

RIVISTA DELLE SOCIETÀ

Anno XLVII Fasc. 1 - 2002

Marco Lamandini

**SOCIETÀ DI CAPITALI E
STRUTTURA FINANZIARIA:
SPUNTI PER LA RIFORMA**

Estratto



Milano • Giuffrè Editore

MARCO LAMANDINI

Società di capitali e struttura finanziaria: spunti per la riforma*

1. A seguito della pubblicazione sulla G.U. dell'8.10.2001 della legge 3.10.2001, n. 366 di «delega al governo per la riforma del diritto societario», il tema merita ora un approccio «pragmatico». Muovo in questa prospettiva assumendo dunque come implicite premesse le considerazioni svolte nel mio «*Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*» (il Mulino, Bologna, 2001) e cerco di «precipitarne» alcune possibili conseguenze applicative. Concentrerò la mia attenzione principalmente sugli «strumenti finanziari», la loro varietà e il loro reciproco rapporto, lasciando a Umberto Tombari il compito di approfondirne le ricadute sul piano dei doveri fiduciari degli amministratori. È evidente tuttavia che i due temi non possono andare disgiunti, neppure sul piano della regolazione.

2. La legge delega, conformemente alle indicazioni della «bozza Mironi», che sul punto non ha subito significative modifiche, conferma l'intendimento di metter mano sia al contenuto della «partecipazione sociale», azionaria e non, sia ai titoli di debito. Entrambi i profili sono oltremodo qualificanti e meritano, almeno inizialmente, separato esame. Un rilievo preliminare, comune ad entrambe le fattispecie, tuttavia si impone: la legge delega è chiara (già nell'art. 2 e poi, più diffusamente, negli artt. 3 e 4) nell'attribuire particolare rilevanza all'obiettivo di apprestare una struttura finanziaria delle società di capitali che: *a*) favorisca il loro accesso ai mercati domestici e internazionali dei capitali; *b*) riposi su di un più am-

(*) Relazione tenuta al convegno «*Società di capitali e struttura finanziaria: problemi e prospettive*», organizzato dall'Università di Firenze e dalla Associazione Disiano Preite, Firenze, 9 novembre 2001.

pio utilizzo dell'autonomia statutaria; c) assicurati in ogni caso la tutela dei diversi interessi coinvolti.

3. Con riguardo alla partecipazione sociale, la legge delega consente, nella srl « ai soci di regolare l'incidenza delle rispettive partecipazioni sociali sulla base di scelte contrattuali » e rimette all'autonomia statutaria il compito di definire « il contenuto della partecipazione sociale » (art. 3, lett. c ed f). Nel tipo azionario, ugualmente, la legge delega consente « ai soci di regolare l'incidenza delle rispettive partecipazioni sociali sulla base di scelte contrattuali »; consente di semplificare il procedimento assembleare, anche con riguardo al voto; prevede la possibilità per la spa di costituire patrimoni « dedicati ad uno specifico affare » con possibilità correlata di « emettere strumenti finanziari di partecipazione ad esso » (art. 4, co. 4, lett. b; art. 4, co. 5, lett. a); art. 4, co. 7 lett. a). Per quanto sia riscontrabile, nell'impianto complessivo della riforma, un principio di libertà negoziale decrescente dal tipo srl a quello azionario, questo principio è meno marcato in materia di struttura finanziaria, dove la legge delega — come si vede — molto consente anche nel tipo azionario, in controtendenza rispetto all'elevato grado di tipizzazione costrittiva fino ad ora in vigore, assai più marcato che non nella srl.

4. In che modo dunque attuare la delega? Io credo che lo si debba fare riconoscendo maggiore spazio al « free bargaining » sia quanto ai diritti patrimoniali sia quanto ai diritti amministrativi.

a) Quanto ai diritti patrimoniali, la graduazione « convenzionale » degli stessi per singola « quota di partecipazione » non rappresenta regola nuova rispetto alla s.r.l., di modo che la regola di cui al vigente art. 2492 c.c. mi pare vada confermata, specie nel suo incipit (« *Salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo*, la ripartizione degli utili ai soci è fatta in proporzione alle rispettive quote di conferimento »). Già la Relazione al Re, al n. 1018, scriveva che « mal si invocherebbe, a contrario, un preteso diritto di parità di trattamento dei soci, perché la disciplina di questa società non esclude un accento personale e una valutazione diversa dei singoli apporti agli effetti della ripartizione degli utili ». Piuttosto mi pare che: i) l'espressione « ripartizione degli utili » potrebbe essere sostituita dalla più ampia « partecipazione agli utili netti, al patrimonio netto risultante dalla liquidazione e alle perdite » (espressione che opportunamente riprende quella di cui all'art. 2265, integrandola con quanto dispone ora l'art. 2350); ii) la norma potrebbe essere utilmente completata dicendosi che « qualora lo statuto preveda una partecipazione agli utili o alle perdite non in proporzione

alle rispettive quote o altri particolari privilegi di natura patrimoniale, i quali possono consistere anche nella sola postergazione nelle perdite, la modifica degli stessi non può avvenire che con il consenso del socio interessato ». È la struttura « personale » della srl che continua ad escludere, mi pare, la modificabilità dello statuto « in parte qua » a maggioranza, in assenza di assemblee speciali.

Rispetto al tipo azionario, la graduazione « convenzionale » dei diritti patrimoniali trova ormai un archetipo normativo aggiornato nell'art. 145 t.u.f. sicché, in linea di massima, mi pare che ci si potrebbe limitare ad integrare la regola dell'art. 2348 c.c., la quale pur è meritevole di conferma (salvo il necessario raccordo con il tema delle azioni senza valore nominale) con un terzo comma del seguente tenore, idoneo a definire anche per la spa non quotata il principio dell'azione a contenuto atipico: « L'atto costitutivo determina in particolare il contenuto del privilegio patrimoniale, che può consistere anche nella sola postergazione nelle perdite, le condizioni, i limiti e le modalità del suo esercizio ».

b) Maggiori interventi si rendono viceversa consigliabili, mi pare, in materia di diritti amministrativi e soprattutto in materia di voto. Altrove ho dimostrato, mi sembra, l'inopportunità, in un'ottica regolatoria, di un eccesso di tipizzazione costrittiva quanto al potere di governo e in particolare l'inefficienza di una regola imperativa « un'azione, un voto ». Questo è vero in particolare per società a ristretta base sociale o che comunque non fanno appello al pubblico risparmio. Nelle s.r.l. va dunque superata la regola dell'art. 2485 secondo cui « Se la quota è multipla di lire 1000, il socio ha diritto a un voto per ogni mille lire ». Questo principio può rimanere valido come norma dispositiva, ma deve essere preceduto dall'incipit « Salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo ».

Ancor più significative le modifiche in materia di s.p.a. Da un lato infatti, occorre recuperare la previsione dell'art. 210 del progetto Vivante e sostituire all'attuale previsione dell'art. 2351 c.c. la regola che « *se lo statuto non dispone diversamente*, ogni azione dà diritto ad un voto ». In questo modo non si recupera solo la possibilità del voto scalare, ma tutta una panoplia di strumenti di graduazione del voto che, allo stato, sono prevalentemente consegnati alle pattuizioni parasociali (si pensi, anche per il loro ripetuto, recente, utilizzo ai patti di **auto-sospensione del voto**). Dall'altro lato, è opportuno superare la rigidità tipologica delle azioni privilegiate a voto limitato che nel contesto internazionale — e dunque sotto il profilo della concorrenza tra ordinamenti — si presentano ormai come dei « ferri vecchi » se confrontati ai più duttili strumenti — stretti analoghi — delle « preference » e « preferred shares » anglosassoni (ma a ben vedere anche

delle, seppur più tipizzate, loro varianti continentali). Non soddisfa in particolare: *i*) che il voto possa essere limitato solo a fronte di un privilegio patrimoniale (ma qui il tema rifluisce su quanto osservato più sopra); *ii*) che il voto limitato non possa, per via di autonomia statutaria, essere anche del tutto escluso (colmando in tal modo il differenziale con la spa quotata rispetto alle azioni di risparmio); *iii*) e soprattutto che l'ordinamento non conosca il diritto di voto (escluso o limitato) condizionato, il quale cioè « riemerge » (normalmente pieno) qualora il privilegio patrimoniale non venga soddisfatto per un periodo ragionevole di tempo. Mi pare viceversa che il divieto di voto plurimo continui a svolgere una ragionevole funzione e trovi sostanziale omogeneità di disciplina (se si escludono le « actions a vote double » di cui all'art. 225-123 del nuovo Code de Commerce francese) anche nel più ampio contesto internazionale. Questo tema, per altro, non può essere scisso dal più generale problema del rapporto quantitativo tra diverse categorie di azioni e, quindi, dalla questione se il legislatore debba o non debba fissare regole imperative che assicurino il governo, attraverso il voto, solo a chi (titolare di una pretesa di ultima istanza) in ipotesi abbia investito una frazione significativa del capitale di rischio. È questo, forse, uno dei punti nevralgici — se non il punto nevralgico — dell'intero edificio societario, almeno in un'ottica di politica industriale. Ed è il punto sul quale, obiettivamente, risulta più difficile prendere partito. L'esperienza continentale, a noi culturalmente più prossima, rimane tuttora fedele all'imposizione imperativa di una frazione minima (da noi pari al 50% del capitale). L'esperienza anglosassone rimette invece al mercato, e alla vigile cura degli intermediari, la determinazione caso per caso del rapporto.

5. Resta da dire dei patrimoni separati e del *tracking o targeted stock*. Ma vi è allo stato ben poco da dire: molto dovrà infatti essere inventato *ex novo* in fase redigente. Se ne sa poco negli Stati Uniti dove, a mia conoscenza, sono presenti le principali emissioni finora note (la prima della GM del 1984). Se ne sa ancor meno nel Regno Unito e soprattutto in Europa continentale. Esso naturalmente presenta qualche assonanza con gli strumenti rappresentativi di patrimoni separati propri ad esempio dell'esperienza dei fondi e delle società veicolo per la cartolarizzazione ma se ne differenzia per la natura dichiaratamente partecipativa dei titoli. La fattispecie è dunque importante concettualmente almeno sotto due profili: *a*) *tipologicamente*, perché spezza l'unità della persona giuridica, frazionando il patrimonio organizzato a fini imprenditoriali per logica divisionale e correlativamente riferisce la partecipazione non all'intero ma ad una parte soltanto. Con ricadute di tipo teorico oggi solo vagamente immaginabili. *b*) *operativa-*

mente, perché impone — con la « segregation » — l'apprestamento di regole « nuove »: *i*) di relazione sia con i creditori generali della società che con quelli particolari del patrimonio; *ii*) di raccordo e tutela tra gli interessi dei titolari di titoli di partecipazione a patrimoni diversi (fattispecie che in qualche modo ricorda, in un'ottica interna e non esterna, quella degli azionisti esterni di gruppo); *iii*) di definizione dei doveri fiduciari degli amministratori e di composizione di una pluralità di « interessi sociali ». Il tema si salda strettamente anche con quello della « variabilità » del potere di voto e di governo, atteso che l'esperienza statutaria statunitense illustra come il numero di voti attribuiti a ciascun patrimonio separato varia al variare nel tempo della consistenza di esso in rapporto agli altri patrimoni separati.

6. Sui titoli di debito le prospettive non sono meno innovative.

Per le srl la legge delega conferma quanto già prevedeva la bozza « Mironi », e cioè che vanno ora disciplinate « condizioni e limiti per l'emissione e il collocamento di titoli di debito prevedendo il divieto di appello diretto al pubblico risparmio ». Opportunamente la legge delega ha aggiunto la specificazione che ciò ricorre quando il collocamento sia presso « operatori qualificati » (art. 3, lett. *g*). Coerente con il tipo, è altresì la previsione che « resta esclusa in ogni caso la sollecitazione all'investimento in quote di capitale », la quale pone un limite di diritto societario a pratiche che l'esperienza del mercato mobiliare aveva conosciuto, in un recente passato.

Per le società azionarie l'art. 4, lett. *d*) prevede la modifica della disciplina relativa alle obbligazioni, « attenuandone o rimoventone i limiti e consentendo all'autonomia statutaria di determinare l'organo competente e le relative procedure deliberative ». Ciò introduce, come è ben noto, ad una opportuna riforma dell'art. 2410 c.c. idonea a superare il limite quantitativo ivi previsto (di cui da tempo si erano messe in luce le incongruenze, assolvendo lo stesso, a ben vedere, più ad una funzione di « governance » che non di garanzia). Sulla scorta poi dell'esperienza dell'art. 12, co. 3 t.u.b., si prefigura la possibilità per lo statuto di demandare l'emissione delle obbligazioni (*riterrai*, anche qui, non convertibili) all'organo amministrativo. Ritengo che entrambe le scelte siano da condividere ma vadano accompagnate da una previsione a tutela dei creditori e dei terzi in genere che affronti la questione del *leverage* (sotto il profilo della stabilità patrimoniale). Riterrei dunque auspicabile che dell'attuale art. 2410 c.c. rimanesse solo la regola che « la società può emettere obbligazioni al portatore o nominative », con la precisazione tuttavia che esse possono essere « anche di durata corrispondente alla durata della società ». Ad esso farei seguire un comma secondo che preveda che: « L'ammontare delle obbligazioni emesse

dalla società non deve, unitamente alle altre passività sociali, risultare manifestamente squilibrato rispetto ai mezzi propri della società». Al fine di assicurare piena effettività a questo precetto occorrerà poi, nella giusta *sedes materiae*, ricordare questo principio: *a)* con la responsabilità degli amministratori, che sarà esclusiva e per fatto commissivo quanto l'emissione sia fatta dagli stessi e viceversa sarà concorrente e per fatto omissivo ove l'emissione sia deliberata dall'assemblea ma risulti che gli amministratori, convocando la detta assemblea, *i)* non abbiano rilevato lo squilibrio patrimoniale che sarebbe derivato dall'emissione; *ii)* non abbiano posto all'ordine del giorno dell'assemblea una delibera di aumento di capitale per ammontare idoneo a preservare l'equilibrio economico finanziario della società; *b)* con la responsabilità dei soci. E qui, nel caso in cui l'emissione che determini una situazione patrimoniale «manifestamente squilibrata» intervenga malgrado i migliori sforzi contrari degli amministratori, ne dovrà seguire l'obbligatoria riqualificazione, in caso di successiva insolvenza, dei finanziamenti soci, che dalla data dell'assemblea non potranno più essere restituiti ai soci se non previa delibera dell'assemblea efficace decorsi 3 mesi dalla iscrizione della stessa nel registro delle imprese (ad instar di quanto oggi prevede l'art. 2445 c.c.) onde consentire l'opposizione di ogni creditore.

Rinunciando alla fissazione di un rapporto quantitativo fisso, può risultare opportuno, al fine di affiancare al controllo interno del *leverage* il controllo esterno di mercato, provvedere al ridisegno della disciplina delle obbligazioni anche riguardo a taluni aspetti dell'organizzazione di categoria. In particolare, sulla falsariga delle principali esperienze straniere, sembrerebbe opportuno prevedere l'intervento di un intermediario finanziario investito della funzione di rappresentare, anche nella fase prodromica all'emissione e di definizione dunque dell'entità e delle condizioni del prestito, gli obbligazionisti. Si tratta infatti di fare del «rappresentante comune» un soggetto effettivamente idoneo a gestire fiduciarmente la posizione contrattuale di massa: e tale non può essere che un soggetto professionale il quale non abbia tuttavia — come purtroppo spesso avviene invece nell'esperienza finanziaria internazionale — rapporti in potenziale conflitto con l'emittente.

7. Resta infine da dire degli strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi di cui all'art. 4, co. 6, lett. c). Il tema è importante: tanto più importante quanto più rigida rimarrà la tipizzazione delle fattispecie di base, «partecipazione» e «obbligazione» (in linea di principio, io credo tuttavia che il legislatore de-

legato, prima di por mano a questi strumenti, dovrebbe compiere, come ho già detto, una significativa riduzione del livello di tipizzazione imperativa delle fattispecie di base). In questa terza categoria refluiranno infatti i titoli che non presenteranno i tratti fisionomici dell'una o dell'altra categoria. Titoli che sono comunque numerosi, perché consentono, attraverso la combinazione di pretese «partecipative» e pretese «creditorie», quell'arbitraggio finanziario senza il quale è oggi arduo operare sui mercati. Sullo sfondo, in una prospettiva di competizione tra ordinamenti, stanno *Genussscheine*, *titres participatifs* e *hybrid securities*.

Anche rispetto a questa fattispecie si tratterà di dover scrivere *ex novo* le regole. E regole duttili, che sotto il profilo patrimoniale consentano ad esempio l'emissione di titoli «partecipanti» nei quali la pretesa restitutoria si converte automaticamente in pretesa «sociale» al verificarsi di certi eventi: basti pensare ai prestiti subordinati irredimibili assistiti da «deeming provision» e più in generale alle obbligazioni (attualmente da noi non previste eppure costituenti un ibrido molto importante nel contesto finanziario internazionale) convertibili non in via facoltativa bensì in via automatica a certa data.

Sotto il profilo amministrativo, vengono in gioco i «voting bonds»: espressione questa da intendere peraltro — e interpretare in sede di attuazione della riforma — in senso più lato di quanto non risulti dall'esperienza statunitense, in modo da riconoscere all'autonomia statutaria la possibilità di attribuire il diritto di voto su questioni qualificanti e di nomina di uno o più amministratori indipendenti ai portatori di titoli «partecipativi» non azionari, purché la pretesa, anche se solo patologicamente eventuale (e dunque creditoria) sia di lunga o lunghissima durata.