

ATTUALITÀ

DDL Capitali: novità in materia di emissioni obbligazionarie

13 Novembre 2023

Enrico Roberto, Alma LED



Enrico Roberto, Alma LED

Il DDL Capitali è stato approvato dal Senato della Repubblica lo scorso 24 ottobre (e assegnato alla Camera il 30 ottobre, ma per cui non è ancora iniziato l'esame) nella forma sostanzialmente proposta ad aprile dal Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) con poche modifiche e, tra l'altro, due principali novità in materia di emissione di obbligazioni o titoli di debito, una esclusivamente per le società per azioni (s.p.a.), la seconda anche per le società a responsabilità limitata (s.r.l.).

L'articolo 7 del DDL Capitali prevede infatti delle modifiche agli articoli 2412 e 2483 del Codice civile, disciplinanti, rispettivamente, i limiti all'emissione di obbligazioni per le s.p.a. e l'emissione di titoli di debito per le s.r.l.

Modifiche alla disciplina delle s.p.a.

Il comma 1, lettera a), n. 1) del DDL modifica il primo comma dell'articolo 2412, il cui dispositivo prevede che le s.p.a. possono emettere obbligazioni al portatore o nominative per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato, introducendo innanzitutto una novità al criterio di rilevamento dell'ammontare di capitale sociale. Il capitale da tenere in considerazione non è più quello risultante dall'ultimo bilancio approvato, bensì quello risultante dall'ultima delle iscrizioni ai sensi dell'articolo 2444, primo comma, ossia l'iscrizione al registro delle imprese a cura del notaio conseguente alla dichiarazione degli amministratori circa l'avvenuta sottoscrizione delle azioni di nuova emissione.

La ratio alla base di tale intervento da parte del legislatore è quella di concedere agli emittenti di evitare l'onere e la complessità associati alla preparazione di un bilancio straordinario durante il corso dell'esercizio sociale. Questo significa che le società non saranno costrette a redigere un bilancio aggiuntivo o fuori programma per tenere conto degli aumenti di capitale eseguiti successivamente alla data di chiusura dell'ultimo bilancio.

In secondo luogo, il punto 2) apporta delle modifiche al quinto comma dell'articolo 2412 c.c. che già prevedeva una deroga ai limiti all'emissione imposti dal primo e secondo comma della norma in questione, ma limitatamente alle obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione e alle obbligazioni che danno diritto a sottoscrivere ovvero acquistare azioni.

L'intervento del legislatore comporta che anche agli investitori professionali (così come individuati dalla CONSOB) non si applichino le limitazioni di cui ai primi due commi dell'articolo 2412. In altri termini, quest'ultimi non si applicano all'emissione di obbligazioni destinate a essere successivamente acquistate esclusivamente da investitori professionali ai sensi delle leggi speciali qualora tale previsione risulti tra le condizioni dell'emissione.

Pertanto, al fine di agevolare l'emissione di obbligazioni da parte delle società per azioni non quotate in mercati regolamentati, tali società:

- (i) potranno emettere obbligazioni per una somma complessivamente eccedente il doppio del capitale sociale risultante dall'ultima delle iscrizioni dell'articolo 2444, primo comma, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato quando la sottoscrizione e la successiva circolazione è riservata unicamente a tale categoria di investitori;
- (ii) non saranno soggette all'obbligo di interposizione, con finalità di garantire la solvenza, da parte di un investitore professionale.

Deroga ai limiti imposti alle s.r.l.

Per quanto riguarda invece la modifica alla disciplina riguardante l'emissione di titoli di debito da parte delle s.r.l., il comma 1, lettera b) del DDL, modifica l'articolo 2483 del Codice civile. In particolare, il secondo comma del suddetto articolo impone che detti titoli *"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, chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima"*. Il legislatore, analogamente alle modifiche introdotte alla disciplina delle s.p.a., sceglie di introdurre una deroga all'applicazione di tale secondo comma a beneficio degli investitori professionali. Tale modifica, quindi, comporta che, qualora la sottoscrizione e la successiva circolazione sia riservata a investitori professionali e tale previsione risulti tra le condizioni dell'emissione, non venga più a sussistere l'obbligo di interposizione, con finalità di garanzia della solvibilità, da parte di un investitore professionale. <https://www.dirittobancario.it/art/ddl-capitali-novita-in-materia-di-emissioni-obbligazionari> <https://www.dirittobancario.it/art/ddl-capitali-novita-in-materia-di-emissioni-obbligazionari>

Considerazioni sul possibile impatto

Anzitutto, occorre segnalare che la novella scioglie il dubbio circa la nozione di investitore professionale presente in entrambe le norme in disamina, estendendo definitivamente la platea dei soggetti che potranno sottoscrivere obbligazioni o titoli di debito a tutti gli investitori professionali, quindi non solo a quelli soggetti a vigilanza prudenziale.

Per investitore professionale si intende uno dei soggetti di cui all'articolo 100, comma 1, lettera a) del TUF, ma tale disposizione non prevede una definizione specifica sul punto. È infatti necessario rinvenirla nell'articolo 26 e nell'Allegato 3 del cd. Regolamento Intermediari che distingue i soggetti professionali "di diritto" da quelli "su richiesta". Tra gli investitori professionali vanno considerati sottoposti a vigilanza prudenziale coloro che esercitano un'attività riservata sottoposta al vaglio di un'Autorità indipendente (i.e. CONSOB, Banca d'Italia, IVASS). In quest'ultima categoria vi rientrano sicuramente le imprese di investimento, le banche, gli agenti di cambio, le società di gestione del risparmio (SGR), le società di investimento a capitale variabile (SICAV), i fondi pensione, le imprese di assicurazione, le società finanziarie capogruppo di gruppi bancari e i soggetti iscritti negli elenchi previsti dagli articoli 106, 107 e 113 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385 (Testo Unico Bancario). Accanto agli investitori professionali "classici", vi sono poi dei soggetti individuati dall'Allegato 3 che, seppur professionali, non sono sottoposti a vigilanza prudenziale. Tali sono le imprese di grandi dimensioni e i clienti professionali "su richiesta", ossia le persone fisiche e giuridiche e gli altri enti in possesso di specifica competenza ed esperienza in operazioni relative a strumenti finanziari espressamente dichiarate per iscritto dalla persona fisica o dal legale rappresentante della persona giuridica o dell'ente e adeguatamente vagliate dall'intermediario affinché esso possa ragionevolmente ritenere che il cliente sia in grado di adottare consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprendere i rischi che assume.

Per quanto riguarda invece la previsione relativa alla responsabilità degli investitori professionali cedenti per la solvenza dell'emittente, presente sia nella disciplina delle s.p.a. che delle s.r.l., essa ha la chiara finalità di tutelare gli investitori non professionali poiché questi ultimi, generalmente, non dispongono di competenze tali da essere in grado di valutare i rischi connessi all'investimento: il pericolo è che finiscano con il finanziare la società e perdano l'investimento effettuato nel caso subentri l'insolvenza dell'emittente.

A tale proposito, l'investitore professionale, per controbilanciare la succitata garanzia di solvenza posta a suo carico dal legislatore, potrebbe pertanto richiedere la previsione, nello statuto dell'emittente e/o nel regolamento di emissione, di stringenti limitazioni alla circolazione delle obbligazioni o titoli di debito. Inoltre, per la stessa finalità, tali operazioni spesso includono la previsione di *covenant* che hanno l'obiettivo di preservare lo stato di solvibilità dell'emittente e di segnalare tempestivamente al creditore casi di deterioramento del merito creditizio, della redditività o della solidità patrimoniale. Nel caso i vincoli non siano rispettati, gli obbligazionisti hanno il diritto di rinegoziare i termini dell'emissione (ad esempio aumentando il tasso di interesse, il c.d. *step-up*) o di richiamare il capitale.

In aggiunta ai *covenant*, spesso i prospetti prevedono l'applicazione di opzioni *call* o *put* prevedendo la possibilità, da parte dell'impresa, di rimborsare il titolo prima della scadenza (*call*), ovvero, da parte dell'investitore, di richiedere il rimborso anticipato delle somme impiegate (*put*).

Le modifiche ai due articoli del Codice civile hanno quindi la finalità di ridurre il costo della provvista da parte di s.p.a. e s.r.l., poiché la garanzia prestata dall'investitore professionale è, come descritto, particolarmente onerosa e comporta un costo più alto per assicurarsi finanziamenti. Tuttavia, il legislatore mantiene il regime di tutela degli investitori al dettaglio in quanto continua a rinvenirsi la necessità di tutelare quei soggetti che vogliono investire, acquistando i titoli, seppur privi di competenze tecniche e di informazioni sulla solvenza dell'emittente tali da poter valutare con diligenza qualificata il rischio dell'investimento.

DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

