



CONSIGLIO
NAZIONALE
DEL
NOTARIATO

Studio n. 143-2014/I

Le modifiche ai limiti all'emissione del prestito obbligazionario (il nuovo comma 5 dell'art. 2412 c.c.)

Approvato dall'Area Scientifica – Studi D'Impresa il 20 marzo 2014

Approvato dal CNN l'8-9 maggio 2014

Lo studio in sintesi (Abstract): lo studio esamina le novità introdotte dall'art. 32, comma 26, del D.L. 22 giugno 2012, n. 83 al comma 5 dell'art. 2412 cod. civ., sui casi di esenzione dai limiti all'emissione delle obbligazioni di società azionarie, con cui vengono ampliate sia la platea dei destinatari dell'esenzione stessa, sia i tipi di obbligazioni non soggetti al limite. Si tratta di un intervento volto a dare nuova competitività alle obbligazioni quali strumenti di finanziamento. Sul piano soggettivo diviene oggi indifferente che l'emittente sia una società con azioni quotate in mercati regolamentati o meno. Sul piano oggettivo, una prima esenzione è rappresentata dal fatto che si tratti di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, concetti il cui significato è oggetto di approfondimento nello studio. La seconda esenzione riguarda quelle obbligazioni che danno il diritto di acquisire o sottoscrivere azioni, in funzione di un incentivo all'accesso da parte del titolare di capitale di credito al capitale di rischio. Nello studio si propende per un'interpretazione estensiva della norma, tale da comprendere sia le obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni della stessa emittente che alle obbligazioni che danno il diritto di acquisire azioni di altra società, sia, infine, al c.d. prestito convertendo o reverse convertible.

Sommario: 1. Premessa; 2. Obbligazioni destinate ad esser quotate; 3. Le obbligazioni che danno il diritto di acquisire o sottoscrivere azioni; 4. Conclusioni.

1. Premessa

L'art. 32, comma 26, del D.L. 22 giugno 2012, n. 83 (c.d. *decreto crescita*), convertito con modificazioni dalla L. 7 agosto 2012, n. 134, ha riformulato il comma 5 dell'art. 2412 cod. civ.,



relativo ai limiti all'emissione delle obbligazioni di società azionarie, il quale oggi risulta del seguente tenore: «I commi primo e secondo non si applicano alle emissioni di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni» ⁽¹⁾.

Il comma 5, dunque, nell'escludere l'applicazione dei commi 1 e 2 dell'art. 2412, prevede, come già prima del decreto crescita ⁽²⁾, un caso di esenzione rispetto al limite legale dell'indebitamento, ampliando, tuttavia, sia la categoria di soggetti che ne possono beneficiare, sia le tipologie di obbligazioni esenti da tale limite.

La precedente formulazione della norma, nel dichiarare inapplicabile il limite dimensionale all'emissione di obbligazioni di cui al primo comma (cioè una somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato) si limitava alle sole società con azioni quotate in mercati regolamentati e solo per le obbligazioni destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati ⁽³⁾.

La nuova formulazione del comma 5 amplia la platea dei destinatari dell'esenzione, venendo meno il riferimento alle società quotate contenuto nel testo previgente (ampliamento del requisito soggettivo) e dilata, come detto, i tipi di obbligazioni esentati dal limite (ampliamento del requisito oggettivo). In altre parole, se nella precedente versione l'esenzione valeva al ricorrere di due requisiti:

- quello soggettivo dell'essere il prestito emesso da una società con azioni quotate in mercati regolamentati;

- quello oggettivo, dovendosi trattare di obbligazioni destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati,

oggi, con la riscrittura del comma 5:

- il primo requisito viene meno, essendo indifferente che l'emittente sia una società con azioni quotate in mercati regolamentati o meno;

- il requisito o, per meglio dire, le caratteristiche oggettive vengono ampliate perché il limite di cui al comma 1 non trova applicazione in due casi e precisamente là dove:



a) si tratti di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, ovvero

b) si tratti di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni.

Pertanto, a prescindere dalla circostanza che la società abbia altri titoli (e in particolare le azioni) quotati, non v'è più limite dimensionale all'emissione di obbligazioni ove queste siano destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero diano il diritto di acquisire o di sottoscrivere azioni ⁽⁴⁾.

L'ampliamento si inserisce nel solco di quel recente filone legislativo, successivo alla riforma del 2003 (che pure aveva già manifestato inequivocabili segnali in tal senso: si pensi alle nuove norme in tema di azioni di categorie speciali ⁽⁵⁾, di strumenti finanziari, di patrimoni destinati e, nelle s.r.l., di titoli di debito), volto a favorire l'accesso al credito o comunque il finanziamento anche per le p.m.i. (e non solo per le società di dimensioni più grandi). Ci si riferisce ad esempio alla normativa sulle c.d. *start up* innovative ⁽⁶⁾ ed alla normativa sul c.d. *crowdfunding* ⁽⁷⁾, ma anche a quella relativa ai *minibond* ed alle "nuove" obbligazioni partecipative ⁽⁸⁾ nonché all'agevolazione fiscale prevista dal d.l. 23 dicembre 2013, n. 145 convertito in legge 21 febbraio 2014, n. 9, circa la possibilità di optare per l'imposta sostitutiva anche nel caso di emissioni obbligazionarie, così ad esempio evitando di dover pagare l'imposta proporzionale ipotecaria nel caso di emissioni assistite da ipoteca.

Si esaminano dunque partitamente nei prossimi paragrafi i nuovi requisiti oggettivi dell'esenzione ⁽⁹⁾.

2. Obbligazioni destinate ad esser quotate

Storicamente, la *ratio* dell'esenzione di cui al comma 5 risiede nel fatto che tanto l'emittente (sino alla modifica introdotta dal *decreto crescita*), quanto lo stesso prestito obbligazionario destinato alla quotazione (anche dopo il *decreto crescita*) sono sottoposti ad un controllo delle autorità preposte a vigilare sul mercato ove le obbligazioni devono essere negoziate ⁽¹⁰⁾.

Invero, al legislatore del 2012, deve esser apparso sufficiente che la quotazione ed il relativo controllo riguardassero solo il prestito, e che quindi non fosse necessario che anche l'emittente



fosse una società con azioni quotate in mercati regolamentati e dunque sottoposto di per sé a controllo da parte delle autorità vigilanti, perché se la *ratio* è quella di considerare sufficiente per la tutela dei sottoscrittori la capacità del mercato di valutare selettivamente le caratteristiche degli strumenti finanziari oggetto di sollecitazione sulla base degli obblighi informativi (ex artt. 113 e ss., T.U.F.), e di trasparenza imposti dalla legislazione speciale ⁽¹¹⁾, sembrerebbe che il legislatore abbia ritenuto pleonastico duplicare tale controllo oltre che sul prestito anche sul soggetto emittente.

Dunque, con la modificazione introdotta dal d.l. 83/2012, per tutte le s.p.a., con azioni quotate in mercati regolamentati o meno – salve le diverse disposizioni previste dalla legislazione speciale ⁽¹²⁾ – è sufficiente che sia stata chiaramente assegnata la destinazione alla quotazione del prestito obbligazionario per derogare ai limiti di cui al comma 1 dell'art. 2412 cod. civ.

Deve rilevarsi che, facendo la norma riferimento ad «obbligazioni destinate ad essere quotate», l'ammissione alla quotazione non costituisca condizione imprescindibile e preliminare al fine di avvalersi della deroga, intervenendo successivamente alla delibera di emissione e, eventualmente, anche dopo la data di emissione ⁽¹³⁾: fondamentale, afferma la dottrina, è che la destinazione alla quotazione costituisca elemento chiaro ed essenziale del prestito obbligazionario già al momento della delibera di emissione (eventualmente deducendo la quotazione come condizione per l'emissione delle obbligazioni ⁽¹⁴⁾) e che la società di adoperi diligentemente per far tutto ciò che è in suo potere per ottenerla ⁽¹⁵⁾.

Tanto che ci si è chiesti – e la domanda appare attuale anche dopo la riscrittura del comma 5 – che cosa accada nell'ipotesi in cui poi la quotazione non avvenga, nonostante la chiara destinazione assegnata dalla delibera di emissione, ovvero le obbligazioni siano oggetto di *delisting*, optandosi, da parte della prevalente dottrina, per l'applicazione analogica dell'art. 2413, comma 2, cod. civ. (divieto di distribuzione degli utili) ⁽¹⁶⁾.

Altra questione era, prima della novella, quella del significato da attribuire all'espressione «mercati regolamentati», cui oggi si affiancano i «sistemi multilaterali di negoziazione», se cioè con essa ci si potesse riferire anche a mercati diversi da quelli comunitari, prevalendo tra gli interpreti la soluzione restrittiva, fondata non solo sulla coerenza sistematica, ma anche sul rilievo che il riconoscimento di un mercato come «regolamentato» presuppone criteri uniformi tali da



fornire garanzie circa le condizioni di accesso al mercato e di quotazione, la trasparenza ed il regolare funzionamento del mercato stesso ⁽¹⁷⁾.

Quanto ai «sistemi multilaterali di negoziazione», si tratta di sistemi di negoziazione alternativi ai mercati regolamentati, di tipo multilaterale il cui esercizio è riservato ad imprese di investimento, banche e gestori dei mercati regolamentati (soggetti ad autorizzazione Consob ai sensi dell'art. 77-*bis* T.U.F.) e per i quali dovrebbero valere, sul piano delle limitazioni geografiche, le medesime considerazioni svolte con riguardo ai «mercati regolamentati». Anche qui, stante anche la Direttiva 2004/39/CE (MiFID), si dovrebbe far riferimento all'elenco dei sistemi multilaterali di negoziazione comunitari tenuto dall'ESMA.

Invero, nella disciplina del *decreto crescita*, una conferma di tale conclusione la si può desumere dal comma 8 dello stesso art. 32, il quale sancisce l'inapplicabilità dell'art. 3, comma 115, della legge 28 dicembre 1995, n. 549 (che prevede l'indeducibilità degli interessi passivi connessi ai tassi di rendimento effettivo) alle obbligazioni emesse da società non emittenti strumenti finanziari rappresentativi del capitale quotati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione, a condizione che queste siano negoziate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione di Paesi della Unione europea o di Paesi aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo inclusi nella lista di cui al decreto ministeriale emanato ai sensi dell'articolo 168-bis del testo unico delle imposte sui redditi, di cui al decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917 (c.d. *white list*).

Va, infine, ricordato come siano ormai stati superati con le modifiche dell'art. 11 T.U.B. e con l'approvazione della delibera CICR del 19 luglio 2005, n. 1058 sulla raccolta del risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche i dubbi di coordinamento tra regole codicistiche e disciplina speciale, prevedendosi in ogni caso l'applicazione delle prime ⁽¹⁸⁾.

L'art. 11 T.U.B. definisce raccolta del risparmio l'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma (comma 1) e precisa che il divieto di raccolta del risparmio tra il pubblico non si applica alle società, per la raccolta effettuata ai sensi del codice civile mediante obbligazioni, titoli di debito od altri strumenti finanziari (comma 4, *lett. c*)).



La delibera CICR, dopo aver precisato che «costituiscono strumenti finanziari di raccolta del risparmio le obbligazioni... che, comunque denominati e a prescindere dall'eventuale attribuzione di diritti amministrativi, contengono un obbligo di rimborso ai sensi dell'articolo 1» (art. 3), prevede che «L'importo complessivo delle emissioni di strumenti finanziari di raccolta di cui all'articolo 3, effettuate da società per azioni e in accomandita per azioni e da società cooperative, comprese quelle indicate al comma 2, non deve eccedere il limite previsto dall'articolo 2412, primo comma, del codice civile; alle suddette emissioni si applicano le deroghe previste dallo stesso articolo del codice civile».

3. Le obbligazioni che danno il diritto di acquisire o sottoscrivere azioni

Oltre all'ampliamento della deroga ai limiti dimensionali già prevista dal previgente comma 5 per il caso di prestito destinato alla quotazione, la riformulazione della disposizione introduce una ulteriore ipotesi, ed anche qui senza richiedere alcun requisito soggettivo, di inapplicabilità del comma 1 dell'art. 2412 cod. civ., ove si tratti di obbligazioni che diano il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni (c.dd. obbligazioni convertibili).

Se la deroga per il prestito destinato alla quotazione appare finalizzata a favorire il finanziamento della società, eliminando per quanto possibile la disparità fra s.p.a. quotate e non quotate per l'accesso al credito, la seconda deroga sembra caratterizzarsi, oltre che per tale motivo che come già detto in apertura di questo breve studio è immanente a buona parte della recente legislazione in materia societaria, anche in funzione di un incentivo all'accesso da parte del titolare di capitale di credito al capitale di rischio. In tale prospettiva, appare evidente come il limite sia posto nell'interesse del risparmiatore ed il suo superamento sia consentito laddove il titolo venga surrogato con capitale di rischio. Infatti, la formulazione generica della norma consente di riferire l'esenzione sia alle obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni della stessa emittente che alle obbligazioni che danno il diritto di acquisire azioni di altra società. L'applicazione estensiva della deroga, rispetto alla previsione generale del comma 1 dell'art. 2412, si giustifica tenuto conto anche dello spirito della novella. Vi rientrano pertanto:



a) i prestiti obbligazionari che diano il diritto di convertire il credito pecuniario in azioni di nuova emissione della stessa emittente, rappresentata da azioni emesse in dipendenza di un “aumento a servizio” del prestito (c.d. procedimento diretto di conversione con modifica del capitale sociale);

b) i prestiti obbligazionari che diano il diritto di convertire il credito pecuniario mediante acquisto di azioni già emesse detenute in portafoglio dall'emittente (c.d. procedimento diretto di conversione senza modifica del capitale sociale);

c) i prestiti obbligazionari che diano il diritto di convertire il credito pecuniario in azioni di nuova emissione o già emesse di società diversa dall'emittente ma nella disponibilità del debitore (c.d. procedimento indiretto di conversione rispettivamente con o senza modifica del capitale sociale), ipotesi, queste ultime, cui la dottrina ritiene applicabile, sia pur per analogia e nei limiti della compatibilità, la disciplina dell'art. 2420-*bis* cod. civ. ⁽¹⁹⁾.

Prima del *decreto crescita*, la dottrina ⁽²⁰⁾ riteneva pacificamente applicabile l'art. 2412 cod. civ. all'emissione del prestito convertibile, pur sottolineandosi che in occasione della emissione ex art. 2420-*bis* cod. civ., doveva considerarsi quale soglia per l'indebitamento il capitale versato e non quello semplicemente sottoscritto (essendo l'integrale versamento condizione per l'emissione del prestito obbligazionario).

Ora la novità introdotta dal d.l. 83/2012, nel disattivare il limite dimensionale di cui al comma 1 dell'art. 2412 cod. civ., sembra ancor più incoraggiare la propensione del prestito convertibile a divenire potenzialmente capitale di rischio.

Resta, infine, da chiedersi se le rassegnate conclusioni possano estendersi anche con riguardo al c.d. prestito convertendo, cioè a quegli strumenti finanziari altrimenti noti nella dottrina più recente con la definizione di *reverse convertible* ⁽²¹⁾. Si tratta di strumenti si caratterizzano per il fatto che la conversione in azioni – di regola quotate ed emesse da società terza – è frutto dell'esercizio di un'opzione da parte della società emittente (e non già del portatore) ovvero avviene in via automatica alla scadenza del prestito per effetto del superamento di parametri o indici di riferimento predeterminati nel regolamento dei titoli ⁽²²⁾.



Parte della dottrina tende a escludere la loro riconducibilità alla disciplina delle obbligazioni – e delle obbligazioni convertibili in particolare ⁽²³⁾ – per la ragione che l'entità del rimborso dipende da parametri che non attengono all'andamento economico della società emittente (là dove, invece, l'art. 2411, comma 3, cod. civ., prevede che “la disciplina della presente sezione si applica inoltre agli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società”) ⁽²⁴⁾.

Tuttavia, in senso contrario, può argomentarsi proprio dall'applicabilità del comma 3 dell'art. 2411 a seguito dell'esercizio della facoltà da parte dell'emittente di convertire il prestito in azioni, cosa che, verosimilmente, avverrà tenendo conto (anche) dell'andamento economico della società: non vi è allora ragione per escludere dai limiti previsti dall'art. 2412 (e dalle relative eccezioni) anche i *reverse convertible* ⁽²⁵⁾.

4. Conclusioni

La modifica del comma 5 dell'art. 2412 cod. civ., dà nuova competitività alle obbligazioni quali strumenti di finanziamento, sotto vari profili.

Da un lato, infatti, l'estensione del regime di deroga al limite all'emissione permette all'obbligazione di entrare in competizione con altre forme di investimento cui pure possono ricorrere le società non quotate, quali gli strumenti finanziari o le azioni di categoria speciale, che non incontrano pari limiti all'emissione.

Dall'altro lato, divenuto requisito sufficiente per l'estensione del regime di deroga la sola quotazione del prestito (non essendo più necessaria la quotazione dello stesso soggetto emittente), per le società non quotate, che si caratterizzano normalmente per una capitalizzazione relativamente bassa, si riduce il divario nell'accesso all'investimento rispetto alle società quotate e, più in generale, si consente alle stesse di poter più agevolmente reperire mezzi finanziari anche in rapporto alle imprese degli altri Paesi UE, i cui ordinamenti appaiono meno limitativi ⁽²⁶⁾.

Inoltre, quanto alle obbligazioni convertibili, se la funzione della previsione del limite era quella di rappresentare un «bilanciamento tra provvista di mezzi finanziari da destinare all'impresa tramite strumenti di capitale c.d. di rischio (azioni, rappresentative del capitale sociale nominale) e



strumenti di capitale c.d. di credito (obbligazioni, rappresentative di una operazione unitaria di finanziamento)» ⁽²⁷⁾ parrebbe doversi concludere che nell'ottica del legislatore del 2012 nell'emissione del prestito convertibile tale bilanciamento non sia (più) necessario nel caso in cui il capitale di credito sia suscettibile di divenire, a richiesta dell'obbligazionista, capitale di rischio.

Nicola Atlante e Antonio Ruotolo

- 1) Come emerge dalla Relazione illustrativa al *decreto crescita* «Le disposizioni contenute nell'articolo intendono semplificare ed integrare l'attuale ordinamento degli strumenti per il finanziamento dell'attività d'impresa, consentendo in particolare la sollecitazione del mercato monetario e finanziario da parte di emittenti finora esclusi, come le imprese non quotate, medie e piccole (secondo la classificazione europea), ampliando infine le opportunità di investimento degli operatori istituzionali nell'economia nazionale. L'obiettivo del provvedimento è allineare le opportunità finanziarie del sistema nazionale a quelle offerte dai più avanzati sistemi industriali e finanziari europei. L'introduzione della nuova regolamentazione Basilea III determina un prolungato periodo di razionamento del credito all'economia. Il mutamento delle regole di "welfare", con il passaggio a sistemi previdenziali contributivi, preme per un aumento strutturale della propensione al risparmio a fini pensionistici integrativi, con domanda d'investimento correlata. Con le seguenti norme si mira ad aprire un circuito d'intermediazione diretto tra risparmio ed investimento, per indirizzare stabilmente parte delle risorse raccolte a lungo termine (previdenza, accumulazione, investimento) verso il sistema produttivo delle PMI nazionali. I beneficiari, definiti dal comma 1, sono le società non emittenti strumenti finanziari quotati su mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione diverse dalle micro-imprese come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea del 6 maggio 2003».
- 2) Il testo dell'art. 2412 quinto comma precedentemente in vigore era il seguente: «Il primo e il secondo comma non si applicano all'emissione di obbligazioni effettuata da società con azioni quotate in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati.».
- 3) Non trova peraltro applicazione neppure il disposto del comma 2 dello stesso art. 2412, che prevede la possibilità di superare detto limite se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. Rileva come l'espressa previsione della inapplicabilità del comma 2 sia superflua AUDINO, *sub art. 2412*, in *Il nuovo diritto delle società*, cur. Maffei Alberti, Padova, 2005, II, 1259, nt. 65.
- 4) Pur non essendo questa la sede idonea ad un approfondimento del tema delle prospettive *de iure condendo*, può di passaggio rilevarsi come, sul piano sistematico, si possa ormai dubitare della effettiva funzionalità dei residui limiti previsti dalla norma in esame come strumento di garanzia dei creditori, rinvenendosi tale garanzia, piuttosto che nell'astratta tutela rappresentata dal doppio del capitale sociale, nella concreta capacità di rimborso da parte della società emittente, legata a fattori diversi.
- 5) Circa i limiti all'emissione di categorie di azioni ed al loro contenuto si rimanda ad uno studio che è oggi in fase di completamento.
- 6) La start up innovativa in forma di s.r.l. può creare categorie di quote fornite di diritti diversi e, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle varie categorie anche in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, commi secondo e terzo, del codice civile. Inoltre, l'atto costitutivo della start up innovativa in forma di s.r.l., anche in deroga dall'articolo 2479, comma 5, del codice civile, può creare categorie di quote che non attribuiscono diritti di voto o che attribuiscono al socio diritti di voto in misura non proporzionale alla partecipazione da questi detenuta ovvero diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative (art. 26, commi 2, e 3 del decreto legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito con modificazioni dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221).



- 7) Sempre il decreto legge 179 del 2012, con l'art. 30, ha introdotto, due nuovi articoli nel testo unico delle disposizioni in materia finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, proprio al fine di consentire la raccolta di capitali di rischio a sostegno delle start up innovative: in particolare, si prevede la possibilità della creazione di portali per la raccolta di capitali per le start-up innovative, piattaforme online che abbiano come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle start-up innovative, comprese le start-up a vocazione sociale e la previsione di una disciplina per la gestione di detti portali (art. 50-quinquies TUF); nonché una disciplina delle offerte attraverso portali per la raccolta di capitali (art. 100-ter, TUF). La disciplina si completa con il Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line" ai sensi dell'articolo 50-quinquies e dell'articolo 100-ter del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, adottato dalla Consob con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013,
- 8) Sul tema, che formerà oggetto di approfondimento in uno studio del Consiglio Nazionale del Notariato, si veda CARRIÈRE, *I minibond e le "nuove" obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico*, in *Società*, 2014, 183 ss.
- 9) Sul punto si segnala, da ultimo, CIMMINO, *L'emissione di obbligazioni convertibili in azioni*, in *Società* 2014, 393 ss.
- 10) In questo senso anche la Relazione illustrativa alla riforma del diritto societario: «Per le società, invece, le cui azioni sono negoziate in mercati regolamentati, esistendo il controllo del mercato, si è ritenuto di non stabilire alcun limite, a condizione, ovviamente, che destinate alla quotazione siano anche le obbligazioni». Critica sulla capacità di autoregolamentazione del mercato, SARALE, *Commento sub artt. 2412 –2413*, in *Comm. Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti*, II, 2004, 1273
- 11) Così, ad esempio, AUDINO, *sub art. 2412*, cit. 1259. V. anche FERRO LUZZI, *Riflessioni sulla riforma; I: La società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 697. Nello stesso senso ASSONIME, Circolare n. 39 del 16 dicembre 2013, *Le innovazioni sulla finanza d'impresa: cambiali finanziarie, obbligazioni subordinate e partecipative*, 32.
- 12) È il caso ad esempio delle Società per la cartolarizzazione dei crediti, cui per espressa previsione normativa non si applicano gli articoli da 2410 a 2420 del codice civile (art. 5, comma 2, legge 30 aprile 1999, n. 133) o delle banche, per le quali l'emissione di obbligazioni è regolata dall'art. 12 T.U.B., che rinvia alla regolamentazione della Banca d'Italia (comma 4) ed espressamente esclude l'applicazione dell'art. 2412 c.c. (comma 3). Vi sono poi delle ipotesi in cui è fatto divieto dalla legislazione speciale di emettere obbligazioni, come avviene per le SICAV (art. 45, comma 8, TUF).
- 13) Così GIANNELLI, *Limiti all'emissione*, art. 2412, in *Notari – Bianchi, Obbligazioni – Bilancio*, in *Commentario Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari*, Milano, 2006, 117; BENVENUTO, *Azioni, obbligazioni, strumenti finanziari*, Torino, 2011, 210.
- 14) Lo suggerisce LUONI, *Obbligazioni. Strumenti finanziari. Titoli di debito nelle società di capitali*, Bologna, 2010, 191, nt. 59.
- 15) ONZA, *sub art. 2412*, in *Abriani – Stella Richter Jr., Codice commentato delle società*, Torino, 2010, 1391. Nello stesso senso anche GIANNELLI, *Limiti all'emissione*, art. 2412, cit., 119 s., secondo cui «le condizioni in presenza delle quali i commi 1 e 2 risultano disapplicati devono sussistere al momento in cui i titoli obbligazionari vengono ad esistenza e non possono quindi essere integrati in una fase successiva»: di conseguenza, «non è possibile che obbligazioni non quotate (né destinate a quotazione), originariamente emesse nel limite di cui al comma 1, siano successivamente espunte dal calcolo di tale limite ("liberando spazio" per nuove emissioni non quotate), a seguito della sopravvenuta quotazione dei titoli, in quanto la quotazione medesima non costituiva elemento essenziale del prestito sin dal momento della delibera di emissione». Inoltre, per le obbligazioni emesse in eccedenza rispetto al limite generale ai sensi del comma 2, la sopravvenuta quotazione non potrà «sanare» la responsabilità degli investitori professionali primi sottoscrittori che le abbiano trasferite a soggetti non altrettanto qualificati». V. anche ASSONIME, Circolare n. 39 del 16 dicembre 2013, cit., 32.
- 16) GIANNELLI, *Limiti all'emissione*, art. 2412, cit., 119; ONZA, *sub art. 2412*, cit., 1392; CAVALLO BORGIA, *Società per azioni, 4, Delle Obbligazioni*, in *Comm. Scialoja, Branca*, Bologna - Roma, 2005, 109.
- 17) GIANNELLI, *Limiti all'emissione*, art. 2412, cit., 121; LUONI, *Obbligazioni. Strumenti finanziari. Titoli di debito nelle società di capitali*, cit., 190.
- 18) ONZA, *sub art. 2412*, cit., 1391; GIANNELLI, *Limiti all'emissione*, art. 2412, cit., 122 s..
- 19) ONZA, *sub art. 2420-bis*, in *Abriani – Stella Richter Jr., Codice commentato delle società*, Torino, 2010, 1428; GIANNELLI, *Obbligazioni convertibili in azioni*, art. 2420-bis, in *Notari – Bianchi, Obbligazioni – Bilancio*, in *Commentario Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari*, Milano, 2006, 260 ss.; CALVOSA, *sub art. 2420 bis*, in *Società di capitali. Commentario*, cur. Niccolini - Stagno d'Alcontres, II, 2004, 867.
- 20) V. ONZA, *sub art. 2420-bis*, cit., 1432 e gli AA. ivi menzionati.
- 21) Secondo la definizione fornita dalla Banca d'Italia, si tratta di strumenti di raccolta (e, come tali, riconducibili ad una prevalente causa di finanziamento dell'emittente) rientranti nel più ampio *genus* delle obbligazioni strutturate, che "prevedono la corresponsione di un tasso di interesse fisso ed incorporano un'opzione a favore dell'emittente che dà la



facoltà a quest'ultimo di rimborsare alla scadenza il capitale (...) mediante la consegna fisica di un predefinito numero di azioni di una società" terza rispetto all'emittente (Banca d'Italia *Manuale per la compilazione della matrice dei conti*, 15° aggiornamento del 31 luglio 2002, cit. in , GIANNELLI, *Obbligazioni convertibili in azioni*, art. 2420-bis, cit., 74).

- 22)** GIANNELLI, *Obbligazioni convertibili in azioni*, art. 2420-bis, cit., 266, ripreso anche da LUONI, *Obbligazioni. Strumenti finanziari. Titoli di debito nelle società di capitali*, cit., 230.
- 23)** Poiché l'opzione di conversione spetta alla società emittente e di regola ha per oggetto azioni di una società terza già emesse, si ritiene che ai *reverse convertible* non si applichino gli artt. 2420-bis e 2420-ter, c.c., e che, quindi, non assumano rilevanza le disposizioni dell'art. 2420-bis che si occupano dell'aumento di capitale a servizio della conversione e neppure quelle volte a tutelare la portata e il contenuto del diritto di conversione dell'obbligazionista (qui assente) (così, ancora, GIANNELLI, *Obbligazioni convertibili in azioni*, art. 2420-bis, cit., 266). Sia pure attraverso un diverso percorso argomentativo, colloca i *reverse convertible* al di fuori della disciplina delle obbligazioni anche DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, in *Tratt. Rescigno*, 16***, Torino, 2011 328 s.
- 24)** Ancora GIANNELLI, *Obbligazioni convertibili in azioni*, art. 2420-bis, cit., 76.
- 25)** Non si esclude, infatti, l'applicabilità delle regole sulla competenza deliberativa di cui all'art. 2410, comma 1, cod. civ.
- 26)** Si veda, al riguardo, quanto rilevato dalla Consob nel Documento di consultazione del 25 luglio 2011 - *Modifiche al Regolamento n. 11971 in materia di emittenti e al Regolamento n. 16191 in materia di mercati - Primi esiti degli approfondimenti condotti nell'ambito dei tavoli di lavoro "concorrenza fra sistemi di regole e vigilanza" e "semplificazione regolamentare del mercato finanziario italiano"*, laddove, a p. 26, si rileva che, "Anche in considerazione dell'inesistenza nelle altre giurisdizioni della UE di analoghi vincoli all'emissione di obbligazioni, si ritiene utile procedere all'abrogazione dell'art. 2412, ferma l'esigenza di coordinamento con la disciplina della raccolta del risparmio di cui al TUB". Indicazioni in Morello, *I prestiti obbligazionari di società non quotate dopo l'ultimo D.L. 83/2012: nuove regole e vecchie questioni*, in dirittobancario.it
- 27)** Così ONZA, *sub art. 2412*, cit., 1381 che dà conto del dibattito anteriore e successivo alla riforma circa la funzione della norma e dei residui dubbi sulla prevalenza di detta ricostruzione rispetto a quella che vede nella norma una funzione di garanzia di rimborso degli obbligazionisti.

(Riproduzione riservata)