

Prestito obbligazionario

- Ante riforma del diritto societario – D. Lgs 17/01/2003 n° 6 – le società potevano acquisire risorse finanziarie essenzialmente attraverso due modalità: **mezzi propri con le azioni, debito con le obbligazioni**. Tale rigida struttura nel tempo ha dimostrato tutta la sua inadeguatezza spingendo il legislatore a muoversi verso il superamento della tradizionale dicotomia investimento-finanziamento.
- Seguendo la stella polare dell'autonomia privata, fondamentale principio ispiratore della riforma, il legislatore "...onde favorire l'acquisizione di ogni elemento utile per il proficuo svolgimento dell'attività sociale..." (Relazione al D.lgs 6/2003) ha in primo luogo ampliato la tipologia di strumenti finanziari che le società di capitali possono offrire agli investitori favorendo raccolta di capitale di rischio e di debito.
- L'iniziale forte orientamento verso l'autonomia è stato contenuto dagli scandali finanziari, primo tra tutti quelli Parmalat e Cirio (esplosi dal 2003 in poi), che hanno influito sull'originaria filosofia ispiratrice consigliando un deciso, condivisibile, "riposizionamento" a favore della tutela del risparmio.
- Ne è scaturito un sistema che, **fermo restando il divieto della loro imputazione a capitale**, ammette che siano emessi strumenti finanziari partecipativi: viene riconosciuto ampio spazio all'autonomia statutaria, per definire i diritti spettanti ai sottoscrittori, ivi compreso anche il diritto di conversione in altri strumenti o partecipazioni azionarie.
- La riforma ha interessato anche le obbligazioni intervenendo sui limiti all'emissione, riservando all'autonomia statutaria l'organo competente e le relative procedure deliberative. Per le Srl è stata prevista, esclusivamente presso operatori qualificati, la possibilità di emettere titoli di debito che però non possono essere considerati obbligazioni.
- La scarsa disciplina dei nuovi strumenti finanziari partecipativi, essenzialmente costituita dall' art. 2346 del c.c. ultimo comma e dell'art.2351 ultimo comma del c.c, genera dei problemi per individuare il confine tra detti strumenti e le **obbligazioni la cui emissione, per le società non quotate, è normativamente limitata**. In concreto il confine è rappresentato dalla valutazione dei diritti amministrativi assegnati ai sottoscrittori di strumenti partecipativi: dovremo essere in presenza di una reale e non fittizia attribuzione; in assenza di tale elemento, o in caso di un suo uso strumentale, anche il prestito partecipativo rientrerà nella disciplina, anche quantitativa, del prestito obbligazionario.

- Le obbligazioni sono **strumenti finanziari** incorporati normalmente in titoli di credito negoziabili che rappresentano frazioni di un **prestito** erogato dagli obbligazionisti alla società emittente; per la società emittente rappresentano un mezzo per raccogliere i finanziamenti necessari alla gestione dell'impresa, alternativo al collocamento delle azioni, all'emissione di strumenti finanziari partecipativi o ai finanziamenti bancari.
- Per i sottoscrittori (c.d. obbligazionisti) sono un prestito erogato alla società, a fronte del quale la società si impegna a pagare loro un interesse, o un altro tipo di remunerazione, e si obbliga altresì alla restituzione del capitale prestato sulla base del regolamento prefissato. Effettuato il rimborso l'obbligazione si estingue.
- **La materia è regolata:**
 - in via principale dall'art. 2410 e segg. c.c.;
 - dalla normativa in materia di raccolta del risparmio (art. 11 D.Lgs. 385/93, c.d. Testo Unico Bancario, Istruzioni di Vigilanza e **Delibera CICR del 19 luglio 2005 n. 1058**, come integrata dalla Delibera CICR del 22 febbraio 2006 n. 241) e di offerta di strumenti finanziari al pubblico (D.Lgs. 58/98 e Delib. Consob 11971/99);
 - dalla sezione II, Cap. II, Titolo IX delle Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia che definisce le caratteristiche di tali titoli e, unitamente alla Delibera CICR sopra citata, stabilisce i limiti previsti per l'emissione di obbligazioni.
- **Elementi fondamentali per una corretta interpretazione del quadro normativo:**
 - **emissioni obbligazionarie effettuate nei limiti del c.c. non si applica art. 11 TUB (no raccolta risparmio);**
 - **se sottoscrivono i soci potrebbe applicarsi, come ritiene che vi parla, 2467 cc. (fin.ti soci Srl);**
 - **società chiuse soggette a limiti ; quotate o con prestiti da quotare non soggette a limiti (2412 5°co);**
 - **prestito quotato o emesso da società quotate: prospetto informativo CONSOB, collocamento MIFID.**
- Si possono individuare due categorie generali di obbligazioni rappresentate da titoli:
 - **nominative:** il certificato obbligazionario contiene le indicazioni che ne identificano il possessore; esso circola mediante una doppia annotazione del trasferimento sul titolo e sul libro delle obbligazioni;
 - **al portatore:** il certificato non deve indicare le generalità del possessore. Queste obbligazioni circolano più facilmente e tutti i diritti inerenti al titolo possono essere esercitati dal loro possessore.

Per le **obbligazioni dematerializzate** questa distinzione ha perso rilevanza, dato che la titolarità delle medesime è provata da un'iscrizione contabile.
- Le obbligazioni hanno una durata connessa a quella del prestito per il quale sono state emesse. Non possono essere emesse obbligazioni a durata indeterminata. E' la delibera di emissione che determina l'inizio ed il termine ultimo di validità. Il rimborso può coincidere con la durata del prestito o può variare in base a un piano predeterminato di estrazioni periodiche. La durata del prestito può essere fissata in coincidenza con la data di scadenza della società: **non è possibile che l'eventuale proroga della durata della società comporti la proroga automatica del prestito.**

- L'obbligazione è generalmente rappresentata da un **titolo cartaceo, il certificato obbligazionario**, che può rappresentare una o più obbligazioni e legittima il possessore all'esercizio dei diritti connessi.
- Di norma il titolo comprende delle cedole, numerate progressivamente, che riproducono gli elementi distintivi del titolo. Esse legittimano il possessore a percepire gli interessi alle scadenze stabilite. Separate dal titolo le cedole possono circolare come titoli di credito.
- Il certificato obbligazionario deve contenere **alcune indicazioni obbligatorie previste dall'art. 2414 c.c.**:
 - Denominazione, oggetto e sede della società emittente;
 - Indicazione dell'ufficio del registro delle imprese presso il quale la società è iscritta;
 - Capitale sociale e riserve esistenti al momento dell'emissione;
 - Data della deliberazione di emissione del prestito e della sua iscrizione nel registro delle imprese;
 - Caratteristiche del prestito:
 - ammontare complessivo dei titoli emessi;
 - valore nominale di ciascuno;
 - diritti con essi attribuiti;
 - rendimento (o criteri per la sua determinazione);
 - modo di pagamento e di rimborso;
 - data del rimborso;
 - eventuali garanzie;
 - eventuale subordinazione dei diritti degli obbligazionisti a quella di altri creditori della società;
 - estremi dell'eventuale prospetto informativo.
- **Contenuto eventuale:**
 - firma degli amministratori: anche se non obbligatoria per legge è preferibile inserirla (ok! ripr. meccanica);
 - Piano di ammortamento del prestito, con indicazione del numero dei titoli rimborsabili periodicamente;
 - Modalità per la riscossione degli interessi e per il rimborso del capitale;
 - Eventuali premi;
 - Numero delle obbligazioni incorporate nel titolo (in caso di raggruppamento);
 - Trattamento fiscale del titolo;
 - Modalità per l'eventuale rimborso anticipato.

- La mancanza di **indicazioni obbligatorie**, qualora sia tale da non consentire la riconoscibilità del documento come titolo di credito obbligazionario, rende **il titolo invalido**. La mancanza degli **altri elementi rende il titolo irregolare**, con il conseguente diritto del portatore ad ottenere un altro titolo completo.
- Se più obbligazioni sono raggruppate in un unico certificato nel documento deve essere indicato il numero delle obbligazioni incorporate.
- Quando le obbligazioni sono **dematerializzate** non sono emessi certificati e il titolare risulta possessore in base ad una registrazione di conto presso un intermediario (ad es. una banca). Le registrazioni hanno un contenuto analogo alle indicazioni che devono essere riportate sul titolo cartaceo.
Le obbligazioni quotate o destinate alla quotazione devono essere dematerializzate obbligatoriamente (art. 28 c. 1 D.Lgs. 213/98), con conseguente inapplicabilità della disciplina legale relativa al contenuto delle obbligazioni.
- Il codice civile prevede **obbligazioni** ordinarie e convertibili in azioni.
Le **obbligazioni** più diffuse sul mercato sono quelle:
 - ordinarie in senso stretto (o «a tasso fisso»), i cui interessi, espressi in percentuale sul valore nominale, sono definiti in sede di emissione ed il cui pagamento viene effettuato attraverso lo stacco, con cadenza semestrale o annuale, di una cedola fissa per tutta la durata del prestito (tasso fisso);
 - a tasso variabile, i cui interessi variano al variare di un determinato parametro (prime rate, Euribor, Libor, livello generale dei prezzi, quotazioni di Borsa). Il valore degli interessi da corrispondere si ottiene applicando la percentuale risultante al valore nominale dell'obbligazione.

- La prassi ha creato, inoltre, numerosi tipi speciali di obbligazioni, che presentano caratteristiche ulteriori rispetto a quelle precedentemente illustrate, con lo scopo di attirare i risparmiatori verso tale forma di impiego del capitale.
- **DROP LOCK**
 - Tasso: variabile convertibile in fisso qualora il tasso di interesse preso come base dell'indicizzazione scenda al di sotto di un tasso limite (c.d. trigger rate). Il tasso di interesse dell'obbligazione, nel momento in cui questa è trasformata in obbligazione a tasso fisso, viene in genere fissato ad un valore superiore al trigger rate. Vantaggi per i sottoscrittori: la clausola di conversione garantisce da un forte ribasso dei tassi di interesse, assicurando un rendimento minimo.
- **EQUITY LINKED**
 - Tasso: fisso, con un premio di rimborso alla scadenza calcolato in funzione di una variabile di mercato scelta tra uno o più indici azionari.
- **REVERSE FLOATER**
 - Tasso: variabile con rendimenti inversamente proporzionali ai tassi di interesse. Funzionamento: il primo anno la cedola è fissa, mentre per gli anni successivi è data dalla differenza tra un tasso fisso predeterminato e uno variabile (per esempio il tasso Euribor). Se il tasso variabile diminuisce di periodo in periodo il valore della cedola aumenta; viceversa, se esso aumenta il valore della cedola, si riduce.
- **REVERSE CONVERTIBLE**
 - Cedola periodica, con rendimento elevato. Valore di rimborso: in funzione della quotazione di un altro titolo. Funzionamento: l'emittente ha un'opzione che gli permette di decidere, alla scadenza, se rimborsare il prestito in contanti o mediante determinate azioni (la decisione è in funzione del valore di mercato dell'azione alla scadenza)
- **EUROBOND**
 - Soggetti emittenti: società, enti nazionali o esteri, Stati o enti sovranazionali. Normativa di riferimento dell'obbligazione: diversa da quella a cui è sottoposto l'emittente e collocata in più Stati. Denominazione: in una valuta diversa da quella degli Stati in cui è emessa.
- **ASSET BACKED SECURITY (ABS)**
 - Interessi: periodici. Titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione (securitization), che comportano la trasformazione di crediti non liquidi (connessi, ad esempio, a mutui residenziali) in titoli obbligazionari liquidi e negoziabili. Il flusso per il rimborso delle obbligazioni emesse è assicurato dalla liquidità derivante dall'incasso dei crediti.

- **SUBORDINATA**
- Tasso: fisso o variabile. Rimborso del capitale: subordinato al soddisfacimento integrale o parziale di tutti gli altri creditori nel caso in cui la società si trovi in una fase di liquidazione, volontaria o coatta, o di assoggettamento a procedura concorsuale. Qualora non si verificano situazioni di liquidazione o procedure concorsuali, alla scadenza del prestito gli obbligazionisti conservano il diritto al rimborso secondo modalità prefissate.
Rischio per i possessori: mancato o parziale rimborso se la società non è in grado di soddisfare integralmente gli altri creditori.
- **HIGH-YIELD**
- Soggetti emittenti: società caratterizzate da un rating molto basso e che presentano pertanto un alto grado di rischio. **Rendimento elevato ma Attenzione !!!**.
- **ZERO COUPON**
- titolo privo di cedola: non sono pagati interessi periodici.
Rendimento: garantito dal fatto che è emessa a prezzi più bassi del valore nominale (sotto la pari).
Rimborso: in un'unica soluzione
- **CALLABLE**
- Funzionamento: tutti i tipi di **obbligazioni** possono essere c.d. callable, possono cioè contenere una clausola di rimborso anticipato (c.d. call provision) esercitabile dall'emittente. Rimborso: In presenza di tale clausola l'emittente può rimborsare anticipatamente il prestito dietro pagamento di una penale (c.d. call premium).
- **CUM WARRANT**
- La società emittente può emettere warrant collegati ai titoli obbligazionari che conferiscono il diritto di acquistare o sottoscrivere titoli a condizioni prefissate. **Questo warrant è separato dall'obbligazione** e chi lo detiene può disporne liberamente ossia può mantenerlo, o cederlo o esercitarlo, in base alle condizioni di mercato.
Il warrant collegato all'obbligazione è un buono di sottoscrizione o acquisto di azioni, autonomamente negoziabile.
L'esercizio del diritto incorporato nel warrant, che deve avvenire entro un arco di tempo prefissato e ad un prezzo determinato, può riguardare l'acquisto di azioni della società emittente o di terze società.
Il warrant può essere:
 - scindibile dal titolo obbligazionario: in tal caso, frequente nella pratica, esso è liberamente negoziabile separatamente dall'obbligazione;
 - inscindibile dal titolo obbligazionario: questa ipotesi è meno frequente e prevede che obbligazione e warrant ad essa connesso siano trasferibili secondo le regole della cessione del contratto (artt. 1406 e s. c.c.).

- **(segue) CUM WARRANT**

L'opzione incorporata nel warrant può essere:

- **un'opzione di sottoscrizione.** In tal caso l'assemblea straordinaria, contestualmente all'emissione del prestito, deve aumentare il capitale sociale per un ammontare corrispondente al valore nominale delle azioni di futura emissione (come disposto per le obbligazioni convertibili). Può in tal caso essere escluso il diritto di opzione degli azionisti e degli eventuali possessori di obbligazioni convertibili (art. 2441 c. 5 e c. 6 c.c.).

Quando, invece, ha per oggetto azioni di altre società, si applica la disciplina del procedimento indiretto di conversione dettato per le obbligazioni convertibili.

- **un'opzione di acquisto** quando permette all'obbligazionista di acquistare azioni della società emittente da questa detenute in portafoglio, o azioni di altra società possedute dalla società emittente. Quest'ultima si impegna a non vendere, costituire in pegno o vincolare in altro modo le suddette azioni fin quando non sia scaduto il termine utile di esercizio dell'opzione.

Il regolamento di emissione delle obbligazioni con warrant deve contenere:

- **le caratteristiche del warrant;**

- **il prezzo di esercizio dell'opzione**, ossia la somma che deve essere corrisposta per la sottoscrizione o l'acquisto dei titoli offerti;

- **il rapporto di cambio**, cioè il numero di titoli sottoscrivibili o acquistabili con i warrant, nonché la tipologia di azioni offerte (ordinarie, privilegiate o di risparmio);

- **il periodo di esercizio**, ossia il periodo di tempo entro cui il warrant può essere esercitato. Su accordo delle parti il contratto di opzione può anche prevedere clausole (ad esempio di prelazione o di gradimento) che limitano la circolazione dei warrant.

- **CONVERTIBILI IN AZIONI**

Elementi fondamentali

- **Possono emettere obbligazioni le s.p.a., le s.a.p.a. e alcuni tipi di società cooperative.** Le s.r.l. possono emettere titoli di debito che, tuttavia, non sono obbligazioni. **Le società di persone non possono emettere obbligazioni.**
L'emissione delle obbligazioni ordinarie è deliberata dall'organo amministrativo, novità che dona allo strumento finanziario caratteristiche di maggiore "normalità" rispetto al passato, salvo che la legge o lo statuto dispongano diversamente. Diverse sono le modalità di emissione delle obbligazioni convertibili in azioni.
- **L'ammontare massimo complessivo** dell'emissione obbligazionaria non deve eccedere **il doppio** della somma dei seguenti addendi risultanti dall'ultimo bilancio approvato:
 - del capitale sociale,
 - della riserva legale,
 - delle riserve disponibili.I sindaci devono attestare il rispetto di tale limite (art. 2412 c. 1 c.c.). Il limite può essere superato in caso di:
 - **obbligazioni sottoscritte da investitori professionali;**
 - **in presenza di specifica autorizzazione governativa;**
 - **in caso di emissione di obbligazioni garantite da ipoteca su immobili di propr. sociale sino 2/3 valore.**Ai fini del computo del limite per l'emissione di obbligazioni concorrono gli importi relativi a garanzie comunque prestate dalla società per obbligazioni emesse da altre società, anche estere (art. 2412 c. 4 c.c.).
- Nel corso della vita del prestito **non sono ammesse riduzioni volontarie del capitale o distribuzione di riserve se comportano il mancato rispetto dei limiti sopra illustrati. Se la riduzione è obbligatoria, o le riserve diminuiscono per perdite, non possono essere distribuiti utili fin quando non si torni al rispetto dei limiti civilistici.**

Attenzione:

Le regole di cui sopra (limite e suo superamento in caso di sottoscrizione da parte di investitori professionali) non sono applicabili in caso di emissione di obbligazioni quotate o effettuata da società quotate in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni destinate alla quotazione sui medesimi mercati (art. 2412 c. 5 c.c.). Le banche non sono sottoposte, in generale, a limiti quantitativi all'emissione delle obbligazioni. La Banca d'Italia, tuttavia, in conformità delle deliberazioni del CICR, è tenuta a disciplinare l'emissione da parte delle banche delle obbligazioni non convertibili o convertibili in titoli di altre società. Le Banche sono comunque tenute ai sensi della legge 262/2005 – cd. legge per la tutela del risparmio – alla emanazione del **“prospetto informativo”**. Inoltre, nell'attività di collocamento presso il pubblico di strumenti finanziari - quindi anche di obbligazioni -, le Banche sono tenute al rispetto delle norme introdotte dalla c.d. “direttiva MIFID” – direttiva 2004/39/CE – Markets in Financial Instruments Directive recepita nell'ordinamento italiano, a partire dal 01 novembre 2007, con d.lgs. 164 del 17/09/2007 con notevoli impatti in termini di “profilatura” dei clienti, di rischio assumibile e di prodotti collocabili.

- Il termine di riferimento per la determinazione dell'ammontare massimo del prestito è rappresentato dal **capitale sociale anche non versato**. Si conteggiano, pertanto, anche i crediti di conferimento vantati dalla società nei confronti dei soci.
Il capitale di riferimento è quello esistente, cioè al netto delle perdite, in quanto è quello che risulta dall'ultimo bilancio approvato; ovviamente eventuali perdite incideranno anche nella quantificazione delle riserve.
 Il termine di riferimento per la determinazione del capitale è costituito dall'ultimo bilancio approvato, che può essere il bilancio d'esercizio o un eventuale bilancio infrannuale, contestuale alla delibera di emissione, con cui si prenda atto della attuale consistenza del capitale stesso.
- È legittima l'emissione di obbligazioni nel corso del primo esercizio sociale: in tal caso però la società dovrà redigere un bilancio infrannuale, comprendente la situazione patrimoniale ed il conto economico, relativo al periodo compreso tra la data di costituzione e l'emissione del prestito obbligazionario.
- **Si può tenere conto dell'aumento di capitale avvenuto nel corso dell'esercizio se è stato redatto un bilancio infrannuale (Trib. Roma 16 febbraio 1988, Trib. Genova 10 marzo 1987).**
- **Se è dichiarato nullo il bilancio che costituiva il fondamento della delibera di emissione delle obbligazioni, anche la delibera di emissione delle obbligazioni è nulla (Trib. S. M. Capua Vetere 21 novembre 1987).**
- Particolare è la questione se si debba redigere un nuovo bilancio in presenza di **perdite verificatesi dopo l'approvazione dell'ultimo bilancio ma prima della delibera di emissione**.

La dottrina distingue a seconda dell'ammontare della perdita

Da una parte (Mignoli, Pettiti, Casella, Campobasso) si distingue:

a) se eccede un terzo del capitale, l'organo amministrativo (o, in caso di sua inerzia, l'organo di controllo) deve, senza indugio, sottoporre all'assemblea una relazione sulla situazione patrimoniale della società (art. 2446 c.c.).

Questa relazione prevale sui dati che risultano dall'ultimo bilancio e ad essa si fa riferimento per desumere il limite massimo all'emissione di obbligazioni. **Se gli amministratori omettono di redigere tale relazione non è possibile adottare la delibera di emissione delle obbligazioni (responsabilità);**

b) se non eccede il limite di un terzo del capitale, è legittimo far riferimento all'ultimo bilancio, poiché si considera la perdita giuridicamente non rilevante.

Altra parte della Dottrina, altrettanto qualificata, (Cottino, Portale, Libonati) impone di tenere conto di tutte le perdite verificatesi fino alla delibera d'emissione.

Personalmente mi sento di condividere questa seconda impostazione tenuto conto delle finalità “di tutela” che determinano i limiti alle emissioni obbligazionarie.

- È possibile procedere ad una pluralità di emissioni obbligazionarie purché siano rispettati i limiti già descritti. Il valore delle obbligazioni in circolazione da prendere in considerazione per il calcolo **è il valore di emissione**, cioè la somma effettivamente riscossa dalla società, e **non il valore residuo** cioè la somma che la società dovrà restituire alla scadenza (Campobasso).

Deroghe ai limiti

- Ipoteca di primo grado su immobili di proprietà sociale: la società può emettere obbligazioni per un importo massimo pari al limite legale aumentato di un importo non superiore ai 2/3 del valore – **valore effettivo di mercato** - dei beni. **L'ipoteca garantisce l'intero prestito non la sola eccedenza.**
- La delibera di emissione deve indicare un notaio il quale provvederà, una volta iscritta la delibera nel reg. imprese, alle formalità di costituzione delle garanzie (art. 2414 bis c.c.).
Per le obbligazioni nominative l'iscrizione di ipoteca deve indicare chi sono i singoli obbligazionisti. In caso di cessione l'iscrizione si trasmette ai subentranti che non sono tenuti ad annotare la cessione.
Per le obbligazioni al portatore l'iscrizione di ipoteca è nominativa solo per la società, mentre nei confronti della massa degli obbligazionisti è formalmente unitaria. Gli obbligazionisti sono individuati per mezzo dei seguenti elementi: emittente, la data dell'atto di emissione, la serie, il numero e il valore delle obbligazioni emesse. **A completamento dell'iscrizione è richiesta l'annotazione del nome del rappresentante comune degli obbligazionisti nel momento in cui verrà nominato.**
- La legge non prevede alcun limite all'emissione in caso di obbligazioni emesse da società con azioni quotate. Infatti, la quotazione impone già di per sé rigidi obblighi informativi (art. 113 e s. D.Lgs. 58/98) e pertanto il legislatore ha ritenuto che il pubblico dei potenziali investitori in una tale ipotesi sia pienamente informato circa le caratteristiche non solo della società emittente, ma anche del prestito obbligazionario e dunque sia in grado di valutare con sufficiente cognizione di causa se sottoscrivere o meno le obbligazioni. **Att.ne ! La storia recente ridimensiona il valore di tali affermazioni (tutela del rating, capacità del mercato di valutare / assorbire adeguatamente i rischi.)**
- Per beneficiare della possibilità di emettere obbligazioni in misura illimitata e senza restrizioni circa il numero dei possibili sottoscrittori **occorre che la società emittente sia una società con azioni quotate o che le obbligazioni emesse siano destinate ad essere quotate** in un mercato regolamentato.
Non è necessario che il mercato di quotazione delle obbligazioni coincida con quello su cui sono quotate le azioni della società emittente, ben potendo trattarsi di mercati regolamentati di diversi paesi.
- Quando ricorrono particolari ragioni che interessano e coinvolgono l'economia nazionale, la società può essere autorizzata, con provvedimento dell'autorità governativa, a superare il limite legale anche senza la costituzione di garanzie. **Attenzione ipotesi rarissimamente applicata.**
- Il limite può essere superato, se le obbligazioni sono sottoscritte da **investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma di leggi speciali (art. 2412 c. 2 c.c.) ed aventi determinati requisiti patrimoniali stabiliti dalla competente autorità di vigilanza.** Se le obbligazioni in eccedenza dovessero circolare, **chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali.**

Competenza

- L'emissione delle obbligazioni non convertibili è deliberata dall'organo amministrativo, salvo diversa disposizione statutaria che individui nell'assemblea ordinario l'organo preposto.
- La delibera di emissione deve risultare da verbale redatto da notaio, il quale deve depositarla ed iscriverla nel registro delle imprese secondo le regole previste per il deposito, iscrizione e pubblicazione delle modificazioni dell'atto costitutivo.
- La delibera produce effetti e può essere eseguita **solo dopo l'iscrizione nel registro delle imprese.**
- La Banca d'Italia può richiedere a chi emette od offre strumenti finanziari segnalazioni periodiche, dati e informazioni a carattere consuntivo relativi a strumenti finanziari emessi od offerti in Italia, ovvero emessi all'estero da soggetti italiani (art. 129 D.Lgs. 385/93).
- L'impugnazione **per nullità della delibera di emissione di obbligazioni non può essere proposta dopo che siano trascorsi 180 giorni dall'iscrizione della deliberazione nel registro delle imprese o, nel caso di mancata convocazione, 90 giorni dall'approvazione del bilancio dell'esercizio nel corso del quale la deliberazione è stata anche parzialmente eseguita.**
- Le conseguenze dei vizi di irregolarità del procedimento di emissione possono riguardare direttamente i titoli obbligazionari oppure la delibera di emissione, che potrà essere considerata nulla o annullabile. Ad es.: l'emissione di obbligazioni in assenza di deliberazione comporta la **nullità** dei titoli emessi mentre la violazione dei limiti legali comporta **nullità** della delibera.
- Nella delibera di emissione deve essere contenuto **il regolamento generale del prestito obbligazionario**. Esso deve necessariamente contenere le indicazioni che seguono:
 - ammontare e durata del prestito;
 - valore nominale di ogni singola obbligazione;
 - prezzo di emissione;
 - tipo di obbligazioni emesse e modalità di rimborso;
 - garanzie;
 - tasso di interesse e altre modalità di remunerazione del capitale;
 - eventuali clausole di subordinazione.

- Generalmente le obbligazioni vengono rilasciate dalla società contro il versamento, da parte del sottoscrittore, di una somma di denaro.
È tuttavia possibile che la delibera d'emissione consenta ai sottoscrittori di effettuare il pagamento con beni in natura o con crediti vantati verso la società. Nei due casi i componenti dell'organo amministrativo **devono procedere alla stima del loro valore** (eventualmente mediante una perizia di esperti) prima di consegnare le obbligazioni, per accertarsi che queste ultime non siano emesse per somma inferiore al loro valore nominale.
- **La società non può rilasciare obbligazioni a titolo gratuito (ad esempio, per donazione).**
- La società può facoltativamente costituire specifiche garanzie al fine di rendere più appetibile il prestito, in tal caso deve indicarle nella delibera d'emissione (ad esempio, le fidejussioni di persone fisiche o di società o di entrambi).
In caso di garanzie reali la delibera di emissione deve indicare, tra le altre cose, il notaio che deve porre in essere le formalità di costituzione delle garanzie.
Qualora un azionista pubblico garantisca l'obbligazione, il titolo obbligazionario deve indicare espressamente le garanzie prestate.
- **La legge non prevede un procedimento tipico di sottoscrizione**, esso è pertanto normalmente indicato nel regolamento del prestito.
Chi sottoscrive le obbligazioni effettua, di solito contestualmente, il versamento del prezzo di emissione in virtù del quale gli vengono consegnati i titoli obbligazionari.
Se il collocamento dei titoli è attuato con l'assistenza di istituti ed aziende di credito è necessaria l'autorizzazione della Banca d'Italia.
- Gli amministratori devono predisporre e tenere **il libro delle obbligazioni**, con l'obbligo di aggiornarlo (art. 2421 c. 1 n. 2 c.c.). In esso devono annotare l'ammontare delle obbligazioni emesse e, in seguito, l'ammontare di quelle via via estinte, il cognome ed il nome dei titolari di obbligazioni nominative, i trasferimenti ed i vincoli relativi a queste ultime. **Questo libro può essere esaminato dal rappresentante comune, non dagli azionisti né dai singoli obbligazionisti (art. 2422 c.c.).**

- Per permettere un'efficace tutela degli obbligazionisti la legge ha previsto la creazione di un'organizzazione di tutti i possessori di obbligazioni dotate delle medesime caratteristiche. Al singolo obbligazionista sono altresì riconosciuti alcuni poteri per la tutela della sua posizione di creditore della società.
- Per remunerare gli obbligazionisti la società determina liberamente se corrispondere un interesse periodico o decidere altre modalità di remunerazione. **Il cambiamento di tali modalità nel corso del prestito costituisce una modificazione delle condizioni del prestito.**
- La riscossione degli interessi è normalmente legata alla presentazione alla società emittente o ai soggetti da questa autorizzati, alle scadenze stabilite nel regolamento, delle cedole allegate a ciascun titolo emesso.
In caso di inadempimento della società, **l'obbligazionista può chiedere la risoluzione del rapporto e l'immediato rimborso del capitale, in applicazione della disciplina del mutuo secondo la quale, se il mutuatario (la società) non adempie l'obbligo del pagamento degli interessi, il mutuante (obbligazionista) può chiedere la risoluzione del contratto (art. 1820 c.c.). Il diritto a riscuotere gli interessi maturati si prescrive in 5 anni (art. 2948 c.c.).**
- Agli obbligazionisti possono riconoscersi forme di remunerazione del capitale prestato alla società diverse dagli interessi, quali per esempio il premio di emissione o il premio di rimborso. Il primo è costituito dalla differenza positiva tra il prezzo di emissione dell'obbligazione e il suo valore nominale (emissioni sotto la pari). Il secondo è costituito dalla differenza tra valore nominale dell'obbligazione e maggiore importo rimborsato alla scadenza. È possibile anche corrispondere dei premi in denaro o in natura da sorteggiarsi periodicamente fra gli obbligazionisti. È comunque frequente che tali utilità si combinino col pagamento degli interessi.
- La società emittente può anche prevedere una forma di remunerazione in base alla quale, oltre alla corrispondenza di interessi, si consente agli obbligazionisti di partecipare agli utili della società finanziata. Si applica in tal caso la disciplina dei **contratti di cointeressenza agli utili senza partecipazione alle perdite**, da cui la dottrina prevalente ritiene discenda il diritto degli obbligazionisti di controllare i risultati della gestione (art. 2554 c.c.). Questo orientamento ritiene esistente il **diritto di controllo** anche nel caso in cui le norme che regolano il funzionamento del prestito non lo abbiano previsto.

- L'obbligazionista vanta nei confronti della società il diritto al rimborso dell'obbligazione. La somma rimborsata è costituita dal valore nominale del titolo o dal maggiore importo risultante dalla previsione di un premio di rimborso. **Il rimborso segna il momento in cui si estingue l'obbligazione.**
- Le modalità di rimborso sono stabilite con la delibera di emissione e devono essere indicate nel certificato obbligazionario. **Esse possono essere modificate nel corso del prestito. La società, infatti, ha un'ampia libertà di regolare tali modalità, purché il diritto sia riconosciuto e purché esso sia svincolato dagli eventuali risultati negativi della gestione dell'impresa sociale.**
La procedura di rimborso ordinaria si fonda su un piano di ammortamento delle obbligazioni, potendosi tuttavia prevedere anche il rimborso anticipato. **Una modalità straordinaria è costituita invece dall'acquisto delle obbligazioni proprie da parte della società.**
- Le obbligazioni subordinate, in caso di liquidazione della società, sono rimborsabili solo dopo il completamento della relativa procedura.
- La modalità di rimborso più frequente è rappresentata dall'estinzione dell'obbligazione in base ad un piano di ammortamento che consente alla società di graduare nel tempo l'adempimento dell'obbligo di restituzione del capitale. Sono tuttavia possibili altre modalità.
La società può per esempio pagare:
 - ad una determinata scadenza l'ammontare globale del capitale, avendo effettuato i pagamenti periodici degli interessi nel corso del prestito;
 - interamente e ad una prefissata scadenza il capitale più gli interessi (zero coupon bond);
 - una quota di capitale fissa o variabile contestualmente al pagamento delle varie cedole di interessi. L'ammontare degli interessi pagati è man mano decrescente poiché diminuisce l'entità del capitale su cui gli stessi vengono calcolati.
- E' possibile procedere al rimborso del titolo sulla base di una periodica estrazione per sorteggio, a cui deve presenziare, a pena di nullità, il rappresentante comune degli obbligazionisti o, in sua assenza, un notaio (art. 2420 c.c.). I titoli, vengono individuati in sede di estrazione attraverso la rispettiva serie, lettera e numero, per cui il diritto alla restituzione del capitale dipende dalla coincidenza dei dati del documento con gli estremi dell'estrazione. Il debito di rimborso del capitale si prescrive in dieci anni.

Rimborso anticipato

- È frequente che il regolamento del prestito preveda una clausola con cui si riserva alla società la facoltà di rimborsare il prestito con anticipo rispetto al piano di ammortamento prestabilito. Se il regolamento del prestito nulla prevede, l'organo amministrativo che ha emesso il prestito obbligazionario può comunque deliberare il rimborso anticipato. **La relativa delibera deve essere approvata dall'assemblea degli obbligazionisti con le maggioranze previste per la modifica delle condizioni del prestito.**

È, tuttavia, **illegittimo il rimborso anticipato di titoli obbligazionari se tale facoltà, pur prevista nel regolamento che disciplina l'operazione, non è stata resa nota al sottoscrittore del titolo, almeno mediante espresso richiamo al regolamento nel contratto d'acquisto, e la relativa clausola non è stata dal medesimo specificamente accettata per iscritto (art. 1341 c. 2 c.c.).**

Se la società intende rimborsare anticipatamente le obbligazioni e vi sono obbligazioni con diritto a premi da estrarre periodicamente oppure le condizioni del prestito non indicano la sorte da riservare ai premi, la società deve assegnare i premi residui, modificando le condizioni originarie del prestito.

Acquisto delle proprie obbligazioni

- La società può procedere all'estinzione delle obbligazioni anche mediante **acquisto dei titoli sul mercato, anche se le condizioni del prestito nulla prevedono a proposito**. In quest'ultimo caso però non è possibile modificare il piano di scadenze previste nel regolamento del prestito. Tale modalità è particolarmente conveniente per la società quando il costo dei titoli sul mercato sia inferiore al loro valore nominale.

Attenzione:

- A tale operazione non sono applicabili i limiti e le condizioni dettati per l'acquisto di azioni proprie da parte della società, in quanto non sussistono elementi di analogia.

- La società può procedere all'acquisto delle proprie obbligazioni per finalità diverse dalla loro estinzione (ad esempio per sostenere il corso dei titoli stessi): in tal caso l'acquisto non comporta l'estinzione delle obbligazioni proprie di cui la società entra in possesso.

- Le obbligazioni rappresentate da titoli o certificati sono titoli di credito nominativi, circolano, pertanto, seguendo le regole applicabili alle azioni rappresentate da titoli e quindi con la formalità della **girata (piena e con firme autenticate) o del transfert**. Nei due casi è necessario procedere all'annotazione del trasferimento sul libro delle obbligazioni per renderlo efficace nei confronti della società.
- Le obbligazioni al portatore circolano invece con la sola consegna del titolo.
- Le **obbligazioni dematerializzate** circolano mediante semplici registrazioni contabili nel sistema delle società di gestione accentrata.
Stessa disciplina si applica alle obbligazioni che, pur se rappresentate da titoli, sono volontariamente immesse nel sistema di gestione accentrata.

Diritti sulle obbligazioni

- Sulle obbligazioni rappresentate da titoli è possibile costituire **usufrutto o pegno**, con applicazione, per analogia, delle modalità e della disciplina dettate per le azioni.
Per la costituzione di vincoli e l'esercizio dei diritti relativi sulle obbligazioni dematerializzate (obbligatoriamente o per volontà dell'emittente) occorre il coinvolgimento della società di gestione accentrata.
- E' possibile espropriare le obbligazioni su istanza dei creditori particolari dell'obbligazionista muniti di titolo esecutivo.
- I singoli obbligazionisti hanno diritto di esaminare **il libro delle adunanze e delle deliberazioni delle assemblee degli obbligazionisti** 2421 n° 7 – **diverso dal libro delle obbligazioni** 2421 n° 2 - e di ottenerne estratti a proprie spese (art. 2422 c. 2 c.c.). **Per il resto essi sono tutelati nel loro diritto ad essere informati attraverso il rappresentante comune degli obbligazionisti.**

- Il legislatore tutela l'interesse degli obbligazionisti prevedendo un'organizzazione articolata in due organi: **l'assemblea degli obbligazionisti ed il rappresentante comune (artt. 2415-2420 c.c.).**
- Se la società emette tipi differenti di obbligazioni è necessario creare tante organizzazioni quanti sono i tipi diversi di obbligazioni, con distinti rappresentanti comuni. **Nel momento in cui la società provvede all'integrale rimborso delle obbligazioni di una determinata emissione l'organizzazione relativa a quella emissione si estingue.**
- I singoli prestiti sono dotati di un regolamento negoziale al quale i sottoscrittori degli altri prestiti risultano estranei. **Eventuali modifiche richiedono solo il consenso dei sottoscrittori di quella particolare emissione.**
- **Si ha l'obbligazionista unico** quando tutte le obbligazioni sono sottoscritte o si concentrano successivamente nelle mani di un solo possessore, persona fisica o società. In tal caso la Dottrina è divisa:
 - secondo una parte l'organizzazione degli obbligazionisti, presupponendo una pluralità di obbligazionisti, non ha motivo d'esistere. L'obbligazionista unico esercita quindi personalmente i poteri attribuiti dalla legge (Pettiti).
 - secondo altra tesi, dato l'obbligo di legge, è necessario costituire tale organo (Campobasso).

L'assemblea degli obbligazionisti ha competenza a deliberare nelle seguenti materie (art. 2415 c. 1 c.c.):

- nomina e revoca del rappresentante comune;
- modificazioni delle condizioni del prestito;
- proposta di concordato della società;
- costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela dei sottoscrittori; dette spese vanno riepilogate in un rendiconto che il rappresentante comune, ante scadenza incarico, sottopone all'assemblea per l'approvazione;
- altri argomenti di interesse comune: si tratta di una categoria residuale, in forza della quale l'assemblea può intraprendere qualsiasi iniziativa di tutela del rapporto obbligazionario.
- **L'assemblea degli obbligazionisti può inoltre agire in giudizio al fine di:**
 - esigere immediatamente la prestazione se il debitore (la società) è divenuto insolvente o ha diminuito, per fatto proprio, le garanzie che aveva dato oppure non ha dato le garanzie che aveva promesso (art. 1186 c.c.);
 - precludere al singolo obbligazionista di esercitare individualmente azioni cautelari, conservative o esecutive dalle quali possa derivare pregiudizio alla realizzazione dell'interesse di gruppo;
 - chiedere la risoluzione del contratto, se la società non adempie al pagamento degli interessi (art. 1820 c.c.);
 - opporsi alla riduzione volontaria del capitale (art. 2445 c. 3 c.c.), alla deliberazione di fusione (art. 2503 c.c.), all'istanza di fallimento della società.
- **La competenza dell'assemblea degli obbligazionisti incontra un duplice limite:**
 - a) la deliberazione deve riguardare **l'interesse comune degli obbligazionisti;**
 - b) deve rispettare il principio di parità di trattamento fra gli obbligazionisti (ma non può impedire che il singolo obbligazionista si attivi individualmente a sua tutela esclusiva).

- L'assemblea degli obbligazionisti deve deliberare sulle modifiche delle condizioni del prestito che riguardano direttamente la situazione di tutti gli obbligazionisti.
Costituiscono esempi di tali modificazioni: la diversa regolamentazione del piano di ammortamento del prestito, la modifica delle modalità di remunerazione del capitale o la sospensione della corresponsione degli interessi, la rinuncia ad una parte delle garanzie e, in relazione alle obbligazioni convertibili, la fissazione di un diverso rapporto di cambio o un cambiamento dei termini e delle modalità di conversione.
Il limite alla possibilità di modificare le condizioni del prestito consiste nel fatto che ciò non comporti la modifica delle caratteristiche strutturali del rapporto intercorrente tra emittente e obbligazionisti.
Vi sono infatti, alcuni elementi strutturali del prestito che non sono modificabili, neppure dall'assemblea degli obbligazionisti. È così **illegittima la delibera che:**
 - imponga agli obbligazionisti di erogare ulteriori somme alla società;
 - preveda di rinunciare, in tutto o in parte, al rimborso del capitale;
 - imponga la conversione delle obbligazioni in azioni o sopprima detta conversione;
 - elimini il diritto di opzione per le obbligazioni con warrant.
- **Non si richiede l'approvazione** degli obbligazionisti per le modifiche che, solo in **modo riflesso**, incidono sulla situazione dei singoli obbligazionisti, quali ad **esempio l'emissione di un nuovo prestito obbligazionario assistito da garanzie reali su beni della società, anche se di fatto in questo modo è diminuita la garanzia patrimoniale generica degli altri obbligazionisti.**
- La procedura di modificazione delle condizioni si svolge in due fasi principali.
In una prima fase l'organo amministrativo decide di modificare le condizioni del prestito, motivando tale decisione sulla base delle oggettive condizioni della società tali da rendere la modifica mezzo di tutela dell'interesse comune degli obbligazionisti. La seconda fase prevede la delibera di accettazione da parte dell'assemblea degli obbligazionisti. La proposta si perfeziona dal momento in cui la delibera d'accettazione è portata a conoscenza della società.

- Come noto, per avere un seguito, è necessario che la proposta di concordato preventivo o fallimentare della società sia approvata dalla maggioranza dei creditori della società.
In generale gli obbligazionisti, nella loro qualità di creditori sociali, esprimono il loro parere attraverso la deliberazione dell'assemblea speciale che li riunisce, con le maggioranze previste per l'assemblea straordinaria. La decisione presa da tale assemblea viene poi espressa dal rappresentante comune nell'adunanza dei creditori.
- Sia **la proposta di concordato fallimentare** che l'avviso di convocazione dell'adunanza dei creditori devono essere comunicate al rappresentante comune degli obbligazionisti.
- In assenza di soluzioni legali o giurisprudenziali, si è posto il problema di stabilire come deve essere computato il voto espresso dall'assemblea degli obbligazionisti.
- Le maggioranze richieste dalla legge fallimentare per l'approvazione sono:
 - concordato preventivo: il concordato è approvato se riporta il voto favorevole dei creditori che rappresentino la maggioranza dei crediti ammessi al voto;
 - concordato fallimentare: il concordato è approvato se riporta il voto favorevole dei creditori che rappresentino la maggioranza dei crediti ammessi al voto.
- **Secondo la dottrina dominante si tratta di un voto di contenuto unitario per tutti gli obbligazionisti.** Il voto va quindi computato:
 - **nella maggioranza di somma** per una somma corrispondente all'importo complessivo del capitale di prestito **emesso e non ancora estinto**;
 - nella maggioranza numerica **per un numero pari a quello di tutti gli obbligazionisti** (compresi i contrari o gli astenuti).
- Per individuare il numero **degli obbligazionisti al portatore** si assume come principio che essi siano in numero **corrispondente ai certificati obbligazionari emessi e non estinti**, a meno che non si provi che più certificati sono nelle mani dello stesso soggetto.
- **Se l'assemblea degli obbligazionisti non è stata convocata o non ha potuto deliberare** (ad esempio per mancato raggiungimento della maggioranza) **il rappresentante comune non può manifestare alcun voto nell'adunanza dei creditori, poiché la determinazione dell'interesse comune è espressamente riservata all'assemblea.**
I singoli obbligazionisti in tal caso possono manifestare il proprio voto direttamente ed individualmente. Ogni voto sarà computato come quello degli altri creditori sia nella maggioranza per somma che in quella numerica (art. 2419 c.c.).

- Salvo diverse disposizioni dell'atto costitutivo, l'assemblea degli obbligazionisti è **disciplinata dalle stesse disposizioni generali dettate per l'assemblea straordinaria dei soci (art. 2415 c. 3 c.c.)**.
- **Sia il rappresentante comune che i componenti dell'organo amministrativo della società possono convocare l'assemblea degli obbligazionisti quando lo ritengano necessario.**
 Gli amministratori o i consiglieri di gestione devono convocarla senza ritardo quando ne sia fatta richiesta da una minoranza di obbligazionisti che rappresentino almeno 1/20 dei titoli ancora in circolazione (ossia emessi e non estinti) (applicazione analogica dell'art. 2367 c. 1 c.c.).
 Se i componenti dell'organo amministrativo o, in loro vece, i componenti dell'organo di controllo non provvedono, il Tribunale, su richiesta degli appartenenti alla minoranza, deve convocare l'assemblea con proprio decreto designando altresì la persona che dovrà presiederla (applicazione analogica dell'art. 2367 c. 2 c.c.).
- **Se il regolamento del prestito non dispone diversamente**, va convocata per legge nella sede della società, restando inefficace al riguardo ogni diversa clausola dello statuto.
- La presidenza dell'assemblea è conferita alla persona designata dallo statuto, in mancanza a una persona designata dagli intervenuti. Il Presidente accerta e dichiara la regolare costituzione dell'assemblea.
 Gli obbligazionisti **rappresentanti almeno 1/3 delle obbligazioni emesse e non estinte** possono chiedere il **rinvio dell'assemblea qualora non siano stati adeguatamente informati** sul contenuto dell'ordine del giorno (applicazione analogica dell'art. 2374 c.c.).
- Hanno diritto di intervento e voto tutti i possessori di obbligazioni **non ancora estinte, anche se già scadute**.
- I componenti dell'organo amministrativo e di controllo dell'emittente hanno solo il diritto di intervento.
 Il rappresentante comune degli obbligazionisti ha diritto di intervenire. Tuttavia **anche quando questi non sia stato nominato o quando sia decaduto dalla carica, l'assemblea è comunque validamente costituita e le delibere assunte senza la sua partecipazione sono valide.**
- Se l'atto costitutivo non dispone diversamente, l'obbligazionista può farsi rappresentare in assemblea.
 La delega deve essere conferita per iscritto ed i relativi documenti conservati dalla società. È ammesso il conferimento della rappresentanza al rappresentante comune.
- Se sulle obbligazioni è costituito un usufrutto o pegno, si riconosce, salva diversa convenzione tra le parti, il diritto di intervento e di voto in capo all'usufruttuario o al creditore pignoratizio (applicazione analogica dell'art. 2352 c.c.).
- La società non può partecipare alle deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti per le obbligazioni da essa possedute (art. 2415 c. 4 c.c.).
 Chi si trova in conflitto di interessi col gruppo degli obbligazionisti **può sempre intervenire e votare in assemblea e le sue obbligazioni sono computate nel quorum costitutivo dell'assemblea** (applicazione analogica dell'art. 2373 u.c. c.c.). Tuttavia, **se la delibera arreca danno agli obbligazionisti e risulta approvata col voto determinante dell'obbligazionista in conflitto di interessi, essa è impugnabile secondo le norme previste per l'assemblea dei soci.**

- **Si applica generalmente il quorum costitutivo e deliberativo dell'assemblea straordinaria.** In caso di delibera **sulle modifiche delle condizioni del prestito**, è necessario anche in seconda convocazione il voto favorevole degli obbligazionisti che rappresentano almeno la metà delle obbligazioni emesse e non estinte (art. 2415 c. 3 c.c.).
- Il notaio deve redigere il verbale dell'assemblea degli obbligazionisti (art. 2375 c.c.). È ammessa la redazione del verbale sintetico. Il verbale deve essere trascritto nel libro delle adunanze e delle deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti tenuto a cura del rappresentante comune.
- Le deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti devono essere iscritte nel registro delle imprese a cura del notaio che ha redatto il verbale (art. 2415 c.c.).
- Il rappresentante comune deve provvedere all'esecuzione delle deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti. Esse hanno come normale destinatario la società ed i loro effetti variano a seconda dell'oggetto della delibera.
Per esempio la delibera dell'assemblea degli obbligazionisti che non approva la delibera sociale di modifica delle condizioni del prestito, ha l'effetto di impedire che quest'ultima venga validamente eseguita.
- Le deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti sono impugnabili, per annullabilità o nullità, secondo le regole previste per le delibere dell'assemblea dei soci. **Le percentuali richieste** per le impugnazioni delle delibere annullabili dell'assemblea dei soci sono calcolate, per l'assemblea degli obbligazionisti, con riferimento **all'ammontare del prestito obbligazionario e alla circostanza che le obbligazioni siano quotate in mercati regolamentati (art. 2416 c.c.).**
- **L'impugnazione deve essere proposta dinanzi al Tribunale dove ha sede la società emittente, in contraddittorio con il rappresentante comune** (art. 2416 c. 3 c.c.). Quando però questi **non è stato nominato, l'obbligazionista impugnante può chiedere la nomina del rappresentante al Tribunale** e quindi rivolgere contro di lui l'impugnazione.
In alternativa, si è ritenuto possibile proporre l'impugnazione nei confronti di tutti gli altri obbligazionisti. Tale soluzione, più agevole quando gli obbligazionisti sono pochi, è più difficile quando gli obbligazionisti sono in gran numero; essa è in ogni caso praticabile mediante la citazione per pubblici proclami.

Novità introdotte dal c.d. «decreto sviluppo» d.l. n° 83 del 2012, convertito, con modificazioni, dalla L. 07 agosto 2012 n° 134.

- La relazione governativa all'art. 32 del decreto legge 83/2012 evidenzia come la finalità del provvedimento sia quella «...di semplificare ed attuare l'attuale ordinamento degli strumenti per il finanziamento dell'attività di impresa ...».
- Sostanzialmente il decreto realizza la finalità di cui sopra donando nuovo vigore allo strumento della cambiale finanziaria; per lo strumento obbligazionario le novità normative sono state rivolte ai profili:
 - fiscale: interessi passivi deducibili senza limiti (non si applica l'art. 3 comma 115 della legge 28 dicembre 1995 n° 549 - indeducibilità per l'emittente per interessi superiori al doppio del tasso di riferimento per titoli similari per standing e durata) per le obbligazioni **emesse dal 22 giugno 2012**, sottoscritte da investitori qualificati, a condizione che non siano soci dell'emittente. Restano salvi i limiti previsti dall'art. 96 del TUIR (no deducibilità interessi > 30% ROL gestione caratteristica);
 - amministrativo: le obbligazioni emesse da società non quotate possono prevedere clausole di partecipazione agli utili e di subordinazione del loro rimborso (che in ogni caso non possono incidere sugli obblighi finali di rimborso del titolo) purché il prestito abbia una durata iniziale uguale o superiore a 36 mesi;
 - regolamentare: intervento sui limiti di emissione che non si applicano ai prestiti quotati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione emessi da società non quotate ed ai **prestiti che danno il diritto di acquisire o sottoscrivere azioni**.

Obbligazioni convertibili

- Le s.p.a. e le s.a.p.a. possono emettere obbligazioni che riconoscono la facoltà di conversione delle stesse in azioni della società emittente (**procedimento diretto di conversione**) o di un'altra società (**procedimento indiretto di conversione**).
- In queste obbligazioni (c.d. obbligazioni convertibili in azioni) è contenuto, **oltre al contratto di mutuo**, anche **un contratto d'opzione sulle azioni offerte in conversione**.
- Esse offrono il vantaggio per gli obbligazionisti di diventare azionisti se l'andamento sociale è favorevole o di scegliere il rimborso delle somme prestate.
- La “cartula” che incorpora l'obbligazione convertibile deve contenere, oltre quanto stabilito in generale per le obbligazioni ordinarie, anche l'indicazione del rapporto di cambio e delle modalità di conversione (art. 2420 bis u.c. c.c.).
- I possessori di queste obbligazioni hanno, in generale, gli stessi diritti e gli stessi poteri dei possessori di obbligazioni ordinarie.
- Il tratto distintivo fondamentale è rappresentato **dal diritto alla conversione dei propri titoli in azioni, dal diritto d'opzione sulle azioni di nuova emissione in caso di aumento del capitale a pagamento e sulle obbligazioni convertibili ove la società intenda effettuare una nuova emissione.**
- Anche tali obbligazionisti sono riuniti in un'organizzazione composta da un'assemblea e da un rappresentante comune cui è applicabile la disciplina generale già vista.
- La società che intende emettere obbligazioni convertibili deve rispettare, al momento dell'adozione della delibera di emissione, la condizione dell'**integrale versamento del capitale sociale**.
- Contestualmente alla delibera di emissione, deve deliberarsi un aumento del capitale sociale.
- **Le obbligazioni convertibili devono essere offerte in opzione agli azionisti e ai possessori di obbligazioni convertibili già eventualmente presenti.**

- Il capitale sociale, in caso di emissione di obbligazioni convertibili, **deve essere interamente versato** a pena di nullità della delibera stessa.
- Si tratta di una norma che vuole assicurare che, anche nel caso di obbligazioni convertibili, non sia eseguito alcun aumento di capitale fino a che le azioni precedentemente emesse non siano interamente liberate (art. 2438 c.c.).
- Nel caso in cui vengano **offerte in conversione azioni di società terza** (c.d. procedimento indiretto) **si ritiene invece che tale condizione debba riguardare la società terza**. Per verificare il rispetto di questa condizione occorre aver riguardo al **capitale sociale sottoscritto risultante dall'ultimo bilancio regolarmente approvato**. Si può dunque trattare anche di un bilancio infrannuale appositamente redatto ed approvato.
- È considerata illegittima la delibera di emissione per un importo corrispondente al capitale sociale di una s.p.a. **in cui l'attestazione dell'integrale versamento del capitale sociale provenga dal collegio sindacale e non dall'ultimo bilancio regolarmente approvato** (App. Firenze 27 aprile 1982).
- Alla luce delle novità introdotte dal c.d. decreto Sviluppo (abolizione dei limiti all'emissione di prestiti obbligazionari convertibili) non sembrano emergere particolari problematiche all'emissione di più di un prestito convertibile.
- Tale conclusione non contrasta con la norma di legge che dispone che non si possono emettere nuove azioni fino a che quelle emesse non siano interamente liberate: **le azioni oggetto del futuro esercizio del diritto di conversione non possono infatti essere considerate come azioni sottoscritte e tanto meno emesse.**
- **L'assemblea straordinaria delibera l'emissione di obbligazioni convertibili**, con le modalità per essa normalmente previste.

- La legge prevede che lo statuto, o una sua successiva modifica, possa attribuire all'organo amministrativo la facoltà di emettere in una o più volte obbligazioni convertibili, fino ad un ammontare determinato e per il periodo massimo di 5 anni dalla data di iscrizione della società nel registro delle imprese o dalla data della delibera che modifica lo statuto. **In tal caso la delega comprende anche quella relativa al corrispondente aumento del capitale sociale.**
In caso di delega, le condizioni di legge per l'emissione devono sussistere all'atto dell'effettiva emissione. **La delega può dunque essere conferita anche se il capitale sociale non è stato integralmente versato.**
- L'organo che delibera l'emissione di obbligazioni convertibili in azioni della stessa società che ha emesso il prestito obbligazionario, **deve contestualmente aumentare il capitale sociale per un ammontare corrispondente alle azioni da attribuire in conversione (art. 2420 bis c. 2 c.c.).**
L'obbligo non sussiste quando le obbligazioni si convertono in azioni proprie della società già emesse ed interamente liberate o in azioni di una società terza possedute dalla società emittente.
- **Gli obbligazionisti, che hanno sottoscritto obbligazioni convertibili, partecipano sia ad eventuali aumenti gratuiti di capitale che ad eventuali diminuzioni per perdite: in tali casi il rapporto di cambio è modificato in proporzione alla misura dell'aumento o della riduzione.**
- Quando vengono offerte in conversione azioni di una società terza non possedute dall'emittente, l'obbligo di aumento del capitale va assolto dalla società terza.
- **Contestualità non significa contemporaneità**, pertanto l'assemblea può deliberare l'aumento anche in una riunione successiva rispetto a quella che decide l'emissione delle obbligazioni.

- L'aumento del capitale a servizio della conversione ha le seguenti particolarità:
 - **non può essere revocato da una successiva delibera**, a pena di nullità della delibera stessa;
 - **ha un'esecuzione differita, frazionata e progressiva in quanto attuata via via che i possessori dei titoli chiedono di convertire le obbligazioni in azioni**;
 - è scindibile nel senso che il capitale sociale dovrà considerarsi aumentato di un importo pari alle obbligazioni per le quali sia stata richiesta la conversione nei termini previsti anche laddove esse non rappresentino la totalità del prestito.
- Nel caso in cui le obbligazioni (o una parte di esse) non vengano convertite, il capitale viene riportato all'ammontare coperto.
- La delibera d'emissione di obbligazioni convertibili deve specificare, oltre alle indicazioni previste per l'emissione di obbligazioni ordinarie:
 - le regole relative al prezzo di emissione, al rapporto di cambio e al periodo di conversione, secondo quanto esaminato di seguito;
 - il tipo di azioni offerte in conversione (se esse sono ordinarie, privilegiate o di risparmio), il procedimento di conversione prescelto.
- La legge non fa alcun riferimento al prezzo di emissione delle obbligazioni limitandosi a precisare, in materia di aumento del capitale, che si applicano in quanto compatibili le norme in materia di azioni (art. 2420 bis c. 2 c.c. che richiama l'art. 2346 c. 3, 4, 5 c.c.). La Dottrina è divisa tra chi (Campobasso) **ritiene vietata l'emissione di obbligazioni convertibili per somma complessivamente inferiore al loro valore nominale** e chi (Carotti) ammette l'emissione di obbligazioni convertibili per una somma complessivamente inferiore al loro valore nominale argomentando che tale emissione, di per sé, non viola le disposizioni di legge sull'emissione azionaria (contenute nel richiamato art. 2346 c.c.), fermo restando la necessità che il valore complessivo dei conferimenti non deve essere inferiore al capitale sociale.
- **Le recenti novità normative inducono a preferire un'interpretazione più rigorosa.**

- Il rapporto di cambio indica il numero ed il valore complessivo delle azioni che è possibile conseguire in cambio di un certo numero di obbligazioni, con un determinato valore nominale. Esso deve essere indicato sul certificato obbligazionario. Il rapporto di cambio non può essere modificato in corso del prestito, salve ipotesi di aumento gratuito del capitale o sua riduzione per perdite.
- Vi è un'ampia discrezionalità nella determinazione di tale rapporto tuttavia è inammissibile sia l'adozione di metodi che non consentano di fissare fin dall'inizio l'importo massimo di capitale sociale che potrà essere sottoscritto in sede di conversione, sia l'apposizione di clausole che prevedano la convertibilità prendendo come riferimento il valore di mercato delle azioni o obbligazioni.
- In linea di principio la delibera d'emissione determina liberamente il periodo di conversione: in assenza di diversa previsione, il diritto di conversione può essere esercitato in ogni momento fino alla scadenza del prestito (c.d. conversione continua) (art. 2420 bis c. 3 c.c.).
- Frequente è la clausola che riconosce alla società la facoltà di riservarsi la possibilità di anticipare la scadenza del termine di conversione.
- La deliberazione di emissione deve risultare da verbale redatto da notaio, il quale deve depositarla ed iscriverla nel registro delle imprese secondo le regole previste per il deposito, iscrizione e pubblicazione delle modificazioni dell'atto costitutivo.
Per l'iscrizione dell'aumento del capitale derivante da emissione di obbligazioni convertibili, sono applicabili le regole generali previste per l'iscrizione dell'avvenuto aumento del capitale sociale.
- Il bilancio non può indicare come capitale sociale sottoscritto l'entità dell'aumento di capitale destinato alla conversione prima che gli obbligazionisti abbiano convertito le proprie obbligazioni.
- I componenti dell'organo amministrativo possono eseguire la delibera d'emissione, offrendo le obbligazioni in opzione, soltanto dopo avere effettuato gli adempimenti di iscrizione.
- Le obbligazioni convertibili devono essere offerte in opzione agli azionisti, in proporzione al numero di azioni da essi possedute ed ai possessori di obbligazioni convertibili emesse in precedenza, sulla base del rapporto di cambio. L'offerta deve essere depositata presso l'ufficio del registro delle imprese.
- Per l'esercizio del diritto di opzione deve essere concesso un termine non inferiore a trenta giorni dalla pubblicazione dell'offerta, salvo quanto previsto dalle leggi speciali per le società con azioni quotate in mercati regolamentati. La dottrina ritiene che, quando l'assemblea dei soci esclude o limita il diritto d'opzione nell'interesse della società, sia necessaria una delibera favorevole anche dell'assemblea degli obbligazionisti.
- Se manca l'approvazione dell'assemblea degli obbligazionisti **la delibera sociale di esclusione del diritto d'opzione è priva di efficacia, sia pure limitatamente alle azioni spettanti ai titolari di obbligazioni convertibili.**

- Se gli obbligazionisti non esercitano il diritto di conversione, possono chiedere il rimborso del prestito secondo le regole dettate per le obbligazioni ordinarie.
- I procedimenti di conversione delle obbligazioni, indicati nel regolamento del prestito, si distinguono a seconda che oggetto della conversione siano:
 - azioni della società che le ha emesse (conversione diretta);
 - azioni di una società terza, possedute o meno dall'emittente (conversione indiretta).
- La società emittente **può convertire le obbligazioni in azioni proprie** secondo una delle tre modalità esaminate di seguito:
 - **conversione in azioni proprie non ancora emesse:** è l'ipotesi più frequente e l'unica disciplinata dalla legge. L'obbligo, contestuale all'emissione delle obbligazioni, di aumentare il capitale è richiesto proprio per coprire il fabbisogno di azioni promesse in conversione ai portatori di titoli convertibili.
 - **conversione delle obbligazioni in azioni proprie già emesse ed integralmente liberate** (per rispettare il limite dell'integrale versamento del capitale sociale). Le azioni offerte in conversione possono essere detenute in portafoglio oppure possono essere acquistate sul mercato nel rispetto delle regole sull'acquisto di azioni proprie.
 - **conversione delle obbligazioni in azioni proprie sottoscritte da un terzo:** in tal caso una banca o un altro ente finanziatore sottoscrive tutte le azioni emesse in sede di aumento del capitale a servizio dell'emissione delle obbligazioni convertibili, impegnandosi a tenerle a disposizione di chi opterà per la conversione. Il terzo ha il ruolo di intermediario tra la società e i risparmiatori, garantendo una migliore penetrabilità nel mercato, con la conseguente maggiore possibilità di riuscita del prestito e della sua conversione.

- La richiesta di conversione è effettuata dal possessore delle obbligazioni. Essa, salvo diversa disposizione contenuta nel regolamento del prestito, è indirizzata alla società le cui azioni sono offerte in conversione, fatta eccezione per l'ipotesi in cui la società emittente abbia in portafoglio le azioni della società terza da offrire in conversione.
- Non si richiede la forma scritta; è invece necessaria la presentazione e la consegna dei titoli obbligazionari ai componenti dell'organo amministrativo.
Nel momento in cui i componenti dell'organo amministrativo ricevono la richiesta di conversione, si perfeziona il contratto di sottoscrizione delle azioni: si estingue il rapporto di credito con la società e nasce il rapporto sociale.
- L'obbligazionista diventato azionista, non può più vantare nei confronti della società alcun diritto derivante dall'obbligazione: non ha più diritto agli interessi mentre correlativamente acquista il diritto a concorrere alla distribuzione degli utili.
- Se sull'obbligazione è costituito un diritto di pegno o di usufrutto e nel titolo costitutivo non sia indicato il soggetto legittimato a esercitare il diritto di conversione ci si chiede chi possa esercitare tale diritto laddove quest'ultimo scada prima dell'estinzione del vincolo. La soluzione che tutela gli interessi di entrambe le parti è quella **di un accordo tra di esse in merito alla decisione dell'esercizio della conversione.**
La decisione su chi debba esercitare il diritto di conversione infatti **non spetterebbe**:
 - all'usufruttuario o al creditore pignoratizio, non potendo essi compiere atti dispositivi sul bene vincolato (tale sarebbe appunto la trasformazione del credito in partecipazione azionaria);
 - al nudo proprietario o al costituente in pegno, non potendo essi mutare l'oggetto dell'usufrutto o del pegno.
- I componenti dell'organo amministrativo, perfezionata la sottoscrizione delle azioni, hanno l'obbligo di compilare e rilasciare i certificati azionari e di dare pubblicità all'intervenuto aumento di capitale, salva una diversa disciplina contenuta nel regolamento del prestito.
 Tali formalità variano a seconda dei periodi di conversione stabiliti nel regolamento del prestito.

- Quando è possibile un esercizio continuato del diritto di conversione, i componenti dell'organo amministrativo devono emettere, nel primo mese di ogni semestre, le azioni spettanti agli obbligazionisti che hanno chiesto la conversione nel semestre precedente. Tale obbligo decorre dalla emissione del prestito o dal diverso termine iniziale eventualmente fissato.
Entro 30 giorni gli amministratori devono depositare per l'iscrizione nel registro delle imprese, un'attestazione dell'aumento del capitale sociale in misura corrispondente al valore nominale delle azioni emesse. Fino a che tale adempimento non venga eseguito, l'aumento del capitale non può essere menzionato negli atti della società (art. 2444 c.c.).
- Se il regolamento del prestito stabilisce diversi periodi di conversione (per esempio in uno o più periodi di tempo determinati nel corso della vita del prestito), i componenti dell'organo amministrativo devono:
 - - emettere e rilasciare le azioni nel mese successivo alla scadenza di ciascun periodo di conversione, senza necessariamente attendere la fine dei semestri;
 - - depositare presso il registro delle imprese per l'iscrizione, l'attestazione dell'avvenuto aumento del capitale entro 30 giorni dalla sottoscrizione delle azioni.
- Una volta scaduti i termini per la conversione l'ammontare dell'aumento del capitale effettivamente sottoscritto risulta dal complesso delle attestazioni depositate ed iscritte. È così individuata la nuova misura del capitale da indicare negli atti della società.
- La società emittente può adottare le seguenti delibere:
 - riduzione volontaria del capitale sociale;
 - modificazione delle regole di ripartizione degli utili indicate nello statuto;
 - fusione o scissione.
- **Esse possono essere prese a condizione di concedere agli obbligazionisti la facoltà di esercitare anticipatamente, rispetto all'adozione delle delibere stesse, il diritto di conversione. La ragione della necessità di offrire la conversione anticipata va ricercata nell'esigenza di mettere gli obbligazionisti con diritto di conversione in condizione di poter assumere, attraverso l'esercizio anticipato del diritto di conversione, la qualità di soci, in modo tale da poter essere parte attiva della deliberazione, di poter essere destinatari degli effetti della stessa e da poter avere il diritto di impugnativa.**
- La società emittente può adottare tali delibere anche nel caso in cui si sia adottato il procedimento indiretto di conversione. **Se però è la società terza ad adottarle l'emittente è obbligata a concedere ai propri obbligazionisti la conversione anticipata.**

- I componenti dell'organo amministrativo, almeno 90 giorni prima della convocazione dell'assemblea che deve adottare una delle deliberazioni sopra elencate, deve pubblicare nel registro delle imprese un avviso a tutti gli obbligazionisti circa la facoltà di esercitare anticipatamente il diritto di conversione.
- Il diritto di conversione anticipata è riconosciuto a tutti i possessori di obbligazioni convertibili.
- In caso di mancata pubblicazione dell'avviso la società, per adottare la deliberazione voluta, deve attendere la scadenza dei termini dell'ultimo periodo di conversione previsto nel regolamento di conversione.
- È aperta la questione circa le sorti dell'obbligazionista che non si avvale della conversione anticipata:
 - secondo una prima tesi egli, perdendo il diritto di conversione anticipata, diventerebbe obbligazionista ordinario (Colussi, Simonetto, Campobasso);
 - secondo altro orientamento conserverebbe la facoltà di convertire i propri titoli in azioni secondo le scadenze previste nel regolamento d'emissione (Costa, Casella).
- Il recente abbattimento dei limiti di emissione dei prestiti convertibili condiziona le considerazioni sopra espresse (**i limiti all'emissione di un prestito obbligazionario ordinario resistono**).
- **Se la società non adotta la delibera** preannunciata oppure revoca la delibera in funzione della quale è stato riconosciuto il diritto di conversione anticipato, è controversa la sorte degli obbligazionisti che hanno esercitato la facoltà di conversione anticipata. Secondo una prima tesi l'obbligazionista non potrebbe revocare la decisione assunta ed ottenere la riconversione delle azioni in obbligazioni; **un secondo orientamento ritiene che la mancata approvazione o la revoca della delibera in oggetto, stante il venir meno delle condizioni per il ricorso alla conversione anticipata, consentirebbero all'obbligazionista divenuto socio la riconversione in obbligazioni convertibili.**