

Lezione del ...

La società per azioni:

*operazioni della spa sulle proprie azioni;
L'opa. Le obbligazioni.*

Prof.ssa Emanuela Arezzo
Corso di Diritto Commerciale

Acquisto di azioni proprie

Perché una spa dovrebbe acquistare azioni proprie?

- Per investire le eccedenze attive;
- Nel caso di spa quotata per stabilizzare il titolo e la sua quotazione;

Pericoli: manovre speculative, alterazione del reale valore dei titoli.



Limitazioni all'acquisto di azioni proprie:

- Limite quantitativo = il valore nominale delle azioni non può eccedere la quinta parte del capitale sociale (art. 2357, 3°, c.c.);
- Triplice condizione (art. 2357 c.c.):
 1. Autorizzazione dell'assemblea;
 2. Utilizzo di somme derivanti da utili distribuibili ai soci o riserve disponibili;
 3. Le azioni devono essere integralmente liberate.

Segue: alcune precisazioni

L'acquisto delle azioni è atto degli amministratori, anche se **autorizzato** dall'assemblea dei soci.

N.B. l'assemblea non delibera l'acquisto, su proposta degli amministratori, ma **autorizza questi ad acquistare**:

- Potere di gestione permane in capo agli amministratori (che possono poi anche astenersi).

Fin quando la spa detiene le azioni acquistate (**art. 2357-ter, 2°, c.c.**):

- Gli utili e il diritto di opzione sono attribuiti proporzionalmente alle altre azioni;
- Il diritto di voto è sospeso;
- Gli amministratori non possono disporre delle azioni acquistate senza autorizzazione dell'assemblea (**art. 2357-ter, 1°, c.c.**).

La sottoscrizione di azioni proprie

Divieto di sottoscrizione di azioni proprie; (art. 2357-quater, 1°, c.c.);

Sanzione = obbligo di liberare le azioni sottoscritte contravvenendo il divieto da parte dei soci fondatori o, in caso di aumento di capitale, dagli amministratori (art. 2357-quater, 2°, c.c.);.

Sottoscrizione del terzo:

nel caso di sottoscrizione del terzo che abbia agito in suo nome, ma *per conto della società*, è responsabile per la liberazione il terzo in solido con i soggetti di cui sopra (art. 2357-quater, 3°, c.c.).

Le partecipazioni in altre società

- L' **acquisto** di partecipazioni di una spa da parte di altra spa è normalmente previsto e consente la formazione dei c.d. **gruppi di società**.
- Norma generale: divieto tassativo di **sottoscrizione reciproca** di azioni da parte di due società (art. 2360 c.c.)
- Problematicità nel caso in cui le due società siano in qualche misura già legate da un rapporto di **controllo**.
- Divieto di sottoscrizione per la società controllata di azioni della controllante (art. 2359-quinquies): medesima disciplina prevista nel caso di divieto di sottoscrizione di azioni proprie;
- **Acquisto di azioni della controllante da parte della controllata** si considera come se fatto dalla controllante e segue le stesse limitazioni previste dalla disciplina dell' acquisto di azioni proprie:
 1. Autorizzazione dell' assemblea;
 2. Utilizzo di somme derivanti da utili distribuibili ai soci o riserve disponibili;
 3. Le azioni devono essere integralmente liberate.

Partecipazioni rilevanti e premio di maggioranza

Art. 2348, 1°, c.c. postula **il principio di uguaglianza delle azioni**: le azioni sono “di uguale valore e conferiscono ai loro possessori uguali diritti”.

La norma si riferisce al **valore c.d. nominale** delle azioni.

Valore di mercato delle azioni = somma che i potenziali compratori sono disposti a pagare per acquistare azioni già emesse ed in circolazione.

Dalla prospettiva del valore di mercato = le azioni che compongono il **c.d. pacchetto di controllo** *valgono molto di più della mera somma del valore delle azioni singolarmente considerate.*

Il surplus di prezzo ricavabile dalla vendita del c.d. pacchetto di controllo è definito **premio di maggioranza**.

Due: i diversi azionisti nel mercato quotato

Nelle spa quotate e in quelle diffuse ad ampio spettro si possono distinguere:

- a) Azioni che formano il c.d. **pacchetto di controllo**, detenute da uno o più soci;
- b) Azioni che costituiscono il c.d. **capitale flottante** (micro-azionisti);
- c) Azioni che formano **pacchetti intermedi**, costituenti una frazione apprezzabile del capitale sociale, pur restando estranei al pacchetto di controllo.
 - c.d. **azionisti di riferimento**: spesso oggetto di operazioni di “rastrellamento” da parte di chi mira a sovvertire il controllo della società.

Principio di parità di trattamento tra azionisti e OPA

Opinione passata = è giusto che solo il titolare del pacchetto di controllo benefici del premio di maggioranza derivante dalla vendita, frutto delle libere contrattazioni di mercato.

Oggi = il principio di uguaglianza di diritti conferiti dalle azioni impone la **parità di trattamento degli azionisti (Direttiva 2004/25/CE, art .3, lett. a))** e, di conseguenza, si richiede che il maggior prezzo (per le azioni) che è disposto a sborsare chi acquista il pacchetto di controllo vada a **beneficio della totalità dei soci.**

Come?

Introduzione nel '92 dell' **offerta pubblica di acquisto obbligatoria** allorquando si trasferisce la **partecipazione di controllo di una spa quotata.**

Cosa è l' OPA?

L' offerta pubblica di acquisto (OPA) è:

Una **proposta irrevocabile di acquisto** rivolta, *a parità di condizioni*, **a tutti i titolari di azioni analoghe** *a quelle che garantiscono il controllo sulla società.*

Finalità = consentire anche ai piccoli azionisti di disinvestire, monetizzando il premio di maggioranza.

L' opa è **obbligatoria** quando si trasferisce la **partecipazione di controllo di una spa quotata**.

L' *opa successiva totalitaria*

Deve promuovere un' opa chiunque, *a seguito di acquisti a titolo oneroso*, si trovi a detenere una **partecipazione superiore al 30%** dei **diritti di voto** relativi ad argomenti cruciali per la gestione della spa quotata:

- Deliberazioni assembleari riguardanti la nomina/revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza.

L' offerta deve necessariamente riguardare la **totalità dei titoli** ancora in circolazione:

- N.b. anche quelli di diversa natura e con diritto di voto su materie diverse rispetto a quelle rilevanti per l' opa;

Prezzo minimo = il maggior prezzo pagato dall' offerente nei 12 mesi anteriori al lancio dell' opa.

Opa successiva totalitaria: funzionamento

Art. 102-tuf:

- obbligo di comunicazione alla Consob e pubblicazione di un comunicato destinato al mercato contenente l'intenzione di lanciare l'opa;
- Comunicazione alla Consob del documento contenente i dettagli dell'offerta, destinato alla pubblicazione;
 - la Consob ha 15 gg per decidere se occorrono modifiche;
- **Passivity rule**: dalla comunicazione al mercato dell'intenzione di lanciare l'opa, scatta l'obbligo per gli amministratori (della c.d. **società bersaglio**) di astenersi dal compimento di qualsivoglia atto possa contrastare il raggiungimento degli obiettivi dell'opa (art. 104. 1°, TUF).

L' opa volontaria preventiva

L' opa successiva totalitaria è onerosa = l' acquirente ha l' obbligo di fissare il prezzo di acquisto al livello del più alto prezzo pagato negli ultimi 12 mesi.

Alternativa: lanciare un' opa volontaria *preventiva*, che può essere totale o parziale.

Opa volontaria totale:

- i) tutti i titoli;
- ii) non è soggetta a condizioni;
- iii) **Vantaggio**: il prezzo può essere liberamente scelto;

L' opa volontaria parziale

Opa volontaria parziale:

- 60% dei titoli;
- esonero accordato dalla Consob,
- approvazione dell' offerta da parte degli azionisti di minoranza.

In particolare la Consob esonera dall' obbligo di opa totalitaria successiva nel caso in cui:

- a) La quota del 30% è detenuta a seguito di un' opa obbligatoria già svolta;
- b) Operazioni particolari indirizzate al salvataggio di imprese in crisi o nel caso di trasferimenti tra società del medesimo gruppo.

Obbligo di acquisto residuale

L' art. 108-TUF introduce un ulteriore strumento di tutela delle minoranze, stabilendo che:

- 1) Chiunque ottiene oltre il 90% del capitale di una spa quotata deve promuovere **un' opa totalitaria** sui rimanenti titoli;
 - A meno che non ripristini entro 120 gg “un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni”.
- 2) Su chiunque abbia conseguito una partecipazione del 95%, e ciò grazie al lancio di un' opa totalitaria, grava un **obbligo di acquisto** volto a consentire al socio/i che non ha aderito all' offerta di dismettere la propria partecipazione.

Finalità = consentire la dismissione dei titoli da parte dei soci di minoranza quando il regolare andamento delle negoziazioni dei titoli è pregiudicato dall' **assenza di un adeguato flottante**.

Le obbligazioni: cenni.

Le obbligazioni sono il tradizionale strumento per la **raccolta di capitale di prestito** tra il pubblico.

Analogia con le azioni: sono titoli di credito di uguale valore nominale e attribuenti uguali diritti ai possessori;

Differenza con le azioni:

- non danno luogo a conferimenti in conto capitale, bensì ad un finanziamento a titolo di mutuo.
- Di conseguenza, non attribuiscono la qualifica di socio, bensì quella di **creditore della società**.

Le obbligazioni: differenza con le azioni.

Le azioni:

- Diritto a percepire gli **utili**, in relazione all' andamento della società;
- Diritto al **rimborso della partecipazione**:
 - solo in fase di **liquidazione** della società;
 - La quota liquidata può essere **maggiore o minore del valore nominale** del conferimento.

Le obbligazioni

- Diritto ad una quota di remunerazione periodica fissa (**interessi**);
- **Diritto al rimborso del valore nominale del capitale prestato**:
 - alla **scadenza pattuita**;
 - Valore predeterminato.

Ancora sulle differenze.

In origine: distinzione netta fra sottoscrizione di partecipazione azionaria (**capitale di rischio**) e prestito obbligazionario (**capitale di debito**), meno aleatorio in termini di rendimento e di restituzione.

Post riforma 2003, la distinzione non è più così netta:

- Art. 2411, 1°, c.c. prevede la possibilità di **subordinare** il **diritto** degli obbligazionisti **alla restituzione del capitale** e alla **percezione degli interessi** “alla **soddisfazione dei diritti di altri creditori** della società”.
- Art. 2411, 2°, c.c. stabilisce che **i tempi e l’ entità del pagamento degli interessi** “possono variare in dipendenza di parametri oggettivi *anche relativi all’ **andamento economico della società***”.

Procedura di emissione.

Competenza (art. 2410 c.c.) = se la legge o lo statuto non stabiliscono diversamente, l' emissione delle obbligazioni spetta agli **amministratori**;

La deliberazione di emissione deve risultare da **verbale redatto da notaio** e segue le cautele previste dall' art. 2436 c.c.

Limite all' emissione delle azioni (art. 2412, 1°, c.c.):

- La società può emettere obbligazioni per una somma **non eccedente il doppio del capitale sociale**, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall' ultimo bilancio approvato.

L' ammontare totale delle obbligazioni emesse va annotato nel libro delle obbligazioni.

Organizzazione degli obbligazionisti

Il codice tutela la posizione degli obbligazionisti prevedendo la costituzione di un' **apposita assemblea** e di un **rappresentante comune**.

L' **assemblea** delibera su:

- Nomina e revoca del rappresentante comune;
- Modificazioni delle condizioni del prestito (es. riduzione tasso di interessi, prolungamento della durata, temporanea sospensione del pagamento degli interessi);
- Proposte di amministrazione controllata e concordato preventivo.

N.B. segue **regole di funzionamento** dell' assemblea straordinaria.

È convocata da:

- rappresentante degli obbligazionisti;
- Amministratori della società;
- 1/20 dei titolari di titoli obbligazionari ancora non estinti.

Il **rappresentante comune**:

Funzione = **tutela gli interessi comuni degli obbligazionisti** verso la società e verso i terzi, in particolare:

- Esegue le delibere dell' assemblea degli obbligazionisti;
- Assiste a talune operazioni di particolare rilievo (sorteggio);
- Ha la rappresentanza processuale degli obbligazionisti, anche durante le procedure concorsuali;
- Ha diritto di assistere all' assemblea dei soci (art. 2418);
- Può consultare i libri sociali obbligatori che riguardano gli obbligazionisti (art. 2422, 2°).

Le obbligazioni convertibili in azioni

Disciplina ad hoc dettata dall' art. 2420-bis.

Cosa sono?

Obbligazioni che consentono di utilizzare **le somme versate al momento della emissione dei titoli** come **conferimento** per la **sottoscrizione** di azioni della medesima società, sulla base di un **rapporto di cambio** prefissato.

La **competenza** a deliberare l' emissione di obbligazioni convertibili spetta all' **assemblea straordinaria**:

- Con possibilità di delega agli amministratori.

segue.

La **delibera** concernente l' emissione delle obbligazioni deve:

1. contenere il **rapporto di cambio**, il **periodo** e le **modalità** di conversione (**art. 2420-bis, 1°**);
2. contestualmente **deliberare l' aumento di capitale sociale**, per un ammontare pari al valore nominale delle azioni da convertire.

Le obbligazioni convertibili vanno **offerte in opzione** agli azionisti e ai possessori di titoli analoghi.

Si esige il rispetto delle condizioni previste per l' emissione di nuove azioni (art. 2348; art. 2346, 5°, c.c.):

- Impossibilità di adottare la delibera di emissione *se il **capitale sociale precedentemente sottoscritto non risulta interamente liberato*** (art. 2420-bis, 1°);
- Impossibilità di emettere obbligazioni convertibili per un *valore inferiore alla **somma del loro valore nominale***.

segue.

L' aumento di capitale deliberato sarà sottoscritto **gradualmente** man mano che gli obbligazionisti esercitano il diritto di conversione. Tuttavia, fintantoché non abbiano esercitato il diritto di conversione, si prevede che:

1. *In caso di aumento di capitale* o emissione di nuove obbligazioni, gli obbligazionisti avranno **diritto di opzione** sui titoli di nuova emissione (art. 2420-bis, 5°);
2. **Modifica automatica del rapporto di cambio** nel caso di *aumento gratuito del capitale* ovvero *riduzione per perdite*.