

RDS

Rivista di **DIRITTO**
SOCIETARIO

**Interno, Internazionale
Comunitario e Comparato**

Estratto

Rivista trimestrale - 3/2008



G. Giappichelli Editore – Torino

Cooperative a mutualità prevalente e quotazione di strumenti finanziari nei mercati regolamentati. Un primo approccio pratico mediante la presentazione di una bozza di statuto

Marco Lamandini-Pierluigi Morara

SOMMARIO: 1. Definizione del tema. – 2. Premessa: essenzialità delle riserve divisibili ai fini dell'operazione finanziaria. – 3. Coop a mutualità prevalente e a mutualità non prevalente. Ricostruzione dei profili generali delle due categorie rispetto al regime vincolistico. Il diverso impatto della regola di indivisibilità patrimoniale (art. 2545-ter e 2545-quinquies). – 4. Art. 2514. Regime della retribuzione degli strumenti finanziari in via immediata (lett. b) e in via differita (lett. c). Correlazione e necessaria integrazione fra le due norme. – 5. (Segue). Il riferimento all'«offerta in sottoscrizione» (significato ristretto e significato lato) di cui alla lett. b). – 6. Il diritto di opzione dei soci cooperatori nell'offerta in sottoscrizione (refer. art. 2441). – 7. La valutazione degli asset patrimoniali e la determinazione del valore di collocamento. L'asimmetria rispetto al bilancio straordinario ex art. 2545-octies per le coop a mutualità prevalente. – 8. I diritti attribuibili alle azioni. A) I diritti patrimoniali. – 9. (Segue): B) I diritti amministrativi. – 10. Una (prima) conclusione.

1. Definizione del tema. – Successivamente alla Riforma delle società, adottata nel 2003, si è trattato parecchio delle opportunità che essa ha offerto alle cooperative, consentendo loro (come previsto dall'art. 2526, 1° comma, c.c., per quelle che applicano la disciplina s.p.a.) di emettere tutti gli strumenti finanziari che la legge consente alle società per azioni.

Del pari, la legge riformata ha predisposto delle specifiche ipotesi di governance per il caso in cui della società cooperativa, accanto ai soci cooperatori, faccia parte una categoria di soci – i soci finanziatori – che evidentemente non partecipano alla compagine societaria per prendere parte allo scambio mutualistico, ma investono in essa per finalità lucrative. Ipotesi di governance intese a far sì che l'interesse mutualistico – che connota il tipo sociale – non possa essere in alcun modo sopraffatto dall'interesse lucrativo di questa categoria di soci.

Senza minimamente volerci addentrare in una valutazione delle ragioni, delle opportunità e delle minacce, che questa soluzione comporta, ma prendendo questo quadro di riferimento come un dato di fatto, abbiamo inteso riflettere (e le note che seguono cercano di rappresentare la traccia di questa riflessione) su un problema che ci era sembrato scarsamente esplorato.

La “appetibilità” degli strumenti finanziari emettibili dalle cooperative deve scontrarsi con un limite che quelli sino ad ora in concreto utilizzati ha avuto: quello di configurarsi come un titoli che possono dare diritto ad un rendimento anche interessante, ma che non possono accrescere il loro valore intrinseco. Titoli che non possono, cioè, profittare di alcun incremento patrimoniale che rifletta l'eventuale successo dell'impresa.

È ovvio che la attribuzione di una potenziale capacità di crescita del valore patrimoniale del titolo sarebbe la base anche per consentirne una ampia circolazione, atteso che la negoziabilità del titolo è correlata in maniera inscindibile alle aspettative di fluttuazione del suo valore.

Il problema è oggi facilmente risolvibile se venga riferito ad una cooperativa che non rispetta i presupposti per usufruire della mutualità prevalente: il fatto che questo genere di cooperativa non debba prevedere la indivisibilità delle riserve fa sì che alle azioni od agli strumenti finanziari che questa emette possa essere imputata una correlata frazione di riserve che ne accrescono il valore intrinseco.

Più complesso, invece, il ragionamento ove si dovesse ipotizzare nella veste di emittente una cooperativa a mutualità prevalente; questa, infatti, alla stregua dell'art. 2514 c.c. deve contenere nello statuto una serie di limitazioni all'appropriazione degli utili e delle riserve.

Abbiamo così voluto tentare una prima verifica per comprendere se (ed eventualmente entro quali limiti) una cooperativa a mutualità prevalente possa emettere a favore di soci finanziatori degli strumenti finanziari muniti della caratteristica di poter incrementare il loro valore intrinseco, in conseguenza dell'attribuzione di diritti patrimoniali su riserve divisibili ad essi dedicate.

L'esercitazione teorica (ma con forte connotazione pratica) si è spinta più in là, a verificare se gli strumenti possano avere le caratteristiche idonee ad ipotizzare la loro negoziazione su mercati regolamentati.

La logica di questo test e della sperimentazione "estrema" è abbastanza chiara, ma merita una piccola spiegazione: è evidente che la "quotabilità" di questi strumenti sarebbe funzione di ulteriori e più sofisticate riflessioni sulla opportunità e appetibilità per il mercato di un titolo di questo genere e quindi necessita della massima ponderazione.

Tuttavia, se il prototipo si rivelasse in grado di sfidare i "marosi" della Borsa, lo si potrebbe utilizzare (anche e nel frattempo) per operazioni meno estreme, ma egualmente utili; consentendo – ad esempio – interventi finanziari nella cooperativa a soggetti individualmente interessati ad investire sulla sua crescita, ma che non potevano (per i limiti sopra accennati) essere attratti dalle APC o dalle azioni di sovvenzione.

L'esame delle condizioni di "quotabilità" degli strumenti finanziari cooperativi non rappresenta soltanto un "crash test", ma si presta anche a verificare se la pratica dei cosiddetti *spin off* rappresenti l'unica soluzione che la finanza cooperativa può avere a disposizione per attrarre investimenti da parte di soggetti interessati ad investire sull'impresa, seppure esterni alla compagnia ed all'interesse mutualistici. In altri termini, abbiamo inteso verificare se la cooperativa sia davvero costretta, a tal fine, a esternalizzare il nucleo spesso più efficiente ed innovativo dell'azienda che realizza lo scopo mutualistico.

2. Premessa: essenzialità delle riserve divisibili ai fini dell'operazione finanziaria. –

La premessa necessaria alle osservazioni che seguono riguarda la necessaria presenza delle riserve divisibili a supporto del collocamento di azioni di socio finanziatore, destinate alla quotazione in un mercato regolamentato.

Basti osservare, al riguardo, che le riserve divisibili costituiscono una fonte di remunerazione delle azioni tale da (a) abbattere i costi finanziari a carico dell'emittente (dividendi); (b) costituire il presupposto necessario per attivare la generazione di *capital gain* da realizzare sul mercato attraverso la negoziazione dei titoli.

In funzione di questa caratteristica si determina la possibilità di calibrare in modo equilibrato un privilegio a favore dei sottoscrittori sulla distribuzione dei dividendi di esercizio. Tale privilegio potrebbe limitarsi a compensare idealmente i vantaggi mutualistici di cui godono i soci cooperatori e da cui sono, ovviamente, esclusi i soci finanziatori.

Qualora non fossero presenti riserve divisibili, al contrario, l'intera remunerazione delle azioni consisterebbe nella corresponsione del dividendo periodico e di conseguenza il privilegio da riconoscere alle azioni dovrebbe configurarsi in termini molto più consistenti, al limite della supportabilità finanziaria per la coop emittente.

3. Coop a mutualità prevalente e a mutualità non prevalente. Ricostruzione dei profili generali delle due categorie rispetto al regime vincolistico. Il diverso impatto della regola di indivisibilità patrimoniale (art. 2545-ter e 2545-quinquies). – Pur nella consapevolezza di quanto sopra premesso, l'interpretazione del regime delle coop a mutualità prevalente (in particolare dell'art. 2514) lascia rilevanti incertezze circa l'ampiezza con cui possono configurarsi le riserve divisibili.

L'esame del tema non può trascurare il diverso assetto che la riforma del 2003 ha previsto per le coop agevolate (a mutualità prevalente) e per quelle non agevolate (a mutualità non prevalente). In estrema sintesi:

(a) per le coop a mutualità prevalente (art. 2514) si rileva una trasposizione, con aggiornamenti, del precedente regime normativo, attraverso un sistema di obblighi di previsione statutaria che porta a riconoscere come regola generale la *totale indivisibilità del patrimonio cooperativo, salve le eccezioni espressamente consentite dalla legge (infra)*¹;

(b) per le coop a mutualità non prevalente (capovolgendo la precedente impostazione derivante dall'art. 26, legge Basevi) il nuovo regime, incentrato sull'art. 2545-quinquies, presuppone invece una scelta statutaria completamente libera sia sull'*an* sia sul *quantum* della destinazione di utili alle riserve divisibili, seppure resta ferma la *permanenza del vincolo di indivisibilità sulle riserve accumulate con tale vincolo* (art. 2545-ter).

In particolare si prevede che (1) l'atto costitutivo indica le modalità e la percentuale massima di ripartizione dei dividendi tra i soci cooperatori; (2) l'atto costitutivo può autorizzare l'assemblea ad assegnare ai soci le riserve divisibili.

In aggiunta, la norma introduce specifiche condizioni di maggiore flessibilità rispetto ai possessori di strumenti finanziari (2° comma, ultimo periodo) e rispetto alle cooperative con azioni quotate in mercati regolamentati².

¹ Art. 2514 – (Requisiti delle cooperative a mutualità prevalente).

Le cooperative a mutualità prevalente devono prevedere nei propri statuti:

- a) il divieto di distribuire i dividendi in misura superiore all'interesse massimo dei buoni postali fruttiferi, aumentato di due punti e mezzo rispetto al capitale effettivamente versato;
- b) il divieto di remunerare gli strumenti finanziari offerti in sottoscrizione ai soci cooperatori in misura superiore a due punti rispetto al limite massimo previsto per i dividendi;
- c) il divieto di distribuire le riserve fra i soci cooperatori;
- d) l'obbligo di devoluzione, in caso di scioglimento della società, dell'intero patrimonio sociale, dedotto soltanto il capitale sociale e i dividendi eventualmente maturati, ai fondi mutualistici per la promozione e lo sviluppo della cooperazione.

2. Le cooperative deliberano l'introduzione e la soppressione delle clausole di cui al comma precedente con le maggioranze previste per l'assemblea straordinaria;

² Art. 2545-quinquies – (Diritto agli utili e alle riserve dei soci cooperatori).

1. L'atto costitutivo indica le modalità e la percentuale massima di ripartizione dei dividendi tra i soci cooperatori.

2. Possono essere distribuiti dividendi, acquistate proprie quote o azioni ovvero assegnate ai soci le riserve divisibili se il rapporto tra il patrimonio netto e il complessivo indebitamento della società è superiore ad un quarto. La condizione non si applica nei confronti dei possessori di strumenti finanziari.

3. L'atto costitutivo può autorizzare l'assemblea ad assegnare ai soci le riserve divisibili attraverso:

- a) l'emissione degli strumenti finanziari di cui all'articolo 2526;
- b) mediante aumento proporzionale delle quote sottoscritte e versate, o mediante l'emissione di nuove azioni, anche in deroga a quanto previsto dall'articolo 2525, nella misura massima complessiva del venti per cento del valore originario.

Si ripete che comunque, per tutte le cooperative, vale la regola della permanente indivisibilità delle riserve a qualsiasi titolo accumulate sotto tale vincolo, nei termini evidenziati dall'art. 2545-ter³:

Questo regime, si ricorda, determina in particolare non solo il divieto di liquidare i relativi valori in caso di recesso del socio ovvero in caso di scioglimento della cooperativa, ma anche quello di utilizzare le riserve divisibili per operazioni di aumento gratuito del capitale sociale.

4. Art. 2514. Regime della retribuzione degli strumenti finanziari in via immediata (lett. b) e in via differita (lett. c). Correlazione e necessaria integrazione fra le due norme. – Nell'ambito delle eccezioni consentite dal regime vincolistico dettato dall'art. 2514 per le coop a mutualità prevalente, come emerge dal confronto con il previgente art. 26 legge Basevi, si segnala pertanto il riferimento del divieto (vincolo) ai soli soci cooperatori nelle lett. b) e c).

Analoga restrizione ai soci cooperatori non si rileva nella lett. a), con riguardo ai dividendi, e nella lett. d) rispetto alla devoluzione patrimoniale in caso di scioglimento. Questi ultimi due aspetti non contribuiscono certamente a dare coerenza alla norma, ma possono ugualmente essere risolti sul piano interpretativo.

Per quanto riguarda la prima asimmetria, si potrebbe infatti giungere agevolmente alla conclusione che la lett. a) si riferisce esclusivamente alla remunerazione del capitale sociale conferito dai soci cooperatori, mentre tutte le forme di remunerazione degli strumenti finanziari sono comprese nella lett. b), che riguarda con formulazione ampia il capitale sociale insieme alle altre possibili forme di finanziamento cartolarizzato (di debito o ibrido)⁴.

In senso contrario, tuttavia, si è espressa l'Agenzia delle Entrate (con nota del 13 febbraio 2006, indirizzata a Confederazione delle Cooperative Italiane), secondo la quale il limite di cui alla lett. a) della norma in esame deve intendersi operativo nei confronti di tutti i soci della cooperativa, sia cooperatori sia finanziatori. Tale conclusione viene dedotta dal contesto letterale delle condizioni di cui all'art. 2514 e dal mancato riferimento ai soli soci cooperatori nella lett. a), a differenza di quanto stabilito nelle lett. b) e c).

Relativamente, invece, alla lett. d) la mancata considerazione di uno specifico trattamento delle riserve divisibili ai fini della devoluzione patrimoniale può essere ovviata assimilando le stesse ai dividendi ed al capitale sociale, entrambi previsti dalla norma come deducibili dall'importo da destinare ai Fondi mutualistici.

Tale conclusione interpretativa appare, del resto, coerente con la concreta possibilità di ef-

4. Le riserve divisibili, spettanti al socio in caso di scioglimento del rapporto, possono essere assegnate, se lo statuto non prevede diversamente, attraverso l'emissione di strumenti finanziari liberamente trasferibili e devono esserlo ove il rapporto tra il patrimonio netto e il complessivo indebitamento della società sia inferiore ad un quarto.

5. Le disposizioni dei commi secondo e terzo del presente articolo non si applicano alle cooperative con azioni quotate in mercati regolamentati.

³ **Art. 2545-ter (Riserve indivisibili).**

1. Sono indivisibili le riserve che per disposizione di legge o dello statuto non possono essere ripartite tra soci, neppure in caso di scioglimento della società.

2. Le riserve indivisibili possono essere utilizzate per la copertura di perdite solo dopo che sono esaurite le riserve che la società aveva destinato ad operazioni di aumento di capitale e quelle che possono essere ripartite tra i soci in caso di scioglimento della società.

⁴ Alla stessa conclusione giungono, fra gli altri, BONFANTE, *sub* 2514, in COTTINO (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, (Bologna, 2004), 3, 2401; TONELLI, *sub* 2514, in SANDULLI-SANTORO (a cura di), *La riforma delle società. Società cooperative* (Torino, 2003), 41 ss. in part. 43, affermando peraltro la necessità di integrare la lett. a) in modo da circoscriverne l'ambito soggettivo ai soli soci cooperatori.

fettuare, prima della causa di devoluzione, un aumento gratuito di capitale, destinandovi l'importo delle riserve divisibili ed affrancando quindi le stesse dall'obbligo di devoluzione⁵.

Venendo a considerare più specificamente la lett. c), e la relativa configurazione delle riserve ivi considerato, appare significativo che la norma consideri i soli soci cooperatori quali destinatari del divieto (vincolo). Come si è visto, tale espressione fa *pendant* con quella di cui alle lett. a) e b), relative alla remunerazione "immediata" del capitale sociale e degli strumenti finanziari, laddove la costituzione di riserve divisibili rappresenta invece una forma di remunerazione "differita".

Questa interpretazione consente di considerare in modo unitario le diverse previsioni normative contenute nell'art. 2514, e di farne espressioni di una regola unitaria e coerente, colmando le aporie e le lacune presenti nelle varie fattispecie che vengono in esame⁶.

Se tale approccio è fondato, non è difficile riconoscere che *i*) il limite posto alle forme di remunerazione immediata degli strumenti finanziari (dividendi e interessi) è indissolubile da quello posto alla fruibilità delle riserve divisibili; *ii*) il rispetto dell'uno comporta il divieto di eludere l'altro; *iii*) i soggetti destinatari dei divieti e sottoposti ai vincoli devono necessariamente coincidere; e così via.

A una prima lettura tale ragionamento porterebbe ad affermare che la costituzione di riserve divisibili in una coop a mutualità prevalente è legittima solo a condizione che di esse non si possano avvantaggiare i soci cooperatori. Tale conclusione, tuttavia, rischia a sua volta di negare espressamente ai soci cooperatori la possibilità di detenere i titoli, con la aberrante conseguenza di impedire la quotazione degli stessi in un mercato regolamentato.

La catena degli effetti appare di dimensioni, e conseguenze, tali da imporre una lettura più articolata circa la definizione dell'ambito soggettivo dei divieti contenuti nell'art. 2514.

5. (Segue). Il riferimento all'«offerta in sottoscrizione» (significato ristretto e significato lato) di cui alla lett. b). – La prima interpretazione della normativa riformata appare fortemente orientata nel considerare che l'espressione contenuta nella lett. b), "strumenti finanziari offerti in sottoscrizione ai soci cooperatori", dovesse intendersi implicitamente da integrarsi nel senso "strumenti finanziari sottoscritti e detenuti dai soci cooperatori"⁷.

L'opinione che in passato abbiamo sostenuto si basava sulla necessità di individuare una identica *ratio* nel caso di sottoscrizione dei titoli sul mercato primario ed in quello di acquisto degli stessi sul mercato secondario. In sintesi, risulterebbe indifferente che il socio cooperatore abbia sottoscritto i titoli sul mercato primario ovvero li abbia acquistati da altri sottoscrittori.

Il legislatore avrebbe così inteso imporre al socio cooperatore, sulla base di una considerazione squisitamente soggettiva, il limite alla remunerazione sia immediata che differita: e ciò richiederebbe la suddetta integrazione alla lettera della norma.

Si tratta di un ragionamento supportato in gran parte da una logica anti-elusiva: in mancanza di integrazione, i soci cooperatori potrebbero eludere il vincolo non sottoscrivendo direttamente ma acquistando da sottoscrittori compiacenti.

⁵ In tal senso BONFANTE, *sub* 2545-undecies, in COTTINO (a cura di), *Il nuovo diritto societario* (*supra*, n. 4) 2658 s.

⁶ In tal senso ragiona TONELLI (*supra*, n. 4).

⁷ In questo senso PETRELLI, "I profili patrimoniali e finanziari nella riforma delle società cooperative", in CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO, *Studi e materiali in tema di riforma delle società cooperative* (Milano, 2005), 177; GENCO, "La struttura finanziaria", in GENCO (a cura di), *La riforma delle società cooperative* (Milano, 2003), 86; LAMANDINI, *sub* 2526 e 2541, in PRESTI (a cura di), *Commentario alla riforma delle società. Società cooperative. Artt. 2511-2548* (Milano, 2006), 219; *contra*, a sostegno di una interpretazione strettamente letterale, TONELLI, (*supra*, n. 4), 41.

Ad una considerazione più attenta delle conseguenze, tale percorso interpretativo non sembra più altrettanto convincente, portando invece a rivedere sia la *qualificazione soggettiva del divieto*, sia la *portata della logica anti-elusiva*.

Appare determinante, in questo senso, riconoscere l'autonomia della posizione che fa capo al socio rispetto a quella che si oggettivizza in un titolo cartaceo che costituisce strumento finanziario e che in quanto tale ha la funzione di incorporare in modo pieno i relativi diritti amministrativi e patrimoniali destinati a circolare nel mercato.

In un'ottica di questo tipo (che il legislatore della riforma ha espresso in modo esplicito nei ripetuti riferimenti al rapporto tra finanziamento delle cooperative e mercato dei capitali) risulta del tutto incongruo riferire il trattamento degli strumenti finanziari a qualificazioni soggettive dei portatori degli stessi. È evidente che la nozione di strumento finanziario delineata dall'art. 2526 si presta a declinazioni diverse in funzione degli interlocutori ai quali la cooperativa emittente intende rivolgersi (soci cooperatori; investitori istituzionali, cooperativi e non; investitori di mercato; ecc.). Ma gli adattamenti dell'emissione, che questa considerazione comporta, sono comunque destinati ad incorporarsi in modo oggettivo in uno strumento finanziario che per sua natura può esistere (ed attribuire diritti) in modo autonomo rispetto alla qualificazione del soggetto portatore.

La considerazione dei requisiti soggettivi dei sottoscrittori (che l'art. 2514 esprime espressamente, sia pure in modo differenziato, *sub lett. b e c*) deve quindi trovare una risposta su un piano diverso da quello meramente soggettivo in cui si collocano le interpretazioni sopra descritte.

In questa ottica il riferimento all'*offerta in sottoscrizione*, espresso dalla lett. *b*), appare capace di rispondere con efficacia sostanziale alla salvaguardia degli interessi tutelati dalla norma (l'effettività dell'indivisibilità patrimoniale e il divieto di operazioni elusive): si tratta di garantire la *genuinità dell'offerta al mercato* secondo *criteri oggettivi di corretta gestione imprenditoriale e l'assenza di privilegi per i soci cooperatori*, ai quali l'emissione non può essere offerta in via prioritaria.

La *ratio* anti-elusiva della norma trova quindi risposta non tanto nell'impedire ai soci cooperatori di effettuare un investimento finanziario nella loro cooperativa, ma piuttosto nell'imporre che le condizioni di tale investimento siano accessibili a tutti i potenziali sottoscrittori e senza condizioni di privilegio per i soci cooperatori.

Si osserva in proposito che il regime dell'esclusione del diritto di opzione, stabilito dall'art. 2441 c.c., può rispondere puntualmente a tali esigenze.

6. Il diritto di opzione dei soci cooperatori nell'offerta in sottoscrizione (refer. art. 2441). – Il diritto di opzione dei soci (art. 2441) nell'offerta in sottoscrizione di nuove azioni o obbligazioni convertibili rappresenta, come è noto, lo strumento per escludere il pregiudizio che ai soci deriverebbe dall'ammissione di estranei alla compagine sociale. Il riferimento sostanziale contempla sia i diritti patrimoniali sia i diritti amministrativi:

(a) sotto il primo profilo il pregiudizio deriva principalmente dall'attribuzione a terzi di diritti sul patrimonio sociale, anche se non è da escludere la rilevanza dei profili economici (attesa di flussi reddituali) anche sotto il profilo mutualistico;

(b) rispetto ai diritti amministrativi, il diritto di opzione consente al socio di conservare i poteri ad esso spettanti precedentemente all'aumento di capitale (principalmente la conservazione del diritto di voto per la quota di partecipazione detenuta).

Di applicabilità del diritto di opzione rispetto alle cooperative si è molto discusso almeno a partire dalla legge n. 59/1992, e soprattutto dopo la riforma del 2003 si è giunti ad un riconoscimento pressoché generalizzato circa l'applicabilità dell'art. 2441. Tale conclusione risiede

in modo essenziale nel rinvio alla disciplina delle s.p.a. che il nuovo regime degli strumenti finanziari opera rispetto (fra l'altro) al regime degli strumenti finanziari (art. 2526).

Posto che negli aumenti di capitale (ovvero nelle emissioni di strumenti finanziari diversi dalle azioni) il socio cooperatore gode del diritto di opzione, rispetto al tema in esame viene piuttosto in rilievo l'esigenza di escludere tale diritto, seppure non in modo arbitrario ma secondo la specifica disciplina dettata dal 6° comma dell'art. 2441, che prevede importanti condizioni sostanziali e procedimentali particolarmente idonee a corrispondere anche alle esigenze di salvaguardia della regola di indivisibilità.

In particolare l'esclusione del diritto è sottoposto alle seguenti regole:

- i) la deliberazione deve fondarsi sulla sussistenza di un interesse in tal senso della società;
- ii) la deliberazione deve essere approvata da tanti soci che rappresentino oltre la metà del capitale sociale, anche se la deliberazione è presa in assemblea di convocazione successiva alla prima;
- iii) le proposte di aumento di capitale sociale con esclusione o limitazione del diritto di opzione, ai sensi del primo periodo del quarto comma o del quinto comma del presente articolo, devono essere illustrate dagli amministratori con apposita relazione, dalla quale devono risultare le ragioni dell'esclusione o della limitazione;
- iv) la proposta degli amministratori all'assemblea deve indicare in ogni caso i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione;
- v) la relazione deve essere comunicata dagli amministratori al collegio sindacale o al consiglio di sorveglianza e al soggetto incaricato del controllo contabile almeno trenta giorni prima di quello fissato per l'assemblea. Entro quindici giorni il collegio sindacale deve esprimere il proprio parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni, e il parere del collegio sindacale deve restare depositato nella sede della società durante i quindici giorni che precedono l'assemblea e finché questa non abbia deliberato; i soci possono prenderne visione;
- vi) la deliberazione determina il prezzo di emissione delle azioni in mercati regolamentati al valore del patrimonio netto.

In proposito si può osservare che, nella prospettiva delineata l'**interesse della società** appare un elemento tutt'altro che trascurabile dal momento che coinvolge non soltanto l'ammissione di nuovi soggetti nella compagine, ma anche la creazione di un rapporto tra la società (caratterizzata dallo scopo mutualistico) e il mercato dei capitali; il tutto con modalità tali da porre i soci alla pari con i terzi rispetto alle possibilità di sottoscrivere i titoli di nuova emissione. La valutazione di tali aspetti, che la norma impone di esplicitare nella proposta formulata dagli amministratori, è comunque demandata all'assemblea dei soci (cooperatori) che sono arbitri di deciderne la fondatezza (circa l'applicabilità della speciale maggioranza rafforzata, prevista dal 5° comma della norma, vedi *infra*).

La norma presenta altri aspetti che è opportuno segnalare, e che determinano una particolare trasparenza e funzionalità anche con riguardo alle esigenze di tipo squisitamente mutualistico che si sono evidenziate sopra. Fra questi l'obbligo per gli amministratori di esplicitare i criteri di determinazione del prezzo; il riscontro demandato al collegio sindacale circa la congruità di tale determinazione degli amministratori; ed infine, qualora i titoli siano destinati al collocamento in un mercato regolamentato, la necessaria determinazione del prezzo di emissione con riferimento al valore del patrimonio netto.

Inoltre si impone una doverosa riflessione circa le difficoltà che l'applicazione *tout court* dell'art. 2441 può comportare in determinate categorie di cooperative (quelle a più ampia base sociale). Al riguardo occorre considerare una recente massima del Comitato interregionale dei Consigli Notarili del Triveneto⁸, la quale offre lo spunto per approfondire il problema:

⁸ In http://www.trivenetogjur.it/pag/massime_triveneto.php?id=106.

M.A.20 – (AUMENTI DI CAPITALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE –
MAGGIORANZE – 1° pubbl. 09/06)

Si ritiene che le delibere delle assemblee di società cooperative di esclusione del diritto di opzione siano validamente adottate con le maggioranze statutariamente previste per gli aumenti di capitale, risultando incompatibile con i principi del “voto per teste” e “della porta aperta” l’applicazione del quorum deliberativo rafforzato di cui al quinto comma dell’art. 2441, c.c.

Essa apre quindi un varco estremamente significativo alla completa applicabilità nelle società cooperative, dell’art. 2441, 5° comma, e segnatamente del quorum rafforzato della metà dei soci ai fini dell’esclusione del diritto di opzione. Tale affermazione va doverosamente verificata, ma comunque appare ampiamente fondata soprattutto rispetto alle prime emissioni di strumenti finanziari, i cui sottoscrittori non costituiscono ancora una categoria di soci presente nella compagine cooperativa. Tale affermazione si coniuga con quanto sopra visto riguardo alla esigenza (di carattere fiscale in senso lato) svincolare l’emissione da diritti dei soci cooperatori.

Anche se non è problema che qui interessa, diversa conclusione potrebbe invece ipotizzarsi in caso di emissioni successive alla prima, in cui sembrerebbe invece più fondato riconoscere un diritto di opzione pieno (nel completo rispetto di quanto previsto dall’art. 2441) *a favore dei soci finanziatori* già ammessi nella compagine cooperativa, anche alla luce del rinvio fatto dall’art. 2526 per l’emissione di strumenti finanziari, che deve avvenire “*secondo la disciplina prevista per le società per azioni*”.

7. La valutazione degli asset patrimoniali e la determinazione del valore di collocamento. L’asimmetria rispetto al bilancio straordinario ex art. 2545-octies per le coop a mutualità prevalente. – La determinazione del valore di collocamento delle azioni presenta quindi un vincolo legale (il necessario riferimento al patrimonio netto) in presenza di offerta delle azioni senza diritto di prelazione per i soci. Questo aspetto appare rilevante anche per ovviare alla asimmetria riscontrabile nel sistema normativo, tra la fattispecie della perdita di prevalenza *ex art. 2545-octies* (con relativo obbligo di redigere il bilancio straordinario finalizzato all’accertamento del patrimonio indivisibile) e la creazione di riserve divisibili effettuata da una coop a mutualità prevalente che non perde tale caratteristica.

Mentre infatti l’abbandono del regime di prevalenza mutualistica obbliga la cooperativa a redigere un bilancio straordinario al fine di stabilire “il valore effettivo dell’attivo patrimoniale da imputare alle riserve indivisibili”, analogo accertamento non è imposto in presenza di presupposti diversi che pure presentano analoghe esigenze di salvaguardia del vincolo di indivisibilità patrimoniale. È il caso in cui una coop a mutualità prevalente che resta tale, decida di creare riserve divisibili destinate ai soci finanziatori e pertanto suscettibili di essere incrementate con proventi derivanti dalla dismissione di *asset* patrimoniali.

L’accertamento contenuto nel bilancio straordinario ha lo scopo di individuare i valori che determinano il “patrimonio effettivo” alla data del bilancio (ovvero il valore-base della devoluzione se la coop si trasformasse *ex artt. 2545-decies e undecies*).

Tale accertamento non modifica le valutazioni contenute nel bilancio di esercizio ma comporta l’estensione del vincolo di indivisibilità sulle plusvalenze successivamente realizzate (almeno fino alla concorrenza dei valori accertati nel bilancio straordinario). Per esemplificare: le plusvalenze generate dall’alienazione di un cespite iscritto per 200, e valutato nel bilancio straordinario per 1.000, devono essere destinate alle riserve indivisibili almeno fino a quest’ultimo valore. I plusvalori latenti nel patrimonio aziendale subiscono quindi un vincolo che incide sulla destinazione dell’utile da essi generato nella gestione successiva all’accertamento definito nel bilancio straordinario.

Per una identità di *ratio* appare necessario estendere tale sistema, previsto per il caso di perdita della prevalenza, anche all'ipotesi di creazione di riserve divisibili senza abbandono del regime di prevalenza.

La valutazione necessaria, ai sensi dell'art. 2441 (come si è esaminato sopra), ai fini della determinazione del prezzo di collocamento di azioni di nuova emissione cui sia attribuita la spettanza di riserve divisibili, dovrà pertanto essere finalizzata anche alla determinazione dei plusvalori latenti negli *asset* presenti nel patrimonio aziendale.

8. I diritti attribuibili alle azioni. A) I diritti patrimoniali. – Sulla base delle stesse considerazioni svolte sopra (parr. 2 e 3), gli utili spettanti ai soci finanziatori devono essere conte-
nuti nel limite del loro apporto incrementale al patrimonio indivisibile esistente nella cooperativa alla data dell'emissione degli strumenti finanziari.

Diversamente sarebbe ad essi attribuita una ricchezza ed un flusso reddituale che è di pertinenza del patrimonio indivisibile della cooperativa.

Ipotizzando un patrimonio alla data di emissione di 1.000 (di cui 100 capitale sociale dei soci cooperatori e 900 di riserve indivisibili), ed una emissione di strumenti finanziari del valore di 1.000, gli utili futuri potranno essere attribuiti agli strumenti finanziari nel limite del 50% al netto della destinazione obbligatoria per legge al Fondo mutualistico (3%) che determina un obbligo di pre-deduzione.

La riserva legale obbligatoria può invece essere considerata (in quanto forma di accumulazione patrimoniale) imputabile alla quota di pertinenza del patrimonio indivisibile.

Saranno inoltre da imputare al **patrimonio indivisibile**, oltre alla riserva legale, i ristorni; le rivalutazioni e i dividendi attribuiti al capitale dei soci cooperatori; le destinazioni ad incremento della riserva indivisibile.

La restante quota può essere statutariamente attribuita ai soci finanziatori sotto forma di dividendo ovvero di incremento della riserva divisibile. Prudenzialmente, in considerazione dell'opinione espressa dalla Agenzia delle Entrate (vedi prec. par. 3), appare opportuno circoscrivere la remunerazione corrisposta mediante attribuzione di dividendi al limite previsto dalla lett. a) dell'art. 2514.

Tenendo conto pertanto delle destinazioni obbligatorie per legge, lo statuto potrà determinare le seguenti modalità di destinazione di un ipotetico utile di 100:

- 3 al Fondo mutualistico
- 30 a riserva legale indivisibile
- max 48,5 a dividendo/riserva divisibile strumenti finanziari
- il restante 18,5 a ristorni/dividendo soci coop/altre riserve indivisibili.

N.B.: l'utile di 100 deve essere considerato al netto delle plusvalenze eventualmente realizzate a causa della cessione di cespiti patrimoniali imputati al patrimonio indivisibile precedentemente all'emissione delle azioni degli strumenti finanziari fino a concorrenza del valore ipoteticamente accertato nel bilancio straordinario.

9. (Segue). B) I diritti amministrativi. – Il tema è evidentemente di cruciale interesse ai fini del collocamento degli strumenti finanziari in un mercato regolamentato, ma tuttavia non presenta particolari impedimenti derivanti dalla natura cooperativa dell'emittente. A tal fine ci si limita a ricordare che ad essi può essere riservata per statuto la nomina:

- di un massimo di un terzo dei membri del C.d.a. (art. 2542, 3° comma)
- di un massimo di un terzo dei membri del collegio sindacale (art. 2543, 3° comma).

Ulteriori facoltà di nomina riservata (senza vincoli di composizione, e quindi anche con possibile prevalenza di membri designati dai possessori di strumenti finanziari) possono riguardare:

- membri esecutivi del C.d.a.
- i componenti dei comitati previsti dal Codice di Autodisciplina Borsa S.p.a. per le società quotate (Comitato per le nomine: art. 6.P.1; Comitato remunerazione: art. 7.P.3; Comitato per il controllo interno: art. 8.P.4)

10. Una (prima) conclusione. – Una prima conclusione sembra possibile: la cooperativa a mutualità prevalente potrebbe emettere strumenti in grado di affrontare i mercati regolamentati, dotandosi, all'occorrenza, di una struttura di governance adattata alle disposizioni che sono correlate a questa qualificazione.

Ovviamente, arrivati a questa prima conclusione verrebbe da approfondire tutta una serie di corollari che però eccedono le finalità di questi appunti.

Resti il tempo per specificare, ritornando a quanto affermato in premessa, che il fatto che gli strumenti emettibili siano “testati” rispetto alla loro diffusione sui mercati regolamentati non significa che questa sia la loro unica ed obbligata destinazione: come si accennava, ci pare anzi che lo spettro di un possibile loro utilizzo vada ben al di là di quello su cui abbiamo tentato di “provarli” e possa essere efficacemente finalizzato anche nell'ambito di altre originali sperimentazioni di finanza cooperativa.

Sempre ritornando a quanto dichiaravamo in premessa di voler verificare, ci sembra che la conclusione cui si perviene è che lo strumento qui ipotizzato possa anche far pensare ad operazioni di attrazione degli investimenti direttamente in cooperativa, senza dover portare fuori l'azienda esercitata dalla cooperativa stessa, lasciandola così nella disponibilità e sotto il controllo dell'impresa mutualistica.

Ciò, in particolare, potrebbe aprire nuove ed interessanti prospettive di utilizzazione combinata con i patrimoni separati.

La curiosità suscitata da queste valutazioni preliminari, ci ho portato oltre, a cercare di ipotizzare come potrebbero configurarsi lo statuto di una società cooperativa che emetta azioni del genere di quelle destinate a poter essere collocate sul mercato regolamentato e quale potrebbe essere il tenore della relazione illustrativa che lo potrebbe accompagnare.

Per eseguire questa esercitazione, abbiamo cercato di adattare lo statuto di una cooperativa realmente esistente, inserendo le norme che ci sembravano necessarie e consequenziali: lo svolgimento di questa prova ci ha condotto a toccare con mano quel che anche in astratto era possibile intuire.

L'introduzione della nuova figura di strumenti finanziari che si è ipotizzata porta con sé nella struttura istituzionale della cooperativa di un nuovo soggetto, il socio finanziatore, che può connotare in maniera fortemente innovativa la *governance* della cooperativa.

E lo statuto di questa nuova cooperativa contiene solo la piattaforma da cui i soci finanziatori porterebbero all'interno della *governance* della società mutualistica la voce di un interesse nuovo, al valore dell'azione.

La combinazione dell'interesse alla prestazione di scambio mutualistico (di cui sono portatori i soci cooperatori) e dell'interesse alla tutela del valore dell'azione (di cui sarebbero portatori i soci finanziatori) – pur nel rispetto della necessaria preponderanza legalmente tutelata – della voce del primo, potrebbe portare ad una contaminazione virtuosa.

Si potrebbe aprire qui un discorso diverso, che merita anch'esso di essere approfondito.