

Newsalert

Decreto Liquidità: limiti alla distribuzione di dividendi e all'acquisto di azioni proprie nel corso del 2020

Abstract

Con il decreto-legge 8 aprile 2020, n. 23 (il “**Decreto Liquidità**”) sono state emanate “[m]isure urgenti in materia di accesso al credito e di adempimenti fiscali per le imprese, di poteri speciali nei settori strategici, nonché interventi in materia di salute e lavoro, di proroga dei termini amministrativi e processuali” al fine di contenere gli effetti negativi che l’emergenza epidemiologica COVID-19 sta producendo sul tessuto socio-economico nazionale.

In particolare il Decreto Liquidità consente a SACE S.p.A., fino al 31 dicembre 2020, di concedere garanzie in favore di banche, istituzioni finanziarie nazionali e internazionali e altri soggetti abilitati all’esercizio del credito in Italia per finanziamenti concessi, sotto qualsiasi forma, alle imprese (la “**Garanzia SACE**”). Sulle obbligazioni assunte da SACE S.p.A. è accordata di diritto la garanzia dello Stato.

La possibilità di ottenere la Garanzia SACE è subordinata al rispetto, da parte delle imprese richiedenti, di talune condizioni tra cui l’impegno a non approvare la distribuzione di dividendi né il riacquisto di azioni proprie nel corso del 2020. La previsione in esame pone taluni dubbi interpretativi con riguardo al *dies a quo* a partire dal quale l’approvazione della distribuzione di dividendi o dell’acquisto di azioni proprie assume rilievo ai fini della perdita del beneficio nonché alla tipologia di delibera concernente l’acquisto di azioni proprie la cui adozione è vietata (se la mera autorizzazione assembleare all’acquisto, in via generale e astratta, o la concreta decisione consiliare di avviare il programma).

1. Le condizioni per beneficiare della Garanzia SACE

Il Decreto Liquidità pone una serie di condizioni o requisiti di “elgibilità” che le imprese devono rispettare per poter beneficiare della Garanzia SACE, tra i quali si evidenzia “*l’impegno che essa [i.e. l’impresa beneficiaria], nonché ogni altra impresa con sede in Italia che faccia parte del medesimo gruppo cui la prima appartiene, non approvi la distribuzione di dividendi o il riacquisto di azioni nel corso del 2020*” (art. 1, co. 2, lett. i). Rispetto alle precedenti bozze dell’articolo normativo, nelle quali era prevista unicamente una restrizione alla distribuzione dei dividendi per un periodo di 12



mesi successivi alla concessione del finanziamento, la versione definitiva contempla anche un'espresa restrizione allo *share buy-back*, ponendosi in continuità con le recenti limitazioni imposte nelle medesime materie agli istituti bancari e alle imprese di assicurazione con le raccomandazioni, rispettivamente, della BCE in data 27 marzo 2020 e dell'EIOPA in data 2 aprile 2020 (¹).

Secondo la Relazione Illustrativa al Decreto Liquidità la *ratio* sottostante a tale duplice requisito risiederebbe nella finalità di assicurare che l'impiego delle risorse delle imprese beneficiarie di misure straordinarie di liquidità adottate per far fronte al difficile scenario macroeconomico correlato all'epidemia sia *"destinato principalmente ad investimenti produttivi"* piuttosto che alla remunerazione dell'investimento azionario (in forma di dividendo o di riacquisto di azioni proprie).

La disposizione in commento pone taluni dubbi interpretativi sull'effettiva portata delle limitazioni prescritte; pertanto, nel contesto della stagione assembleare ormai in corso, le imprese che ambiscano, anche solo astrattamente, a beneficiare delle misure del Decreto Liquidità dovrebbero assumere un atteggiamento particolarmente prudente anche tenuto conto delle riflessioni che seguono.

2. *Dies a quo* dell'impegno a non approvare la distribuzione di dividendi nel corso del 2020

Con particolare riferimento alla distribuzione di dividendi, la norma richiede l'impegno da parte delle imprese beneficiarie a non approvarne la distribuzione *"nel corso del 2020"* (²). Non è chiaro il *dies a quo* di applicazione del divieto di distribuzione. Per un verso, attenendosi al dato letterale, si potrebbe ritenere che siano escluse dai benefici del Decreto Liquidità tutte le imprese che dal 1° gennaio 2020 - dunque anche prima della pubblicazione del decreto medesimo - abbiano approvato la distribuzione di dividendi; per altro verso, valorizzando la circostanza che l'art. 1, co. 2, lett. i), del Decreto Liquidità prevede per l'accesso al beneficio l'assunzione di un *"impegno"* (*i.e.* pro futuro) a non approvare la distribuzione di dividendi, si potrebbe identificare il momento da cui decorre la limitazione con quello della richiesta di avvalersi effettivamente dalla Garanzia SACE (³).

Un'ulteriore interpretazione, che si pone in posizione intermedia rispetto alle due precedenti e che sembrerebbe anche maggiormente aderente alla *ratio* emergenziale del provvedimento, porterebbe ad identificare il *dies a quo* di applicazione del divieto nel giorno di entrata in vigore del Decreto Liquidità, lasciando impregiudicate le distribuzioni di dividendi avvenute in un momento anteriore ed evitando al contempo facili elusioni della normativa da parte di imprese che potrebbero richiedere l'accesso ai benefici dopo aver deliberato la distribuzione di dividendi. Tale

¹ Nella raccomandazione adottata, con riferimento alle banche significative, dalla BCE in data 27 marzo 2020, il cui contenuto è stato poi ripreso ed esteso dalla Banca d'Italia a tutti gli istituti e i gruppi bancari rientranti sotto la sua giurisdizione, quindi anche a quelli di minori dimensioni, è stato raccomandato, almeno fino al 1° ottobre 2020, (a) di non distribuire dividendi, ivi incluse le riserve, e di non assumere alcun impegno irrevocabile per il pagamento di dividendi per gli esercizi finanziari 2019 e 2020; e (b) di astenersi dall'attuare programmi di *buy-back* aventi la finalità di remunerare gli azionisti. Di analogo tenore letterale sono le previsioni dello *statement* dell'EIOPA del 2 aprile 2020, introdotte al fine di *"garantire un solido livello di fondi propri [delle imprese assicurative] per poter proteggere gli assicurati e assorbire potenziali perdite"*.

² Così il testo definitivo del Decreto Liquidità, mentre in alcune bozze circolate si faceva riferimento ad un periodo di 12 mesi successivi all'erogazione del finanziamento garantito da SACE S.p.A.

³ Per completezza si segnala che la decisione della Commissione Europea del 13 aprile 2020 sul caso SA. 56963 (che, tenuto conto del quadro temporaneo per gli aiuti di Stato adottato il 19 marzo 2020 e modificato il 3 aprile 2020, ha reputato il regime di Garanzia SACE coerente con la normativa europea), nel descrivere le condizioni per l'emissione della Garanzia SACE, indica quanto segue: *"to be eligible for the guarantees, undertakings shall commit not to distribute dividends for the 12 months following the grant of the loan"* (§ 17).

interpretazione sarebbe, tra l'altro, in linea con il contenuto delle “*Frequently Asked Questions*” pubblicate dal Ministero dell'Economia e delle Finanze francese⁽⁴⁾ (le “FAQ Francesi”) con riferimento ad una disposizione, annunciata in data 27 marzo 2020 dal Ministro Bruno Le Maire, dal tenore sostanzialmente equiparabile a quella in seguito adottata in Italia con il Decreto Liquidità, nelle quali è precisato che, al fine di poter beneficiare delle misure ivi previste, occorre che la data della decisione dell'organo competente (*i.e.* l'assemblea degli azionisti) di procedere alla distribuzione del dividendo sia anteriore alla data dell'annuncio del relativo regime da parte del Governo francese. Pertanto, le società francesi che abbiano deliberato la distribuzione di dividendi prima del 27 marzo 2020 non sarebbero interessate da tale limitazione e potrebbero, pertanto, accedere alle garanzie statali mentre ne sarebbero escluse quelle le cui assemblee deliberino la distribuzione di dividendi in una data successiva al 27 marzo 2020.

Tanto considerato, e in attesa di chiarimenti da parte del Governo italiano, anche tenendo conto di quanto disposto nelle FAQ Francesi, sembrerebbero viceversa del tutto indifferenti ai fini dell'accesso alla misura di sostegno *(i)* l'eventuale anticipato annuncio dell'ammontare del dividendo (ad esempio, in occasione dell'annuncio dei risultati dell'esercizio 2019), *(ii)* l'eventuale convocazione dell'assemblea con un ordine del giorno che includa la distribuzione del dividendo, nonché *(iii)* la data di stacco della cedola e la data di pagamento di un dividendo già deliberato in precedenza all'entrata in vigore del Decreto Liquidità.

In attesa di precisazioni e chiarimenti, pertanto, le società che ritengono di avere un potenziale interesse ad avvalersi dei benefici previsti dal Decreto Liquidità dovrebbero prudenzialmente astenersi dal sottoporre all'assemblea degli azionisti la proposta di distribuzione di dividendi⁽⁵⁾ e, ove la stessa fosse già convocata, dovrebbero far presente la circostanza agli azionisti e chiedere in sede assembleare un voto contrario alla proposta all'ordine del giorno. Si segnala al riguardo che nelle FAQ Francesi è stato esplicitato che il voto favorevole alla distribuzione di dividendi, pur in presenza di una raccomandazione contraria da parte dell'organo di gestione, determina la non ammissibilità alle misure di sostegno.

3. Portata applicativa dell'impegno a non approvare il riacquisto di azioni nel corso del 2020

Con specifico riferimento allo *share buy-back*, in aggiunta al tema interpretativo circa il *dies a quo* del divieto, per il quale valgono i medesimi ragionamenti svolti nel precedente paragrafo in relazione alla distribuzione dei dividendi, dalla formulazione della norma non è chiaro se la violazione dell'impegno consegua *(i)* all'approvazione assembleare dell'autorizzazione *ex art. 2357 c.c.* (che, si ricorda, può essere accordata per una durata sino a 18 mesi e che, pertanto, potrebbe consentire l'acquisto in un periodo più ampio rispetto all'esercizio 2020) o *(ii)* alla decisione del consiglio di amministrazione di avviare il programma di acquisto di azioni proprie, nei limiti dell'autorizzazione ricevuta. Tale seconda interpretazione, che appare maggiormente ragionevole e coerente con la *ratio* della normativa, è fatta propria dalle FAQ Francesi che identificano il momento rilevante ai fini della violazione del divieto nel perfezionamento dell'acquisto.

In presenza di tale dubbio interpretativo, e fino a che non interverranno precisazioni e chiarimenti, un approccio prudentiale dovrebbe indurre le società che ritengono di avere un potenziale interesse a valutare di avvalersi dei benefici previsti dal Decreto Liquidità a non approvare l'avvio

⁴ Si fa riferimento a *Covid-19 – Foire aux Questions du Gouvernement - Engagement de responsabilité pour les grandes entreprises bénéficiant des mesures de soutien en trésorerie*, disponibile al link <https://www.economie.gouv.fr/files/files/PDF/2020/covid-faq-termes-references-dividendes.pdf>.

⁵ Per i quali dovrebbe intendersi qualsiasi forma di distribuzione in contanti o in azioni, compresi gli acconti su dividendi e le distribuzioni eccezionali di riserve.

CHIOMENTI

di alcun programma di acquisto di azioni proprie nonché a interrompere immediatamente i programmi di acquisto in corso. Inoltre, con riferimento alla stagione assembleare ormai in corso e similmente a quanto già esposto con riferimento alla distribuzione di dividendi, tali società dovrebbero *(i)* astenersi dal sottoporre all'assemblea degli azionisti la proposta di autorizzazione allo *share buy-back* o, qualora l'assemblea fosse già convocata, *(ii)* far presente la circostanza agli azionisti e chiedere in sede assembleare un voto contrario alla proposta all'ordine del giorno, nonché *(iii)* a proporre di revocare le autorizzazioni eventualmente già in essere e non ancora scadute, per la parte non ancora eseguita.

Infine si segnala che le FAQ Francesi operano una distinzione con riferimento alle finalità per le quali può essere deliberato ed eseguito uno *share buy-back*, precisando che sono ostativi all'accesso alle misure gli acquisti di azioni effettuati per realizzare una riduzione del capitale sociale⁽⁶⁾, mentre sarebbero ammessi, *inter alia*, gli acquisti operati con riferimento a *(i)* piani di incentivazione, *(ii)* impegni assunti prima del 27 marzo 2020 (e.g., gli acquisti effettuati al servizio di strumenti convertibili in capitale), *(iii)* accordi di liquidità stipulati prima del 27 marzo 2020, e non successivamente modificati e *(iv)* operazioni di crescita esterna, a condizione che tali acquisti siano necessari e che l'operazione di crescita esterna sia stata oggetto di un impegno assunto prima del 27 marzo 2020. Ancora una volta si tratta di eccezioni ragionevoli delle quali, tuttavia, le imprese interessate a beneficiare della Garanzia SACE non potranno avvalersi in assenza di precisazioni e chiarimenti al riguardo dalle competenti autorità italiane.

Per ulteriori informazioni, si prega di contattare il Vostro abituale riferimento in Chiomenti

⁶ Sotto questo profilo le FAQ Francesi si pongono in linea con le raccomandazioni della BCE in data 27 marzo 2020 e dell'EIOPA in data 2 aprile 2020 le quali, nell'ambito dell'emergenza COVID-19, impongono limitazioni, rispettivamente, agli istituti bancari e alle imprese assicurative esclusivamente per quanto attiene all'attuazione dei programmi di acquisto di azioni proprie *"aventi la finalità di remunerare gli azionisti"*.