

<b>Premessa</b> .....	pag.	III
<b>Azioni e nuove forme di finanziamento nelle S.p.A.</b> .....	pag.	IV
Azioni privilegiate .....	pag.	V
Azioni a voto limitato .....	pag.	V
Azioni postergate .....	pag.	VI
Azioni correlate ( <i>tracking stocks</i> ) .....	pag.	VI
Azioni riscattabili .....	pag.	VI
Azioni a favore dei prestatori di lavoro .....	pag.	VI
Azioni di godimento .....	pag.	VII
Gli strumenti finanziari partecipativi .....	pag.	VII
Le obbligazioni .....	pag.	X
<b>I conferimenti e le forme di finanziamento nelle S.r.l.</b> .....	pag.	X
I finanziamenti dei soci .....	pag.	XII
Le obbligazioni .....	pag.	XIV
<b>Conclusioni</b> .....	pag.	XV
<b>Bibliografia</b> .....	pag.	XV

# S.p.A. e S.r.l.: conferimenti e forme di finanziamento

di Antonio Ricciardi (\*)

## Premessa

Le principali cause di criticità della gestione finanziaria delle PMI (1) vanno individuate nel limitato apporto di capitale proprio, nell'eccessivo indebitamento verso le banche, nel ricorso prevalente a finanziamenti a breve. In particolare, il massiccio ricorso a capitali di terzi e la prevalenza dei debiti a breve scadenza costituiscono motivo di preoccupazione, in quanto influiscono negativamente sulle condizioni di equilibrio della struttura finanziaria, mentre la forte incidenza degli oneri finanziari determina una minore flessibilità nelle scelte d'investimento e un maggior rischio operativo nei casi di contrazione del fatturato. Alla luce delle precedenti considerazioni, si comprende lo sforzo e l'attenzione che il legislatore ha posto nel riformare la disciplina relativa alle forme di finanziamento e ai conferimenti nelle società di capitali. Con la riforma del diritto societario, infatti, si è cercato, da un lato, di porre rimedio ai limiti delle precedenti disposizioni, dall'altro lato, sono state introdotte forme di finanziamento nuove e diversificate per la copertura dei fabbisogni finanziari. Le norme del codice civile del 1942 distinguevano nettamente le due classiche forme di finanziamento: le azioni, rappresentative di capitale di rischio e le obbligazioni rappresentative di capitale di credito. La complessità e l'evoluzione del contesto economico hanno indotto il legislatore, nel corso degli anni, a superare la rigidità della disciplina introducendo sia strumenti finanziari di tipo «misto», come, ad esempio, le obbligazioni convertibili in azioni, sia la possibilità di emettere azioni e obbligazioni diverse da quelle ordinarie come, ad esempio, le azioni privilegiate e le obbligazioni indicizzate.

Tuttavia, il nostro ordinamento, pur in presenza di queste innovazioni, rimaneva vincolato alla tradizionale offerta di azioni e obbligazioni, escludendo il ricorso a strumenti

ibridi di finanziamento, già presenti nella prassi soprattutto dei paesi anglosassoni. Il sistema di finanziamento previsto dal codice civile presupponeva, infatti, che i mezzi di finanziamento delle società fossero forniti innanzitutto dai soci interessati all'esercizio dell'impresa e in subordine dai finanziatori esterni, in particolare le banche mediante l'erogazione di finanziamenti a breve e a medio termine. Quest'impostazione si basava su alcuni principi consolidati:

- remunerazione/restituzione del capitale proprio eventuale;
- remunerazione/restituzione del capitale di debito certo;
- remunerazione del debito prescindendo dall'utile civilistico dell'emittente;
- possibilità di determinare liberamente il rimborso del debito;
- limitate ipotesi di rimborso del capitale in costanza della società;
- postergazione dei crediti dei soci per apporti di capitale rispetto agli altri creditori sociali.

Questa situazione, secondo alcuni osservatori, ha ridotto la competitività delle nostre aziende rispetto a quelle di altre nazionalità «che avevano la possibilità di emettere una variegata tipologia di strumenti di finanziamento, partecipativi e di debito, con caratteristiche intermedie tra azioni e obbligazioni» (Perugini, 2004).

Questa posizione di svantaggio competitivo,

## Note:

(\*) *Ordinario di Economia Aziendale - Università della Calabria.*

(1) A I riguardo si veda dello stesso autore «La gestione finanziaria delle PMI: criticità e possibili soluzioni» in *Amministrazione&Finanza* n. 1/2009; «Le soluzioni alle criticità finanziarie delle piccole imprese» in *Amministrazione&Finanza* n. 2/2009 e «L'impatto di Basilea 2 sulla gestione finanziaria delle imprese: rischi e opportunità» in *Amministrazione&Finanza* n. 4/2009..

almeno in ambito finanziario, ha indotto il legislatore a consentire anche alle nostre società di costruire la propria struttura finanziaria con minori vincoli prevedendo, ad esempio, la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi con diritti patrimoniali e amministrativi definiti dallo statuto, obbligazioni con limiti più ampi e prestiti subordinati. Inoltre, per favorire la capitalizzazione delle imprese e ridurre l'eccessiva dipendenza dalle fonti di finanziamento esterne, la riforma ha previsto, in termini più ampi rispetto al passato, la creazione di azioni con diritti diversi come, ad esempio, le azioni postergate e correlate. In questa prospettiva, la Riforma (2) (D.Lgs. n. 6 del 17 gennaio 2003) ha cercato di delineare una visione dell'impresa quale strumento per un'efficiente raccolta di capitale ed una sua ottimale allocazione in investimenti produttivi. In particolare, l'art. 2 della Legge delega n. 366/2001 indica come primo principio generale (comma 1) quello di perseguire l'obiettivo prioritario di favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese, anche attraverso il loro accesso ai mercati interni e internazionali di capitali. Quest'obiettivo generale si persegue per le S.r.l. mediante la disciplina dei conferimenti e la possibilità di emettere e collocare titoli di debito presso intermediari qualificati; per le S.p.A. il legislatore ha introdotto norme che garantiscono flessibilità e autonomia nella scelta delle fonti per la copertura dei fabbisogni finanziari: la flessibilità è garantita dalla possibilità di emettere nuove categorie di azioni e strumenti finanziari partecipativi, mentre l'autonomia è garantita dal fatto che «*il contenuto e la disciplina degli strumenti finanziari in questione vengono comunque lasciati, previa individuazione di un nucleo di principi inderogabili, alla libertà negoziale delle parti e, in particolare, allo statuto sociale*» (De Rosa e Russo, 2004).

### Azioni e altre forme di finanziamento nelle S.p.A.

L'art. 2327 c.c. stabilisce che il capitale sociale delle S.p.A. non può essere inferiore ai 120mila Euro e alla sottoscrizione dell'atto costitutivo deve essere versato almeno il 25% degli apporti in denaro. I conferimenti possono essere effettuati in denaro e/o in natu-

ra, mentre non sono ammessi i conferimenti delle prestazioni di opera e di servizi, in linea con quanto dispone la seconda direttiva comunitaria che vieta imperativamente questo tipo di conferimento.

Al riguardo, tuttavia, il legislatore, ha cercato di trovare un punto di equilibrio tra il divieto della disciplina comunitaria e l'esigenza da parte della società di acquisire prestazioni fondamentali per il rafforzamento della sua competitività. L'art. 2346 c.c., ultimo comma, prevede infatti la possibilità che la «*società, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti*» (si tratta degli strumenti finanziari partecipativi che saranno approfonditi in seguito).

Le quote di partecipazione alla società sono rappresentate da azioni e pertanto, a ciascun socio è assegnato un numero di azioni proporzionale alla quota di capitale sociale sottoscritto (3).

L'emissione delle azioni è disciplinata dall'art. 2346 del c.c. (post-riforma) che lascia ampio spazio all'autonomia statutaria nel prevedere tecniche di legittimazione e circolazione dei titoli.

L'art. 2346 prevede, in primo luogo, la possibilità di emettere azioni con o senza valore nominale. (4) La possibilità di emettere azioni senza valore nominale consente di semplificare l'attività societaria, in quanto non è necessario modificare il valore dei titoli azionari ogni qual volta quest'ultimo cambia in seguito a modifiche del capitale sociale. Inoltre, la riduzione del capitale per perdite

#### Note:

(2) Le fonti normative della Riforma sono gli artt. 2346 e segg., 2410 e segg., 2483 del codice civile così come modificati dal D.Lgs. 17 gennaio 2003 n. 6, dal D.Lgs. 6 febbraio 2004 n. 37 e dal D.Lgs. 28 dicembre 2004 n. 310.

(3) È tuttavia possibile allocare tra i soci le azioni in misura non proporzionale rispetto ai conferimenti di ognuno, secondo un modello assimilabile al contratto in favore di terzi.

(4) L'art. 2346, comma 2, stabilisce che la società può emettere solo una categoria di azioni e quindi non è possibile l'emissione da parte della stessa società di azioni con e senza valore nominale. In quest'ultimo caso, per determinare il valore nominale basta dividere il capitale per il numero di azioni emesse (entrambi indicati nell'atto costitutivo).

può essere deliberata, quando lo statuto lo prevede, dal consiglio di amministrazione anziché dall'assemblea, in quanto per la mancanza del valore nominale non è necessario procedere alla riduzione del valore delle azioni né all'annullamento di una parte di esse.

L'art. 2348 (post riforma) prevede, inoltre, la possibilità di «*creare, con lo statuto o con successive modificazioni di questo, categorie di azioni fornite di diritti diversi. In tal caso la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie*».

La possibilità di delineare contenuti differenziati di diritti patrimoniali e amministrativi fornisce alla società emittente quella flessibilità necessaria per soddisfare specifiche esigenze proprie e soprattutto dei terzi finanziatori. Sotto questo profilo, è stato rilevato che mentre prima della riforma il codice prevedeva cinque tipologie di azioni oltre quelle ordinarie (privilegiate; a voto limitato; di risparmio; di godimento; a favore dei prestatori di lavoro), dopo la riforma le azioni che si possono emettere sono di tredici diverse categorie: azioni dotate di valore nominale (art. 2346 comma 2); azioni collegate a prestazioni accessorie (art. 2345); azioni prive di valore nominale (art. 2346 comma 2); azioni fornite di diritti diversi anche per quanto concerne l'incidenza delle perdite (art. 2348 comma 2); azioni speciali da attribuire individualmente ai lavoratori (art. 2349 comma 1); azioni privilegiate nella distribuzione degli utili o nel rimborso del capitale sociale al momento dello scioglimento della società (art. 2350 comma 1); azioni fornite di diritti patrimoniali correlati (art. 2350 comma 2); azioni senza diritto di voto (art. 2351 comma 2); azioni con diritto di voto limitato a particolari argomenti (art. 2351 comma 2); azioni con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative (art. 2351 comma 2); azioni con diritto di voto limitato ad una misura massima o con voto scaglionato (art. 2351 comma 3); azioni riscattabili (art. 2437); azioni di godimento (art. 2353) (Di Pace, 2005).

### **Azioni privilegiate**

La società può emettere azioni con diritto di

voto limitato alle sole assemblee straordinarie compensato da vantaggi patrimoniali consistenti in un privilegio, rispetto alle azioni ordinarie, nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento della società.

Tra le azioni privilegiate rientrano le azioni di risparmio, che possono essere emesse esclusivamente dalle società con azioni ordinarie quotate in mercati regolamentati. Esse rappresentano una tipologia di azioni specificamente diretta ai soci risparmiatori, i quali sono interessati ai soli aspetti economici della partecipazione societaria, intesa come modalità di investimento delle proprie risorse finanziarie, anziché come strumento per l'esercizio in comune di un'attività d'impresa commerciale.

### **Azioni a voto limitato**

Con la Riforma del diritto societario è stata introdotta una speciale categoria di azioni rappresentata dalle azioni a voto limitato. L'art. 2351 dispone che lo statuto possa prevedere azioni:

- senza diritto di voto;
- con diritto di voto limitato a particolari argomenti;
- con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni, la cui realizzazione comporta la conversione delle azioni senza voto in azioni ordinarie.

Tali tipologie di azioni non possono complessivamente superare la metà del capitale sociale.

Le azioni a voto limitato possono essere dotate di un diritto di preferenza nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale. Tuttavia, a differenza del previgente ordinamento, la limitazione del diritto di voto non presuppone più la necessaria attribuzione di vantaggi patrimoniali compensativi.

La previsione delle azioni a voto limitato tutela sia le esigenze dei soci ordinari che, subendo un maggior rischio di impresa, hanno la possibilità di intervenire pienamente nella gestione aziendale sia le posizioni degli altri soci che, pur conferendo capitale di rischio, perseguono l'obiettivo di investire i propri risparmi piuttosto che di partecipare alla gestione dell'attività o che hanno un interesse concentrato solo su specifiche questioni.

### **Azioni postergate**

L'art. 2348 dispone che la società può emettere categorie di azioni fornite di diritti diversi anche per quanto concerne l'incidenza nelle perdite. Si tratta delle azioni postergate, azioni privilegiate per intero nel rimborso del capitale in caso di scioglimento della società e che subiscono gli effetti della riduzione parziale o totale del capitale sociale per perdite solo dopo che siano state integralmente annullate le azioni ordinarie. Tale privilegio patrimoniale in nessun caso può essere ampliato fino a configurare il superamento del divieto di patto leonino: la totale esclusione dalla partecipazione alle perdite è sanzionata con la nullità (art. 2265 c.c.). Queste particolari azioni rappresentano uno strumento efficace per il reperimento di fonti di finanziamento in situazioni di crisi congiunturali e/o nell'ambito di processi di ristrutturazione..

### **Azioni correlate (tracking stocks)**

L'art. 2350 prevede la possibilità di emettere azioni fornite di diritti correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore o in un ramo di attività dell'impresa. Le azioni correlate sono una tipologia particolare di azioni emesse generalmente da società diversificate, la cui performance è legata all'andamento di più aree d'affari. Un'impresa *multi-business* può emettere più categorie di *tracking shares*, ognuna delle quali correlata all'andamento del *business* al quale è legata. Il sottoscrittore di questi titoli percepirà dividendi in base alla *performance* dello specifico *business*, restando comunque azionista della società nel suo complesso. Infatti, se il rischio e il rendimento di queste azioni sono correlati alla specifica area d'affari cui fanno riferimento, la distribuzione dei dividendi può avvenire solo quando sono presenti utili in bilancio. In concreto può verificarsi il caso in cui pur registrandosi un utile nel settore in cui le azioni sono correlate, i sottoscrittori non percepiscano dividendi in quanto il risultato complessivo dell'azienda è rappresentato da una perdita. In ragione dell'autonomia negoziale concessa lo statuto potrà tuttavia prevedere che le perdite prodotte dagli altri settori incidano *in primis* sulle azioni non correlate.

Le azioni correlate ampliano le possibilità di

accesso delle imprese ai mercati dei capitali e soprattutto, rappresentano, accanto ai patrimoni destinati ad uno specifico affare, uno strumento per accedere a finanziamenti finalizzati.

### **Azioni riscattabili**

Con la riforma sono state introdotte anche nel nostro ordinamento le azioni riscattabili, disciplinate dall'art. 2437-*sexies*: «azioni o categorie di azioni per le quali lo statuto prevede un potere di riscatto da parte della società o dei soci». In altri termini, lo statuto può prevedere clausole in base alle quali, al verificarsi di determinati eventi e per garantire una *governance* più efficace, la società o gli altri azionisti hanno la facoltà di riacquistare le partecipazioni possedute da uno o altri soci. (5)

### **Azioni a favore dei prestatori di lavoro**

L'art. 2349 c.c., comma 1, dispone, quando lo statuto lo prevede e in presenza di una delibera dell'assemblea straordinaria, l'assegnazione di utili ai prestatori di lavoro della società o di sue controllate, mediante l'emissione di speciali categorie di azioni per un ammontare corrispondente agli utili stessi. Quando ciò accade, il capitale sociale deve essere aumentato in misura corrispondente e le azioni devono essere assegnate individualmente ai dipendenti, con norme particolari riguardanti i diritti e le modalità di trasferimento. Agli stessi dipendenti, l'assemblea straordinaria può deliberare l'assegnazione di strumenti finanziari diversi dalle azioni fornite di diritti patrimoniali e amministrativi, escluso il voto in assemblea generale. L'emissione di questi strumenti, da indicare nella nota integrativa al n. 19, non produce come effetto contabile l'aumento di capitale sociale.

L'assegnazione ai dipendenti di azioni o altri strumenti finanziari ha l'obiettivo di stimola-

#### **Nota:**

(5) «Ad esempio, qualora il socio non voglia o non possa più prestare attività di lavoro per la quale si era impegnato, la società potrà acquistare le azioni corrispondenti, nel rispetto degli artt. 2357 e 2357-*bis* sull'acquisto delle azioni proprie, oppure potranno farlo i soci. Per quanto riguarda il valore di riscatto saranno applicabili gli artt. 2437-*ter* e 2437-*quater* sulle procedure utilizzate nell'ipotesi di liquidazione in caso di recesso (Grosso, 2003).

re il loro coinvolgimento nella gestione aziendale.

### **Azioni di godimento**

Le azioni di godimento sono attribuite ai possessori delle azioni che sono state rimborsate rispetto ad altri e salvo diversa previsione dello statuto, sono prive del diritto di voto (art. 2353, c.c.). Esse beneficiano di diritti patrimoniali, ma in maniera subordinata rispetto al soddisfacimento delle altre azioni: concorrono nella ripartizione degli utili che residuano dopo il pagamento alle azioni non rimborsate di un dividendo pari all'interesse legale e nel caso di liquidazione, nella ripartizione del patrimonio sociale residuo dopo il rimborso delle altre azioni al loro valore nominale.

### **Gli strumenti finanziari partecipativi**

Per superare i vincoli derivanti dal divieto di conferimenti di prestazioni di opera e di servizi e soddisfare l'esigenza da parte della società di acquisire prestazioni fondamentali per il rafforzamento della sua competitività, il legislatore ha previsto (art. 2346 c.c.-ultimo comma) la possibilità di emettere gli strumenti finanziari partecipativi a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi. È lo statuto a disciplinarne le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e se ammessa, la legge di circolazione. Per quanto riguarda la decisione sul se, quando e quanti strumenti finanziari partecipativi emettere, la norma non specifica quale sia l'organo sociale competente. Al riguardo si profila, da un lato, un orientamento restrittivo sulla base del quale si deve ritenere che la competenza sia affidata all'atto costitutivo o all'assemblea straordinaria in quanto competente per le sue modifiche, dall'altro lato, un'interpretazione più estensiva della legge sulla base della quale è l'organo amministrativo a stabilire i tempi e gli importi delle emissioni (Notari, 2002; Fondazione Luca Pacioli, 2003).

Gli strumenti finanziari partecipativi rappresentano strumenti «ibridi», dal momento che assimilano caratteristiche economiche e giuridiche a metà strada tra azioni e obbligazioni. Di fatto, secondo alcuni autori, rappresentano un *tertium genus* di strumento di

finanziamento, una fattispecie intermedia tra gli strumenti di debito (obbligazioni) e gli strumenti di partecipazione al rischio di impresa (azioni) a disposizione delle società per azioni.

L'apporto può essere costituito sia da beni conferibili quali denaro, beni in natura e crediti sia da altre prestazioni non conferibili quali le opere ed i servizi. (6)

Tali strumenti sono dotati di diritti patrimoniali o anche amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti.

Il contenuto patrimoniale degli strumenti finanziari partecipativi può presentarsi estremamente variegato. Lo statuto, infatti, può prevedere la remunerazione del capitale investito assimilabile agli interessi su titoli obbligazionari, la partecipazione agli utili derivanti sia dall'esercizio dell'impresa sociale sia da una particolare attività o da uno specifico affare o qualsiasi altra forma di remunerazione dell'investimento. In quest'ultimo caso, la remunerazione dell'investimento potrebbe essere legata, ad esempio, all'andamento degli indici di redditività aziendale quali il ROE (indice di redditività del capitale proprio) e il ROI (indice di redditività del capitale investito).

Affinché i titolari di strumenti finanziari partecipativi possano partecipare agli utili è necessario, a norma dell'art. 2433 c.c., che questi ultimi siano presenti in bilancio e che la società ne deliberi la distribuzione. Tuttavia, è possibile prevedere, così come avviene per le azioni di risparmio, una distribuzione privilegiata: sarà sufficiente, in questo caso, l'approvazione di un bilancio da cui risulti il conseguimento di utile e non occorrerà la deliberazione dell'assemblea dei soci per procedere alla sua distribuzione.

In quanto partecipativi, questi strumenti possono, nel caso lo statuto lo preveda, subire una riduzione di valore in funzione delle perdite, riduzione che tuttavia non può superare il valore dell'apporto.

#### **Nota:**

(6) Occorre precisare che già il previgente ordinamento prevedeva l'apporto atipico (ossia l'apporto di beni non conferibili) ma soltanto quale prestazione accessoria ad un conferimento principale effettuato dai soci (art. 2345 c.c.); l'apporto del sottoscrittore di strumenti finanziari atipici, invece, può essere costituito interamente da beni non conferibili.

I sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi (soci, dipendenti o terzi), salvo diversa disposizione, possono vedere liquidato il loro investimento prima o in maniera equiparata rispetto agli azionisti e in ogni caso in maniera postergata rispetto ai creditori sociali. (7) I capitali che le imprese ottengono attraverso l'emissione di strumenti finanziari partecipativi sono, pertanto, destinati a restare stabilmente vincolati allo svolgimento dell'attività imprenditoriale, alla stregua del capitale sociale. È proprio per questa ragione che il legislatore non ha previsto alcun limite all'emissione di questo speciale strumento di finanziamento, come avviene invece per le obbligazioni.

Relativamente ai diritti amministrativi, il legislatore fa esplicito divieto ai sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi del diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti. Tuttavia, secondo quanto disposto dall'art. 2351 comma 5 c.c., è possibile riservare ai sottoscrittori il diritto di voto su argomenti specificamente indicati dallo statuto. (8) Agli stessi sottoscrittori spetta la facoltà di nominare in particolare un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o un sindaco. Inoltre, lo statuto può riconoscere il diritto di partecipare ed intervenire all'assemblea dei soci, di impugnare le deliberazioni invalidate, di partecipare e votare nelle assemblee speciali di categoria (9), di ispezionare i libri contabili, di ricevere il rendiconto di periodo.

Da quanto detto appare evidente che l'atipicità dello strumento si rileva soprattutto nel rapporto che lega la società emittente e il sottoscrittore che, pur avendo realizzato un investimento a titolo di capitale di rischio, non assume la qualifica di socio, in quanto il conferimento connesso alla sua sottoscrizione in nessun caso può essere imputato al capitale sociale.

Circa agli effetti dell'emissione di strumenti finanziari partecipativi sul bilancio d'esercizio, l'apporto da parte dei sottoscrittori produce conseguenze sulla struttura patrimoniale aziendale.

Nel caso di beni conferibili, la modifica della struttura patrimoniale si traduce anche in una modifica del capitale di funzionamento. Rispetto al trattamento contabile degli ap-

porti aventi ad oggetto beni conferibili, la dottrina sembra ritenere che esso debba essere differenziato a seconda che l'apporto sia a fondo perduto oppure associato ad un obbligo di restituzione (sia pure condizionato) da parte della società. In particolare, negli apporti «conferibili» con destinazione a fondo perduto, a fronte di un aumento dell'attivo corrispondente al valore dei beni conferiti si registra un'apposita voce tra le riserve statutarie del patrimonio netto denominata «Riserva strumenti finanziari partecipativi».

Stato Patrimoniale	
Attivo	Passivo
Apporto	Patrimonio netto ... ... V) Riserve statutarie Riserva strum. fin. partecipativi

Se gli apporti conferibili sono connessi ad un obbligo di restituzione si procederà da un lato all'iscrizione delle attività patrimoniali che costituiscono l'oggetto degli apporti, dall'altro alla rilevazione di una corrispondente partita di debito.

Stato Patrimoniale	
Attivo	Passivo
Apporto	D) Debiti ... ... 5) Debiti verso altri finanziatori Strumenti finanziari di debito

Infine, nel caso in cui l'apporto riguardi beni non conferibili, si terrà memoria dei diritti e degli obblighi derivanti dall'emissione degli strumenti finanziari nei conti d'ordine attri-

**Note:**

(7) Il rimborso può essere previsto ad una data prefissata, solitamente diversa da quella di scadenza della società. In questo caso, il rimborso della quota sarà suscettibile di variazione in presenza di utili o perdite risultanti da bilanci regolarmente approvati.

(8) In tal modo, e anche per quanto detto prima a proposito delle tipologie di azioni senza diritto di voto, si hanno creditori che votano in assemblea e azionisti senza diritto di voto e le categorie giuridiche tradizionali ne risultano stravolte.

(9) L'istituzione di un'assemblea speciale è prevista solo nel caso in cui gli strumenti finanziari attribuiscono diritti amministrativi e non semplicemente diritti patrimoniali.

buendo alle prestazioni un valore monetario pari al valore normale di mercato.

Stato Patrimoniale	
Attivo	Passivo
... Conti d'ordine Prestazioni da ricevere	... Conti d'ordine V) Riserve statutarie Strum. fin. partecipativi

Sotto il profilo fiscale, l'art. 44 comma 2 lettera a) del T.U.I.R. estende agli strumenti finanziari partecipativi lo stesso regime fiscale cui sono soggetti gli utili da partecipazione. Pertanto, per ciò che riguarda il soggetto emittente, la remunerazione dovuta su detti strumenti finanziari è indeducibile per la quota che, direttamente o indirettamente, comporta la partecipazione ai risultati economici della società emittente o di altre società appartenenti allo stesso gruppo o dell'affare in relazione al quale gli strumenti finanziari sono stati emessi, indipendentemente dalla natura dell'apporto. Tuttavia, se prevista, la quota di remunerazione assimilabile al debito sarà considerata alla stregua degli interessi passivi e quindi deducibile nelle modalità previste dall'ordinamento fiscale vigente.

Per il sottoscrittore dello strumento finanziario, l'assimilazione al trattamento fiscale degli utili è prevista solo nel caso in cui la remunerazione sia costituita totalmente dalla partecipazione ai risultati economici. Per la parte di remunerazione non legata ai risultati economici il trattamento fiscale sarà quello relativo alla sua natura originaria, come ad esempio gli interessi attivi.

In definitiva, gli strumenti finanziari partecipativi, rappresentano per i sottoscrittori un'interessante modalità di partecipazione alle imprese, per le società emittenti un'alternativa flessibile alle tradizionali fonti di finanziamento, per gli investitori istituzionali un'opportunità di ingresso nelle S.p.A.

In particolare, per i sottoscrittori tali strumenti offrono la possibilità di partecipare ai risultati economici dell'azienda anche mediante conferimenti di opere e servizi e senza sopportare il rischio pieno degli azionisti. Inoltre, pur non avendo la possibilità di esprimere il diritto di voto nell'assemblea generale, la legge permette comunque forme di

tutela e rappresentanza in sede di organi sociali.

Per la società emittente, oltre a permettere di ampliare la possibilità di reperimento di capitali utili per il proficuo svolgimento dell'attività sociale, garantisce la riduzione del rischio operativo dell'impresa: il ricorso a forme di finanziamento la cui remunerazione è variabile e legata agli utili conseguiti produce un effetto positivo sul rischio operativo dell'impresa (Ricciardi, 2008), poiché, nell'eventualità in cui la redditività aziendale dovesse ridursi o annullarsi, si ridurrebbe e/o annullerebbe anche il costo connesso alla remunerazione da corrispondere ai titolari degli strumenti finanziari partecipativi.

Relativamente agli investitori istituzionali, gli strumenti finanziari partecipativi sono particolarmente idonei per realizzare operazioni di *private equity* dal momento che per essi è legittimo prevedere clausole statutarie che garantiscano ai titolari alcuni poteri di influenza (diritto di nomina e revoca di una componente minoritaria del consiglio di amministrazione, obbligo del preventivo assenso del titolare su operazioni societarie di particolare rilevanza) richiesti da questa particolare categoria di investitori.

Gli strumenti finanziari partecipativi si rivelano particolarmente idonei a facilitare l'ingresso dei fondi *private equity* nel capitale delle PMI (10). La loro sottoscrizione consente, infatti, di soddisfare le esigenze sia dei fondi sia delle aziende. Le aziende, avvalendosi delle competenze e della reputazione dei fondi, accrescono il potere contrattuale nei confronti delle banche e dei fornitori, attraggono manager esperti, capaci e grazie ai rapporti e alle relazioni dei fondi possono creare sinergie con altre imprese per sviluppare possibili *partnership*. Il vantaggio offerto dagli strumenti finanziari partecipativi è rappresentato dal fatto che i fondi partecipano alla gestione senza essere soci evitando i timori degli imprenditori rispetto alla possibilità di perdita del controllo societario.

Per quanto riguarda i fondi, la redditività

#### Nota:

(10) Per un approfondimento sul *private equity* si veda anche «La competitività dell'azienda sui mercati finanziari ed il *private equity*» di Pasquale De Luca in *Amministrazione&Finanza* n. 3/2009.



dell'investimento è garantita da un contratto per quanto riguarda il rimborso e la remunerazione della partecipazione. Tra l'altro, la remunerazione dei fondi *private equity* per la quota rappresentativa del debito costituisce un costo e quindi è deducibile.

### **Le obbligazioni**

Tra le fonti di finanziamento esterne, le obbligazioni non hanno mai riscontrato grosso interesse da parte dei risparmiatori, soprattutto quelle emesse da società non quotate, e pertanto non hanno mai rappresentato una concreta opportunità di diversificazione degli strumenti di indebitamento. Al fine di agevolare il ricorso al mercato dei capitali, anche mediante l'emissione di obbligazioni, il legislatore ha cercato di apportare significative modifiche in alcune caratteristiche peculiari di questo strumento finanziario.

In primo luogo, se la legge o lo statuto non dispongono diversamente, l'emissione delle obbligazioni (non convertibili) può essere deliberata dall'organo amministrativo, senza quindi il ricorso all'assemblea.

In secondo luogo, i limiti all'emissione sono divenuti più ampi e pertanto l'art. 2412 (modificando il precedente art. 2410 comma 1) dispone che «*la società può emettere obbligazioni per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato*». Tale limite può essere superato:

- quando le obbligazioni sono garantite da ipoteca su immobili di proprietà della società, sino a due terzi del valore dei medesimi (eccezione già prevista nella precedente disciplina)

- se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali (11);

- se le obbligazioni sono emesse da società quotate nel caso in cui anche le obbligazioni siano destinate alla quotazione in mercati regolamentati (in questo caso non sono previsti limiti all'emissione).

Sotto questo profilo, occorre considerare che la Riforma, pur ampliando sensibilmente i limiti all'emissione, si preoccupa comunque di tutelare i sottoscrittori e pertanto dispone che sia costante il rapporto tra patrimonio

netto e obbligazioni emesse: in base all'art. 2413 è vietato infatti ridurre il capitale sociale o distribuire riserve se il limite previsto dall'art. 2412 non è più rispettato; inoltre, qualora la riduzione del capitale sia obbligatoria, ovvero le riserve si riducono per perdite, è vietata la distribuzione degli utili fino a quando l'ammontare del capitale e delle riserve non sia pari al valore delle obbligazioni in circolazione. Per le società quotate in mercati regolamentati non è previsto alcun limite alle emissioni di obbligazioni destinate alla quotazione.

Infine, l'art. 2411 c.c. introduce le obbligazioni subordinate e quelle a rendimento variabile. Per le prime il rimborso e il pagamento degli interessi può essere, in tutto o in parte, subordinato alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società, mentre per le seconde i tempi e le modalità del rimborso del capitale e del pagamento degli interessi possono variare in funzione di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società.

In definitiva, si garantisce maggiore flessibilità al piano di ammortamento rendendolo aderente alle concrete possibilità di rimborso e si consente la creazione di titoli «ibridi», al confine tra capitale di rischio e capitale di debito.

### **I conferimenti e le forme di finanziamento nelle S.r.l.**

La riforma del diritto societario ha introdotto cambiamenti sostanziali circa le modalità di accesso alle fonti di finanziamento per le S.r.l., sia sotto forma di capitale di rischio che di capitale di credito.

Rispetto alla normativa precedente, è confermato il principio che le S.r.l. sono società a base ristretta, non aperte al mercato finanziario e pertanto le partecipazioni non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di sollecitazione all'investimento.

#### **Nota:**

(11) «*Il richiamo alla natura professionale dell'investitore si comprende in quanto la qualifica soggettiva di questi ultimi garantisce l'accorta ponderazione circa i rischi dell'investimento, con responsabilità del sottoscrittore per la solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali, nel caso di successiva circolazione delle obbligazioni*» (De Rosa - Russo, 2004).

Rispetto alla normativa precedente, rimane praticamente invariato l'ammontare del capitale minimo necessario per la costituzione della società, anche per rendere accessibile la forma di società di capitale ad imprese di limitate disponibilità economiche, mentre regole completamente nuove sono dettate rispetto:

- alla formazione del capitale, sia per quanto riguarda i beni conferibili sia per quanto riguarda l'assegnazione delle quote di partecipazione;
- alla valutazione dei beni conferiti;
- agli accorgimenti tesi a garantire l'attuazione del conferimento pattuito.

Mentre l'art. 2464, primo comma, ribadisce che il valore dei conferimenti non può essere nel complesso inferiore al valore globale del capitale sociale, l'art. 2468 sancisce che «*se l'atto costitutivo non prevede diversamente, le partecipazioni dei soci sono determinate in misura proporzionale al conferimento*». Dunque, il legislatore prevede la possibilità che le partecipazioni dei soci siano determinate in misura non proporzionale ai conferimenti: la quota di partecipazione del socio può prescindere cioè dal valore del conferimento. Così come per le S.p.A., anche per le società a responsabilità limitata è venuto meno l'obbligo della proporzionalità tra quote di conferimento e quote di partecipazione. Pertanto, la partecipazione dei soci non deve più essere necessariamente stabilita in stretta correlazione al valore iscrivibile all'attivo ma potrà adeguarsi alle determinazioni scaturite da accordi tra soci.

La riforma ha previsto la possibilità di effettuare conferimenti diversi da quelli tradizionalmente ammessi nelle società per azioni. L'art. 2464, al secondo comma, prevede infatti, che «*possono essere conferiti tutti gli elementi dell'attivo suscettibili di valutazione economica*». Ne consegue che tutte le entità iscrivibili in bilancio sono conferibili ed in particolare:

- denaro;
- beni in natura e crediti;
- prestazioni di opera e servizi e altre prestazioni suscettibili di valore economico.

(12)

Se nell'atto costitutivo non è indicato diversamente, i soci sono tenuti a liberare le quote di capitale sottoscritto in denaro. In parti-

colare, alla sottoscrizione dell'atto costitutivo, i soci devono versare:

- almeno il 25% dei conferimenti in denaro e l'intero sovrapprezzo;
- l'intero ammontare dei conferimenti in denaro nel caso in cui la società sia costituita con atto unilaterale.

Il legislatore, al comma 4 dell'art. 2464, prevede che il versamento del 25% possa essere sostituito dalla stipula, per un importo almeno corrispondente, di una polizza di assicurazione o di una fideiussione bancaria. Con questa previsione, il legislatore consente la costituzione di una società a responsabilità limitata senza che i soci versino alcun importo liquido. Il fine è quello di consentire l'accesso alla struttura societaria anche a soggetti che non abbiano immediata disponibilità di liquidità. La garanzia offerta si estinguerà quando il socio verserà i conferimenti corrispondenti al capitale sottoscritto, nel momento stabilito dall'atto costitutivo.

Le quote corrispondenti a conferimenti di beni in natura e crediti devono essere interamente liberate al momento della sottoscrizione e per la loro valutazione la riforma ha previsto un sistema più flessibile (13): il revisore contabile o la società di revisione che effettua la perizia di stima sono scelti dallo stesso socio conferente (art. 2465 c.c.). Qualora il bene conferito dovesse subire una riduzione di valore si dovrà procedere alla svalutazione del bene iscritto in bilancio. Tale eventualità, però, non avrà alcuna conseguenza sulla consistenza della partecipazione del socio conferente.

Il conferimento di opera e servizi è disciplinato dal sesto comma dell'art. 2464 c.c. e rappresenta una «novità» nella disciplina delle S.r.l. Con tale disposizione il legislatore

#### Note:

(12) Tra le prestazioni suscettibili di valore economico, iscrivibili nell'attivo dello stato patrimoniale, potrebbero rientrare ad esempio: l'obbligo del socio di non fare concorrenza alla società, la capacità organizzativa detenuta dal socio e messa a disposizione della società, la messa a disposizione della società di un bene di proprietà del socio, ecc.

(13) Prima della riforma la perizia di stima richiesta per questo tipo di conferimenti doveva essere effettuata da un esperto nominato dal presidente del tribunale, soggetto indipendente dalla società e dai soci.

ha inteso soddisfare le esigenze delle piccole imprese per le quali l'apporto principale dei soci è rappresentato soprattutto dalla prestazione lavorativa svolta all'interno dell'azienda.

Nel caso dei conferimenti di opera e servizi, poiché sorge il rischio per la società della mancata esecuzione della prestazione, il socio deve prestare garanzia bancaria o assicurativa. L'art. 2464, comma 6, infatti, prevede che i conferimenti di opera siano garantiti da una polizza di assicurazione o da una fideiussione bancaria e tale somma non deve essere inferiore al valore della prestazione iscritta nell'attivo dello stato patrimoniale.

La garanzia bancaria o assicurativa svolge anche la funzione di tenere la società indenne dall'inadempimento del socio. In questo caso, la società può richiedere, in luogo della mancata prestazione, il versamento dell'importo garantito. Poiché la polizza assicurativa o la fideiussione coprono il rischio di mancata esecuzione della prestazione e non anche il rischio che il valore delle prestazioni sia inferiore a quello stabilito, l'unica forma di tutela della società è quella di sottoporre alla stima di un esperto anche tali conferimenti, seppure ciò non sia esplicitamente previsto dalla legge. Così come per i beni in natura, anche nel caso del conferimento di opera o servizi la perizia di stima sarà prodotta da un esperto liberamente scelto dal socio e che dovrà attestare che la prestazione promessa ha effettivamente il valore per cui viene iscritta in bilancio.

L'inadempimento, indipendentemente se sia volontario o involontario, può essere contemplato nell'atto costitutivo quale causa di esclusione del socio stesso.

Da un punto di vista contabile, il conferimento di opera o servizi comporta l'iscrizione nell'attivo dello stato patrimoniale della società di «crediti verso soci per prestazioni d'opera».

La prestazione d'opera annualmente effettuata dal socio andrà rilevata in conto economico tra i «costi per servizi» e come contropartita si ridurrà la voce iscritta nell'attivo (crediti verso soci) per lo stesso ammontare fino a completa estinzione della stessa.

Il conferimento d'opera e servizi ha rilevan-

za fiscale sia per il socio conferente sia per la società. In particolare, per la società conferitaria, il costo per le prestazioni d'opera e servizi è deducibile secondo il principio della competenza *ex* art. 109, comma 2, lettera b) del T.U.I.R.

Per quanto attiene ai diritti dei soci, essi sono proporzionali alla partecipazione. È, tuttavia, prevista la possibilità di attribuire ai singoli soci particolari diritti concernenti l'amministrazione (si consente ad esempio di riservare ad alcuni soci la scelta dei componenti dell'organo amministrativo) e la distribuzione degli utili (possibilità di riservare ad uno o più soci percentuali di partecipazione agli utili di entità maggiore rispetto alla misura della partecipazione sociale e/o priorità nella percezione dell'utile d'esercizio nel rispetto del divieto del patto leonino).

### ***I finanziamenti dei soci***

I finanziamenti dei soci sono stati esplicitamente ammessi con la riforma del diritto societario che oltre a prevedere un apposito articolo del Codice civile, il 2467 denominato appunto «*Finanziamenti dei soci*», inserisce esplicitamente nell'ambito del passivo dello stato patrimoniale, fra i debiti, al punto 3 la voce «debiti verso soci per finanziamenti» (art. 2424 c.c.). (14)

Il finanziamento dei soci è tuttavia soggetto ai vincoli imposti dal testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (D.Lgs. n. 385/93) il cui art. 11 sancisce il divieto di raccolta di risparmio ai soggetti diversi dalle banche. In base a tali disposizioni, l'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso presso soci non è considerata raccolta di risparmio tra il pubblico se (Rizzi, 2003):

- la raccolta viene rivolta a soggetti iscritti nel libro dei soci da almeno tre mesi;
- tali soggetti detengono una partecipazione di almeno il 2% del capitale sociale risultante dall'ultimo bilancio approvato;
- la facoltà di effettuare finanziamenti nei

#### **Nota:**

(14) «Va comunque evidenziato che se è vero che la precedente normativa non prevedeva i finanziamenti dai soci, se non come debiti verso controllanti (vecchio art. 2424 c.c.) è anche vero che essi non erano vietati, ed erano quindi utilizzati quando i soci ritenevano più prudente investire nella società con capitale di credito piuttosto che con capitale di rischio» (Di Pace, 2004).

confronti della società è prevista dallo statuto; – il finanziamento non è effettuato tramite strumenti a vista o mediante altri mezzi di pagamento.

Una delle principali modifiche dell'art. 2467 è rappresentata dalla postergazione di questi finanziamenti rispetto ai crediti vantati dai terzi, in occasione della liquidazione della società. Si è dunque superata la normativa precedente, per la quale il finanziamento dei soci è un credito di grado pari a quello degli altri creditori chirografari, facendo dunque ricorso ad una soluzione comune alla maggior parte degli ordinamenti e già affermata in giurisprudenza.

Le modifiche introdotte dall'art. 2467 c.c., in materia di finanziamenti di società a responsabilità limitata, hanno inteso risolvere il problema della corretta distinzione delle risorse finanziarie apportate dai soci in conto capitale e in conto credito.

La mancanza di regole chiare aveva in passato generato numerosi contenziosi tra soci e terzi finanziatori societari riguardo al grado di esigibilità delle somme versate dai primi, soprattutto in periodo di liquidazione aziendale, in quanto i soci risultavano, almeno in parte, creditori dell'azienda e non più come soli conferenti di capitale di rischio.

Attraverso questo espediente, dunque, i soci riuscivano a sopperire al fabbisogno finanziario senza tuttavia procedere ad un formale aumento di capitale (Favino, 2005). In particolare, da un punto di vista meramente contabile, tale espediente dava la possibilità di iscrivere in bilancio gli apporti dei soci nella voce «debiti verso altri finanziatori» (voce D4 del passivo dello Stato patrimoniale) anziché «versamenti in conto capitale», e consentiva di evitare nel contempo le rigide procedure formali stabilite per i conferimenti di capitale, (15) risolvendo tuttavia nella sostanza il problema di approvvigionamento finanziario della società. Tale situazione, conosciuta in dottrina come problema del c.d. finanziamento sostitutivo indiretto (Zoppini, 2004), si è lasciata a lungo preferire oltre che per ragioni di natura fiscale anche per la relativa semplicità d'impiego, non implicando tra l'altro un coinvolgimento obbligatorio di tutti i soci (come sarebbe necessario se facesse seguito all'adozione di una delibera as-

sembleare) ma un rapporto separato (e volontario) tra società e soci interessati al finanziamento.

L'art. 2467 c.c. (post-riforma) dispone che «*il rimborso dei finanziamenti dei soci a favore della società è postergato rispetto alla soddisfazione degli altri creditori e se avvenuto nell'anno precedente la dichiarazione di fallimento, deve essere restituito*». (16) Il concetto di postergazione richiama il principio per cui i soci trovano soddisfazione nella restituzione dei finanziamenti solo dopo che tutti i creditori sociali siano stati rimborsati; nel contempo pone un limite alle situazioni in cui i soci risultino creditori equordinati dell'azienda e come tali, chiamati a soddisfarsi sul patrimonio aziendale contemporaneamente a tutti gli altri creditori chirografari.

A tal proposito l'art. 2467 comma 2 stabilisce che «*ai fini del precedente comma s'intendono finanziamenti dei soci a favore della società quelli, in qualsiasi forma effettuati, che sono stati concessi in un momento in cui, anche in considerazione del tipo di attività esercitata dalla società, risulta un eccessivo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto oppure in una situazione finanziaria della società nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento*».

Pertanto, non tutti i finanziamenti dei soci sono soggetti a postergazione, ma solamente quelli che sono stati pattuiti in situazione di difficoltà finanziaria della società tale per cui sarebbe stato più logico attendersi una ricapitalizzazione societaria piuttosto che l'apporto di nuovo capitale di debito (Zoppini, 2004).

La norma adotta pertanto dei criteri presuntivi tali per cui qualsiasi apporto finanziario dei soci, anche se qualificato come finanziamento, viene presuntivamente trattato come conferimento in conto capitale, se esso avviene in una situazione di eccessivo squilibrio dell'indebitamento aziendale rispetto al

**Note:**

(15) Come ad esempio la convocazione dell'assemblea straordinaria o ordinaria dei soci, nel caso si trattasse rispettivamente di decisioni riguardanti un aumento del capitale sociale o di una copertura delle perdite.

(16) «*I rimborsi antecedenti saranno invece assoggettati al regime ordinario della revocatoria fallimentare*» (CNDC, 2003).

patrimonio netto o in ogni altra situazione in cui sarebbe più logico pensare ad un conferimento di capitale piuttosto che all'assunzione di nuovo debito. In ogni altra situazione ragionevolmente ritenuta fisiologica o normale per la vita aziendale si continuerà a considerare gli apporti dei soci come capitale di credito e non come apporto di capitale di rischio.

Al riguardo, occorre però sottolineare che né in dottrina né in giurisprudenza esistono dei criteri oggettivi per definire quando l'indebitamento aziendale abbia raggiunto una situazione definibile di eccessivo squilibrio rispetto al patrimonio netto, né tanto meno si può sempre ed agevolmente definire cosa si debba intendere per finanziamenti concessi in una situazione finanziaria della società nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento di capitale di rischio. Si aggiunga, inoltre, che in date circostanze l'indebitamento bancario può risultare preferibile rispetto ad altre forme di approvvigionamento finanziario e che pertanto situazioni di squilibrio finanziario tra debiti e patrimonio netto possono in realtà essere frutto di decisioni di natura economica derivanti dal c.d. meccanismo di leva finanziaria piuttosto che il preludio a situazioni di illiquidità aziendale.

Queste ambiguità lasciano di certo spazio a contenziosi giurisprudenziali, visto che come criterio di distinzione per l'applicazione della nuova norma si ricorre al già citato quanto aleatorio criterio di ragionevolezza, che dovrà essere valutato dalla giurisprudenza caso per caso.

### **Le obbligazioni**

La Riforma societaria ha reso accessibile alle S.r.l. un nuovo canale di finanziamento rappresentato dai titoli di debito. L'art. 2483 dispone che se nell'atto costitutivo è espressamente previsto, la società può procedere all'emissione di titoli di debito, la cui sottoscrizione è riservata agli investitori professionali. Tale disposizione, da un lato, offre l'opportunità alle S.r.l. di diversificare le fonti di finanziamento e di accedere ai mercati finanziari, dall'altro lato, mira a tutelare gli interessi dei sottoscrittori risparmiatori. Infatti, la tutela di questi ultimi è garantita dal fatto che, in caso di successiva

circolazione del titolo, l'investitore professionale risponde della solvibilità della società.

L'atto costitutivo definisce l'organo competente all'emissione dei titoli che può essere l'assemblea o l'organo amministrativo e stabilisce i limiti, le modalità e le maggioranze necessarie per la decisione. (17) Per quanto riguarda i limiti è interessante rilevare che, a differenza di quanto previsto per le S.p.a., per le S.r.l. la legge non prevede alcun limite all'emissione ma rimanda all'atto costitutivo l'eventuale loro determinazione. Questa circostanza è giustificata dal fatto che i titoli di debito emessi dalle S.r.l. possono essere sottoscritti solo da investitori professionali, in grado di valutare effettivamente il livello di rischio sopportato, tanto da garantire, in caso di successiva circolazione dei titoli, il loro rimborso. (18)

Tuttavia, alla luce di queste considerazioni è legittimo prevedere un limitato successo di questa forma di finanziamento a causa delle difficoltà a trovare investitori

#### **Note:**

(17) La decisione di emissione dei titoli di debito deve indicare: a) il valore nominale di ciascun titolo; b) il rendimento dei titoli o i criteri per la sua determinazione; c) il modo o i tempi di pagamento degli interessi e di rimborso dei titoli; d) se il diritto dei sottoscrittori alla restituzione del capitale e agli interessi sia, in tutto o in parte, subordinato alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società; e) se i tempi e l'entità del pagamento degli interessi possono variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società. I titoli di debito devono indicare: 1) la denominazione, l'oggetto e la sede della società, con l'indicazione dell'ufficio del registro delle imprese presso il quale la società è iscritta; 2) il capitale sociale e le riserve esistenti al momento dell'emissione; 3) la data della deliberazione di emissione e della sua iscrizione nel registro delle imprese; 4) l'ammontare complessivo dell'emissione, il valore nominale di ciascun titolo, i diritti con essi attribuiti, il rendimento o i criteri per la sua determinazione e il modo di pagamento e di rimborso, l'eventuale subordinazione dei diritti dei sottoscrittori a quelli di altri creditori della società; 5) le eventuali garanzie da cui sono assistiti; 6) se emessi al portatore, l'investitore professionale che ha sottoscritto i titoli stessi.

(18) Al riguardo, in caso di successiva alienazione delle obbligazioni da un primo sottoscrittore investitore professionale a un secondo investitore professionale e da questo ad un acquirente retail, responsabile della solvibilità dell'emittente è il secondo investitore professionale. Nel caso di alienazione da un primo sottoscrittore investitore professionale a un socio e da questo ad un acquirente retail, responsabile della solvibilità dell'emittente è l'investitore professionale.

professionali disposti a garantire per tutta la scadenza del debito, generalmente di medio o lungo periodo, la solvibilità dell'emittente.

### Conclusioni

La previsione di molteplici categorie di azioni, l'introduzione degli strumenti finanziari partecipativi, le novità in tema di obbligazioni rappresentano delle opportunità per accrescere la competitività delle società per azioni attraverso un più agevole accesso alle fonti di finanziamento, nelle forme del capitale di rischio e del capitale di debito. In particolare, le nuove categorie di azioni e soprattutto, gli ampi spazi concessi all'autonomia statutaria potrebbero consentire alle società per azioni di effettuare più agevolmente operazioni di aumento di capitale dal momento che è possibile emettere azioni con caratteristiche rispondenti alle esigenze dei diversi investitori.

Per quanto riguarda il capitale di debito, particolare enfasi si è posta sugli strumenti finanziari partecipativi, attraverso i quali si renderebbero, tra l'altro, più agevoli le operazioni di *private equity* e quindi, l'apporto di capitale alle PMI.

Per le S.r.l., la «nuova» disciplina che regola i finanziamenti dei soci rende più flessibile la copertura dei fabbisogni finanziari, mentre l'estensione della facoltà di emettere strumenti di debito amplia le opportunità di finanziamento e conseguentemente, permette un maggiore equilibrio della struttura finanziaria. Tuttavia, la normativa consente la sottoscrizione di questi titoli di debito esclusivamente ad investitori istituzionali e tale circostanza potrebbe limitare notevolmente l'effettivo ricorso delle S.r.l. allo strumento obbligazionario, vanificando di fatto la portata innovativa della riforma.

### Bibliografia

Carotti F., «I nuovi strumenti finanziari», in *Corriere Tributario*, n. 14/2004.  
 CNDC, *I finanziamenti dei soci nella nuova società a responsabilità limitata*, Documento Aristeia n. 34/2003.  
 De Rosa L. e Russo A., «Reperimento del capitale di rischio e di debito alla luce della Riforma», in *Guida alla Contabilità e Bilancio*, n. 3/2004.

Di Pace M., «Finanziamenti per le S.r.l.: opportunità e problematiche della nuova disciplina», in *Amministrazione&Finanza*, n. 10/2004.

Di Pace M., «Le opportunità offerte dalle nuove tipologie di azioni», in *PMI*, n. 5/2005.

Favino C., «La nuova disciplina dei finanziamenti erogati dai soci. Considerazioni economico-aziendali», in *Quaderni Monografici Rirea*, n. 33/2005.

Fondazione Luca Pacioli, *Azioni e strumenti finanziari partecipativi*, Circolare n. 13/2003.

Grosso P., «Categorie di azioni, Assemblee Speciali, strumenti finanziari non azionari: le novità della Riforma», in *Le società*, n. 10/2003.

Notari M., *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, intervento al Convegno *Verso il nuovo diritto societario. Dubbi ed attese*, Firenze, 16 novembre 2002.

Perugino S., «Gli strumenti finanziari alla luce della riforma del diritto societario», in *Le Società*, n. 8/2004.

Ricciardi A., «I finanziamenti a titolo di credito», in Fabbrini G. e Musai A. (a cura di), *Contabilità e bilancio. Fondamenti e disciplina*, F. Angeli, Milano, 2004.

Ricciardi A. e Pastore P., «Gli investimenti finanziari», in Fabbrini G. e Musai A. (a cura di), *Contabilità e bilancio. Fondamenti e disciplina*, F. Angeli, Milano, 2004.

Ricciardi A., «La disciplina dei conferimenti e delle forme di finanziamento nelle società di capitali», in Musai A., *La riforma del diritto societario. Profili economico-aziendali*, F. Angeli, Milano, 2005.

Ricciardi A., «Distretti industriali: criticità della gestione finanziaria e strumenti innovativi», in Antoldi F. (a cura di), *Piccole imprese e distretti industriali. Politiche per lo sviluppo in Italia e in America Latina*, Il Mulino, Bologna, 2006.

Ricciardi A., «Distretti industriali: nuovi modelli organizzativi», in Facile E. e Giacomelli A. (a cura di), *La Guida del Sole 24 Ore a Basilea 2. Il nuovo processo del credito alle imprese*, Il Sole 24 Ore Libri, 2008.

Ricciardi A., «La gestione finanziaria delle Pmi: criticità e possibili soluzioni», in *Amministrazione&Finanza*, n. 1/2009.

Ricciardi A., «Le soluzioni alle criticità fi-

nanziarie delle piccole imprese», in *Amministrazione&Finanza*, n. 2/2009.

Ricciardi A., «L'impatto di Basilea 2 sulla gestione finanziaria delle imprese: rischi e opportunità», in *Amministrazione&Finanza* n. 4/2009.

Romanelli E., «Struttura finanziaria delle società di capitali», in *Contabilità Finanza e Controllo*, n. 1/2004.

Rizzi R., «Finanziamenti dei soci: tutte le novità», in *Amministrazione&Finanza*, n. 4/2003.

Ruggiero C., «Gli strumenti finanziari», in *I Contratti*, n. 5/2005.

Zoppini A., «La nuova disciplina dei finanziamenti dei soci nelle società a responsabilità limitata e i prestiti provenienti da «terzi» (con particolare riguardo alle società fiduciarie)», in *Rivista di diritto privato*, n. 2/2004.