferisce ad un complesso di riforme che mira a semplificare il quadro normativo di riferimento, rimuovendo quei vincoli, normativi e operativi che limitavano l'accesso e la presenza sui mercati da parte delle piccole e medie imprese ("**PMI**"), le quali costituiscono il motore dell'economia europea. Non è un caso, infatti, che il disegno di legge intenda, *inter alia*, agire sui criteri dimensionali che definiscono queste ultime (art. 2²).

Tale provvedimento, inoltre, introduce, all'art. 7, significative modifiche alle disposizioni codicistiche in materia di emissione e circolazione di titoli di debito (art. 2483 c.c.) ed obbligazioni (art. 2412 c.c.). In primo luogo, l'intento del Legislatore è quello di agevolare le imprese nell'ottenere capitale di debito, consentendo a più soggetti di far sottoscrivere i titoli di debito sul mercato primario (art. 2483 c.c.).

In secondo luogo, il Legislatore, con l'art. 7 del DDL Capitali, intende far sì che agli investitori professionali non si applichino i limiti all'emissione di obbligazioni al portatore o nominative per le obbligazioni emesse dalle società per azioni (art. 2412 c.c.). In altri termini, la società potrà emettere obbligazioni per una somma complessivamente eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle

¹ Presentato dal Ministro dell'Economia e delle Finanze, comunicato alla Presidenza il 21 aprile 2023 e Annunciato nella seduta n. 60 del 26 aprile 2023. Si veda, in argomento: Libro Verde del Ministero dell'Economia e della Finanza, *La competitività dei mercati dei capitali a sostegno della crescita*, 2022. e Il Dossier del Senato "Interventi a sostegno della competitività dei capitali", A.C. 1515 del 9 novembre 2023.

² Rubricato "Estensione della definizione della categoria di piccole e medie imprese emittenti azioni quotate", il quale prevede che, "all'art. 1 comma 1, lettera w- quater 1. Del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, le parole: "ai 500 milioni di euro" sono sostituito dalle seguenti: "a 1 miliardo di euro".

riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato quando la sottoscrizione e la successiva circolazione è riservata unicamente a tale categoria di investitori.

A ben vedere, l'esigenza di mutamento dell'impianto normativo in materia di emissioni di obbligazioni e di titoli di debito è dovuta a situazioni concrete e, più nel dettaglio, ci si riferisce a quelle di natura emergenziale degli ultimi anni, le quali hanno reso non più procrastinabile l'identificazione di idonee forme di sostentamento finanziario a favore delle PMI³.

Tale aspetto rientra a pieno nel programma perseguito nell'ambito della *Capital Markets Union*; quest'ultimo è un progetto strutturato dalla Commissione europea che si propone di rendere il sistema finanziario europeo più stabile mediante l'incentivo degli investimenti e la diversificazione delle fonti di finanziamento per le imprese europee⁴. Infatti, l'esistenza di contesti favorevoli all'accesso al credito è il fattore principale che mira a consentire alle PMI di rispondere ai criteri di competitività imposti dal mercato globalizzato⁵.

In un quadro così delineato, la finanza alternativa può essere, dunque, considerata uno strumento che permette accesso alle risorse disponibili all'interno di mercati del debito privati, operanti al di fuori del sistema bancario e capaci di fornire finanziamenti a debito ai diversi soggetti che li richiedono. È solo il caso di precisare in questa sede come l'esigenza di promuovere strumenti a sostegno della finanza per le PMI possa trovare piena realizzazione nel potenziamento del mercato dei *minibond*⁶.

³ Si rinvia, per una più dettagliata disamina della problematica in materia di interventi: Cfr. ROSSANO D., MESSINA P., *Il collocamento di titoli di debito di S.r.l.: profili causali e limiti operativi*, in *Rivista di Diritto Societario*, Fascicolo 1-2021. Si veda altresì: MESSINA P., *Minibond e Capital Markets Union. Disciplina vigente ed evoluzione normativa*, Bari, 2021.

⁴ Cfr. Commissione europea, Libro Verde: costruire un'Unione dei mercati dei capitali (COM(2015) 63, final, del 18 febbraio 2015).

⁵ In dottr., ex multis, cfr. ALBARETO G., FINALDI RUSSO P., *Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi*, in *Quaderni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, n. 127, Roma, 2012.

⁶ I *minibond* sono titoli di debito a medio-lungo termine, emessi direttamente da società non quotate su un segmento del mercato mobiliare regolamentato e sottoscritti da investitori istituzionali. Essi offrono ai sottoscrittori una remunerazione prestabilita, attraverso il pagamento di cedole. Cfr. *Osservatorio minibond: I Report italiano su minibond*, School of Management Politecnico di Milano, febbraio 2015 pag. 13. Orienta in tal senso quanto espresso

2. Le disposizioni codicistiche in materia di emissioni di obbligazioni e titoli di debito

Come è noto, la Riforma di diritto societario del 2003⁷ ha favorito l'accesso delle S.r.l. a forme di finanza alternativa; ciononostante, permanevano talune differenze rispetto alla disciplina prevista in materia di emissione di obbligazioni da parte di società per azioni che, nel contesto di mercato attuale, costituiscono rilevanti ostacoli, per le società a responsabilità limitata, nel reperire le risorse finanziarie sul mercato dei capitali.

Venendo alle disposizioni codicistiche in materia occorre rilevare che, con riferimento alle S.r.l., la precedente formulazione dell'art. 2483 c.c. prevedeva la necessità di un'esplicita previsione statutaria che contemplasse la possibilità per le S.r.l. di emettere titoli di debito (a differenza di quanto previsto per le S.p.A., per le quali, anche in assenza di espressa previsione all'interno dello statuto, è previsto che l'emissione delle obbligazioni sia autorizzata e deliberata dall'Organo amministrativo).

Inoltre, ai sensi dell'art. 2483 c.c. i titoli di debito possono essere unicamente nominativi o all'ordine, ma non al portatore, stante il disposto di cui all'art. 2004 c.c. e soltanto i soggetti professionali sottoposti a vigilanza prudenziale sono autorizzati a sottoscrivere tali titoli.

Per quel che concerne la disciplina prevista per le S.p.A., ai sensi dell'art. 2412 c.c., nell'ipotesi in cui tali società non intendano quotare i titoli obbligazionari su un mercato regolamentato ovvero su un sistema multilaterale di negoziazione, o gli stessi non vengono sottoscritti da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali, è consentito alle medesime di emettere titoli obbli-

dal Consiglio europeo nel 2019 in ordine all'opportunità di creare "mercati dei capitali più sviluppati e integrati al fine di sbloccare gli investimenti per le imprese, in particolare le PMI, e di sostenere i bisogni di investimento a lungo termine dei risparmiatori e degli investitori, anche ampliando l'offerta di prodotti di investimento basati sul mercato (cfr. Cfr. *Conclusioni del Consiglio sull'approfondimento dell'Unione dei Mercati dei Capitali*, del 5 dicembre 2019).

⁷ Ci si riferisce al D.Lgs. 6 del 17 gennaio 2003, conosciuto anche come *Riforma Vietti*. L'impatto che la Riforma del 2003 ha avuto sulla disciplina della S.r.l. è valso a quest'ultima l'appellativo di "nuova società a responsabilità limitata". In tal senso, SPADA P., *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla «nuova» società a responsabilità limitata)*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, pag. 489; CAGNASSO O., *Note in tema di Start up innovative, riduzione del capitale e stato di crisi. (Dalla «nuova» alla «nuovissima» S.r.l.)*, in *Atti del V Convegno Associazione Orizzonti del Diritto Commerciale*, 21-22 febbraio 2014, in www.orizzontideldirittocommerciale.it.

gazionari per una "somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle altre riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio di esercizio approvato".

3. Le novità introdotte con il c.d. DDL Capitali

Come anticipato, l'art. 7 del DDL Capitali, rubricato "Modifica in materia di sottoscrizioni di obbligazioni emesse da società per azioni e di titoli di debito emessi da società a responsabilità limitata" introduce alcune modifiche agli articoli in materia di emissione di titoli di debito delle società a responsabilità limitata (art. 2483 c.c.) e di circolazione di obbligazioni delle società per azioni (2412 c.c.).

In particolare, con il comma 1 lett. b) dell'art. 7 del DDL⁸, il Legislatore prevede che la disciplina di cui al comma 2 dell'art. 2483 c.c. non si applichi ai titoli destinati ad essere acquistati esclusivamente da investitori professionali ai sensi delle leggi speciali, qualora tale previsione risulti tra le condizioni dell'emissione, senza facoltà di modifica.

Si ricordi come il comma 2 dell'articolo 2483 stabilisce che i titoli di debito, emessi da S.r.l., possono essere sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione dei titoli di debito, e, dunque, sul mercato secondario, il soggetto (investitore professionale) che li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima.

Con la modifica in parola, nel caso in cui la sottoscrizione di titoli di debito e la successiva circolazione sia riservata a investitori professionali viene meno l'obbligo di *interposizione*, con finalità di garanzia della solvibilità, da parte di un investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale. Ciò, a ben vedere, comporta la riduzione del costo della provvista poiché la garanzia prestata dall'investitore professionale è a titolo oneroso e comporta un costo più elevato per i finanziamenti.

⁸ In particolare, l'art. 2483 c.c. viene così modificato: "Il secondo comma non si applica ai titoli destinati ad essere acquistati esclusivamente da investitori professionali ai sensi delle leggi speciali qualora tale previsione risulti tra le condizioni dell'emissione di cui al quarto comma, senza facoltà di modifica".

Per quel che concerne l'emissione di obbligazioni, il comma 1, lettera a), n.1, dell'art. 7⁹ del DDL Capitali modifica il primo comma dell'articolo 2412. Più in particolare, il Legislatore intende, in primo luogo, specificare che il doppio del capitale sociale, (limite entro cui la società può emettere obbligazioni al portatore o nominative), è quello risultante dall'ultima delle iscrizioni di cui all'articolo 2444, comma 1. Quest'ultima disposizione normativa prevede che, nei trenta giorni dall'avvenuta sottoscrizione delle azioni di nuova emissione, gli amministratori devono depositare, ai fini dell'iscrizione nel registro delle imprese, un'attestazione che l'aumento del capitale è stato eseguito.

In secondo luogo, il Legislatore apporta una ulteriore modifica all'art. 2412 c.c., la quale incide sul quinto comma del medesimo articolo. Tale modifica, in particolare, prevede che la disciplina sopradescritta non si applichi neanche alle emissioni di obbligazioni destinate ad essere sottoscritte, anche in sede di rivendita, esclusivamente da investitori professionali ai sensi delle leggi speciali. Pertanto, la società emetterà obbligazioni per una somma complessivamente eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato nell'ipotesi in cui sottoscrizione e successiva circolazione siano riservate a tale categoria di investitori.

Analogamente, non sussiste l'obbligo di interposizione, con finalità di garantire la solvenza, da parte di un investitore professionale sottoposto a vigilanza prudenziale. Con tale modifica, pertanto, vengono equiparate, nella sostanza, le figure di investitore professionale sottoposto a vigilanza prudenziale e del soggetto professionale non vigilato.

A ben vedere, tali modifiche in materia di circolazione di titoli di debito si inseriscono all'interno degli obiettivi del DDL Capitali, risultando, per tal via, in linea con l'introduzione di misure volte a migliorare la competitività del mercato dei capitali italiano, dando centralità alle imprese, senza, tuttavia, far venire meno le tutele nei confronti degli investitori e della stabilità dei mercati.

⁹ In particolare, l'art. 2412 comma quinto c.c. viene così modificato: "I commi primo e secondo non si applicano all'emissione di obbligazioni destinate ad essere sottoscritte, anche in sede di rivendita, esclusivamente da investitori professionali ai sensi delle leggi speciali qualora tale previsione risulti tra le condizioni dell'emissione ovvero a essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni".

4. Conclusioni

Il ricorso alle moderne tecniche di approvvigionamento delle risorse finanziarie per le PMI è stato profondamente ostacolato dall'esistenza di specifici vincoli normativi, i quali sono stati introdotti nel nostro ordinamento in contesti di mercato del tutto diversi da quelli attuali.

Spesso, detti limiti non sono risultati neanche coerenti con le rinnovate istanze di provenienza europea, alcune delle quali delineate nell'ambito dei piani di azione predisposti dalla Commissione europea nel contesto della *Capital Markets Union*.

Il tenore dell'intervento normativo testé descritto dimostra la sempre maggiore attenzione del Legislatore verso forme di finanziamento alternative al canale bancario nonché alla necessità di uniformare l'orientamento nazionale con quello di derivazione europea¹⁰. Va, infatti, precisato che nessuna delle misure a sostegno delle PMI contemplata a livello sovranazionale presuppone una distinzione tra tipi sociali.

I vincoli normativi posti all'autonomia negoziale delle parti coinvolte nelle operazioni di cui trattasi potrebbero aver costituito un ostacolo al pieno sviluppo del mercato di riferimento; è di tutta evidenza che le S.r.l. sono state *limitate* essenzialmente a due canali principali, quali fonti di approvvigionamento di fondi, quello bancario, da un lato e quello rappresentato dal finanziamento personale da parte dei soci, dall'altro.

¹⁰ Nello specifico, vanno menzionati i progetti che hanno delineato, sul piano sovranazionale, i principi su cui realizzare un Mercato Unico dei Capitali. Ci si riferisce, in particolare, allo *Small Business Act* (SBA) del 2008, il quale ha inteso creare condizioni di concorrenza paritarie per le PMI, migliorare il contesto giuridico di riferimento e predisporre specifiche forme di finanziamento innovative; all'*Action Plan for a Capital Markets Union* (CMU), che costituisce un progetto, avviato nel 2014, e proseguito nel tempo, avente l'obiettivo di incentivare la diversificazione delle fonti di liquidità a favore delle imprese, in particolare medie e piccole. Da ultimo, occorre rilevare che i principi contenuti nei progetti sopra menzionati, hanno trovato compiuta attuazione sul piano normativo, con la *European Parliament Resolution of 16 December 2020 on a new strategy for European SMEs*, risoluzione del Parlamento europeo, che prevede misure a favore delle PMI danneggiate dalla crisi emergenziale dovuta alla pandemia da Covid-19. In particolare, sono previsti interventi per assicurare a queste ultime liquidità immediata, nonché specifiche disposizioni volte a prevenire crisi d'impresa e a modificare le regole in materia di Aiuti di Stato. I destinatari delle stesse, infatti, vengono individuati sulla base di meri criteri dimensionali previsti dalla Raccomandazione 2003/361/CE.

Si auspica, pertanto, che, sulla base delle modifiche apportate con il DDL Capitali, l'*agere* del mercato cambi e che i canali di finanza alternativa possano assumere un ruolo sempre maggiore nell'ambito dei finanziamenti alle piccole e medie imprese.

DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

