

FINANZIAMENTO DELLA SOCIETA'.

AZIONI, OBBLIGAZIONI, PATRIMONI DESTINATI

IL FINANZIAMENTO DELLA SOCIETA'

Esistono varie forme di finanziamenti. Scendiamo qui la finanziamento interno, l'autofinanziamento, che consiste in sostanza nella mancata distribuzione di utili ai soci. Concentriamo invece l'attenzione sull'eterofinanziamento, cioè sul finanziamento che proviene da soggetti diversi dalla società. Tradizionalmente si distinguono i finanziamenti ottenuti a titolo di capitale di rischio, cioè da soggetti che in cambio del denaro versato ottengono la qualità di soci, con tutto ciò che essa comporta e i finanziamenti ottenuti a titolo di capitale di credito, cioè da soggetti in cambio del denaro fornito assumono la veste di creditori della società. La differenza tra il fornitore di capitale di rischio, che riceve azioni, e il fornitore di capitale di credito che riceve, eventualmente, obbligazioni è giuridicamente nettissima. L'azione dà al soggetto che la sottoscrive la posizione di socio. Per effetto della sottoscrizione dell'azione, sorgono degli obblighi, primo fra tutti l'obbligo dei conferimenti, dei diritti, di tipo patrimoniale (utili), e dei diritti corporativi (partecipazione all'assemblea). L'obbligazione pone invece il suo possessore nella posizione di creditore della società. L'obbligazioni se non è un membro della società e non è partecipe ai risultati di questa. Fino al 2003 questa netta distinzione ispirava tutto il sistema è la legge prevedeva ben poche posizioni intermedie, come quella dell'azionista di risparmio, privo e il diritto di voto, o quella del portatore di obbligazioni convertibili in azioni (l'obbligazionista ha diritto, ad una certa scadenza, di convertire queste obbligazioni in azioni). Nella realtà economica alla contrapposizione tra socio e creditore non è altrettanto netta. Ben si può immaginare che un potenziale creditore desideri acquisire un certo controllo sul comportamento del debitore e chieda perciò che a fronte di tutto o parte del suo apporto di denaro gli siano attribuite azioni. Di questo possibile intreccio e si è dato carico il legislatore del 2003, che ha innovato profondamente la materia, creando i presupposti giuridici atti a consentire alle società di procedere all'emissione di un'ampia varietà di diverse categorie di azioni, e anche titoli che azioni non sono.

Un'altra importante distinzione che deriva dal fatto che sia il capitale di credito, sia il capitale di rischio, possono essere cercati o in trattative personalizzate con specifici investitori, o sul mercato, offrendo azioni e obbligazioni direttamente al pubblico. Queste due opportunità vanno accuratamente distinte. La distinzione è importante, perché mentre la libertà di stipulare contratti anche molto complessi con creditori in grado di apprezzarne la portata va approvata senza riserve, non altrettanto si deve dire della possibilità di offrire al pubblico dei risparmiatori titoli dotati di diritti il cui senso può risultare incomprensibile ai più. L'ipotesi più attraente sembra quella di un ampio uso della possibilità di creare azioni, anche molto diversamente caratterizzate, in tutta la fase che precede la quotazione della società sul mercato, e di un uso invece molto ristretto di tale possibilità da parte delle società quotate.

LE DIVERSE CATEGORIE DI AZIONI

Il 2348, secondo comma prevede espressamente la possibilità di creare azioni con diritti diversi anche per quanto concerne la incidenza delle perdite. È quindi possibile, con il solo, remoto, limite del patto Leonino, che un socio (ad esempio un finanziatore) partecipi alle perdite solo dopo che un altro sorso (ad esempio il gestore) abbia perso l'intero suo investimento. Con riferimento sempre ai diritti patrimoniali, il 2350, comma uno, consente di creare azioni dotate di privilegio, magari condizionato al verificarsi di determinati eventi, nella distribuzione di utili, mentre il comma due consente di emettere azioni con diritti patrimoniali correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore. Quanto ai diritti amministrativi, il 2351, comma due, consente di emettere azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a determinati argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di determinate condizioni non meramente potestative. Il valore delle azioni a voto limitato non può complessivamente superare la metà del capitale sociale, non si possono emettere azioni a voto plurimo e le società che fanno ricorso al pubblico risparmio non possono scaglionare o limitare ad una misura massima e diritti di voto, cosa che invece può essere previste negli statuti delle altre (lo statuto può cioè prevedere che nessun socio abbia un numero di voti superiore ad una cifra determinata oppure che le prime 100 azioni possedute da un socio danno un voto ciascuna, le seconde 100 solo mezzo voto per una, il terzo centinaio un quarto, eccetera; si tratta evidentemente di un mezzo per aumentare l'incidenza del singolo socio a diminuire quella dei soci che possiedono quote elevate). Nel complesso l'autonomia attualmente concessa in tema di creazione di particolari categorie di azioni appare molto ampia.

LE AZIONI DI RISPARMIO

Accanto alle categorie di azioni per così dire innominate, che possono essere "inventate" in base alle regole illustrate precedentemente, esistono alcune categorie la cui possibile creazione è legislativamente prevista. La più importante è quella delle azioni di risparmio. Esse furono introdotte dalla legge 216/74, con lo scopo di mettere a disposizione delle società quotate è uno strumento adatto a raccogliere capitale anche presso categorie di investitori non disposte ad investire in azioni ordinarie. Si parte cioè dalla constatazione per cui tra i soggetti disponibili a fornire capitali esistono categorie diverse, ciascuna delle quali può avere esigenze che i titoli pensati per altri non sono in grado di soddisfare. Nel caso delle azioni di risparmio, che possono essere ammesse solo la società quotate, il ragionamento di fondo è partito dalla constatazione che coloro che partecipano a una S.p.A. possano essere mossi da scopi diversi. Vi sono soggetti che partecipano alla società perché intendono gestirla (soci imprenditori). Costoro vogliono avere delle azioni con pienezza di diritti. Quindi le azioni che sono destinate agli azionisti imprenditori devono essere azioni complete del diritto di voto. Si può immaginare però che esistano altri azionisti, soci risparmiatori, ai quali non interessa gestire la società, e che siano interessati esclusivamente al valore patrimoniale e al reddito dell'azione. Allora si può ipotizzare una categoria di azioni nelle quali viene accentuato l'elemento patrimoniale (distribuzione degli utili) e ridotto l'elemento corporativo. Questa è l'idea che è stata sviluppata dalla legge 216, la quale ha creato delle azioni di risparmio che hanno un privilegio rilevante negli utili e che sono prive totalmente del diritto di voto. L'istituto non ha avuto grande successo, frustrando le previsioni della legislazione, che contava sulla garanzia per i sottoscrittori di un maggiore reddito derivante dal privilegio sugli utili e soprattutto sul vantaggio fiscale derivante dal carattere al portatore e dei titoli. La garanzia attribuita alle azioni di risparmio di un dividendo non inferiore agli utili netti fino alla concorrenza del 5% non ha rappresentato un incentivo sufficiente, anche perché la percentuale viene calcolata sul valore nominale, e non a prezzo di borsa, dell'azione. In tale contesto, era possibile prevedere un'abolizione delle azioni di risparmio; mai la legislazione, con coraggio, ne ha dettato un regolamento nuovo, che valorizza l'autonomia delle singole società. Infatti il 145, comma due del t.u.f. prevede che: l'atto costitutivo determina il contenuto del privilegio, le condizioni, gli inviti, le modalità e i termini per il suo esercizio; stabilisce altresì i diritti spettanti agli azionisti di risparmio in mercato di esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie o di risparmio.

Le azioni di risparmio sono azioni senza diritto di voto e perciò soggetta alla regola già esaminata (2351) per cui la somma del valore delle azioni a voto variamente limitato non può superare la metà del capitale sociale. Il comma cinque del 145 pertanto dispone che: *Se, in conseguenza della riduzione del capitale per perdite, l'ammontare delle azioni di risparmio e delle azioni a voto limitato supera la metà del capitale sociale, il rapporto indicato nel comma 4 deve essere ristabilito entro due anni mediante emissione di azioni ordinarie da attribuire in opzione ai possessori di azioni ordinarie. Tuttavia, se la parte di capitale rappresentata da azioni ordinarie si è ridotta al di sotto del quarto del capitale sociale, deve essere riportata almeno al quarto entro sei mesi. La società si scioglie se il rapporto tra azioni ordinarie e azioni di risparmio e con voto limitato non è ristabilito entro i termini predetti.* Infine, i 146 e 147 prevedono e disciplinano il funzionamento dell'organizzazione degli azionisti di risparmio, articolata su due organi: l'assemblea speciale (che delibera sulla nomina e revoca del rappresentante comune sull'azione di responsabilità nei suoi confronti; sull'approvazione delle deliberazioni dell'assemblea della società che pregiudicano i diritti della categoria; sulla costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi e sul rendiconto relativo; sulla transazione delle controversie con la società) e il rappresentante comune (che deve provvedere alle sue azioni delle deliberazioni dell'assemblea degli azionisti di risparmio deve tutelare gli interessi comuni di questi nei rapporti con la società; ha diritto ad esaminare il libro dei soci il libro delle adunanze e di assistere all'assemblea della società e di impugnare le deliberazioni).

Quello delle azioni di risparmio non sembra rappresentare un investimento patrimoniale particolarmente allettante (anche in Francia non sembrano avere riscosso successo). Ciò dipende dal fatto che la legislazione nel 1974 aveva regolamentato un aspetto (il reddito acquisito in forma di dividendo) che non è quello, sul piano economico, più rilevante. I guadagni attesi dall'investitore in azioni sono legati alla prospettiva di una rivendita a prezzo superiore a quello di acquisto, ancor più che alla sperata percezione di cospicui dividendi. L'azione è una merce che ha un proprio mercato.

AZIONI DI GODIMENTO

Il 2353 menziona e in parte disciplina le azioni di godimento *attribuite ai possessori delle azioni rimborsate* (in seguito a riduzione del capitale sociale). La riduzione del capitale esuberante può essere effettuata mediante rimborso integrale di alcune azioni, oppure mediante rimborso parziale di tutte le azioni in circolazione. La seconda alternativa assicura la parità di trattamento degli azionisti, ma può rivelarsi complicata quando alla società partecipa un numero di soci elevato. La prima soluzione, più semplice, crea però una discriminazione tra i soci titolari di

azioni integralmente rimborsate e gli altri soci sulle cui azioni la riduzione del capitale resta priva di effetti. Nel tentativo di ricreare una sorta di parità, il 2353 prevede che: "le azioni di godimento concorrono nella ripartizione degli utili che residuano dopo il pagamento delle azioni non rimborsate di un dividendo pari all'interesse legale e, in caso di liquidazione, nella ripartizione del patrimonio sociale residuo dopo il rimborso delle altre azioni al loro valore nominale". L'idea del legislatore è che una volta ha segnato alle azioni residue un dividendo pari all'interesse legale, o una quota di liquidazione pari al valore nominale, le due categorie sono ricollocate sullo stesso piano e devono concorrere in posizione paritetica sugli eventuali residui.

È discussa la natura delle azioni di godimento. Il 2353 prevede che esse, salvo patto contrario, sono prive del diritto di voto. La previsione della possibilità che vengono emesse azioni di godimento non implica che il socio sia obbligato ad accettare, in un caso di riduzione del capitale, un rimborso totale delle sue azioni e la loro sostituzione con azioni di godimento. Alcuni ritengono che il ricorso a tale sistema (anziché alle rimborso pro quota di tutti) possa avvenire solo con il consenso di tutti gli interessati.

AZIONI A FAVORE DEI PRESTATORI DI LAVORO

Il 2349 dispone che, *se lo statuto prevede, all'assemblea straordinaria può deliberare l'assegnazione di utili ai prestatori di lavoro dipendenti delle società o di società controllate mediante l'emissione, per un ammontare corrispondente agli utili stessi, di speciali categorie di azioni da assegnare individualmente ai prestatori di lavoro, con norme particolari riguardo alla forma, al modo di trasferimento ed ai diritti spettanti agli azionisti. Il capitale sociale deve essere aumentato in misura corrispondente.* Le ipotesi di assegnazione gratuita di azioni ai dipendenti sembra siano state molto rare. Il secondo comma prevede che ai dipendenti possono essere assegnati anche strumenti finanziari diversi dalle azioni, forniti di diritti patrimoniali, con l'esclusione di voto.

LE OBBLIGAZIONI

Le obbligazioni rappresentano un prestito effettuato alla società e conferiscono ai sottoscrittori la posizione di creditori. La disciplina vigente prevede espressamente la possibilità di emettere obbligazioni postergate (i cui diritti sono cioè subordinati alla soddisfazione di altri creditori della società) o con interessi la cui entità anziché essere fissa, o variabile, sia collegata all'andamento economico della società. Tale libertà ha funzione analoga a quella riconosciuta in materia di emissione di differenti categorie di azioni.

Le obbligazioni possono essere messe al portatore. Spesso, nelle società di piccole e medie dimensioni, l'emissione di obbligazioni non serve a raccogliere denaro tra potenziali finanziatori esterni, ma è uno strumento con cui gli stessi soci di maggioranza decidono di prelevare sotto forma di interessi denaro che altrimenti dovrebbe essere dichiarato come utile della società.

Le obbligazioni sono titoli di credito. Discussa è la natura del rapporto sottostante. Alcuni sostengono che il rapporto da cui sorgono le obbligazioni è unico (da una parte vi sarebbe la società e dall'altra il gruppo degli obbligazionisti). Altri ritengono che esistono tanti contratti (e quindi tanti rapporti) quanti sono i titoli emessi. La delibera di emissione del prestito è assunta, salva diversa disposizione di legge o di statuto, dagli amministratori. Essa è soggetta ad iscrizione nel registro delle imprese a cura del notaio. Si applica in sostanza la stessa disciplina prevista dalle 2436 per le modifiche dello statuto.

I LIMITI ALL'EMISSIONE DI OBBLIGAZIONI

Il legislatore ha dettato una serie di norme dirette a tutelare i risparmiatori che investono in obbligazioni e comunque a regolare i rapporti tra obbligazionisti e la società emittente.

Esiste, anzitutto, un limite soggettivo: le obbligazioni possono essere emesse esclusivamente dalle società per azioni e in accomandita per azioni (oltre che dallo Stato ed enti pubblici).

Il 2412 fissa un limite quantitativo: *La società può emettere obbligazioni al portatore o nominative per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. I sindaci attestano il rispetto del suddetto limite.* Prima della riforma, e le 2410 vecchio testo individuava e le limite del capitale e esistente e versato, e che implicava che se il capitale non era stato versato in parte, o era andato in parte perduto, solo il residuo contribuiva a determinare l'ammontare massimo delle obbligazioni che potevano essere emesse. Il riferimento all'ultimo bilancio approvato ha creato qualche problema interpretativo. Può infatti avvenire e che l'emissione di obbligazioni sia deliberata ad una notevole distanza di tempo dal momento in cui è stata accertata la situazione patrimoniale risultante dall'ultimo bilancio disponibile (nel febbraio del 2006 è l'ultimo bilancio disponibile sarà quello approvato nell'aprile 1005

registra una situazione al 31 dicembre 2004). Ci si è chiesti se in simili ipotesi l'emissione di obbligazioni possa o debba essere preceduta dalla redazione di un bilancio straordinario.

In una serie di casi di, tassativamente elencati, questo limite può essere superato. Si tratta delle seguenti ipotesi:

-- *se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione delle obbligazioni, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali.*

-- *se l'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.*

-- *Quando ricorrono particolari ragioni che interessano l'economia nazionale, la società può essere autorizzata con provvedimento dell'autorità governativa, ad emettere obbligazioni per somma superiore a quanto previsto nel presente articolo, con l'osservanza dei limiti, delle modalità e delle cautele stabilite nel provvedimento stesso.*

E' previsto infine che *l'emissione di obbligazioni garantite dall'ipoteca di primo grado su immobili di proprietà sociale sino a due terzi del valore di questi non è soggetta al limite e non rientra nel calcolo al fine del medesimo.*

E' facile capire perché il legislatore vuole che la garanzia non copra l'intero valore dell'immobile. Il valore dell'immobile può essere opinabile e le limite dei due terzi del valore dello stesso consente un margine di maggiore garanzia qualora l'immobile fosse in realtà sopravvalutato. Non è chiara invece la ragione per la quale è stata prevista solo l'ipoteca sugli immobili e non su altri beni, pur suscettibili di essere ipotecati. Il problema si è posto per le navi, ed è stato risolto in senso negativo, da parte della giurisprudenza. I giudici hanno detto: la norma, eccezionale, parla di immobili di proprietà sociale ed evidentemente la nave, comunque la si voglia definire, non è un immobile. Non si capisce poi, perché gli immobili devono essere di proprietà sociale. La garanzia reale attiene al bene, e quindi quando esiste l'ipoteca su un immobile, che l'immobile sia di proprietà sociale o sia di proprietà di terzi che mettono a disposizione dalla garanzia, non cambia assolutamente nulla.

Per evitare un facile aggiramento della disciplina, è previsto che *la società che ha emesso obbligazioni non può deliberare la riduzione (facoltativa) del capitale sociale o la distribuzione delle riserve, sia rispetto all'ammontare delle obbligazioni ancora in circolazione e le limite di cui al primo comma del 2412 non risulta più rispettato (2413).* Quando la riduzione è resa obbligatoria la società deve procedervi, *ma non possono distribuirsi utili sin che l'ammontare del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili non eguaglia la metà delle obbligazioni in circolazione.*

L'ORGANIZZAZIONE DEGLI OBBLIGAZIONISTI

Gli obbligazionisti hanno un interesse comune che, per molti aspetti, è contrapposto a quello della società. Il legislatore prevede la formazione di un'organizzazione per la cura di tale interesse comune. Il 2415 disciplina che:

L'assemblea degli obbligazionisti delibera:

- 1) sulla nomina e sulla revoca del rappresentante comune;*
- 2) sulle modificazioni delle condizioni del prestito;*
- 3) sulla proposta di amministrazione controllata e di concordato;*
- 4) sulla costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi e sul rendiconto relativo;*
- 5) sugli altri oggetti d'interesse comune degli obbligazionisti.*

Le deliberazioni sono iscritte a cura del notaio nel registro delle imprese.

Nell'ipotesi 2 si suppone che la società deliberi una modificazione delle condizioni del prestito (condizioni di pagamento, termini di scadenza, ammontare degli interessi, ecc) e si tratti di decidere se accettare o respingere la relativa proposta. Se non esistesse questa norma, si potrebbe ritenere che nessuna modificazione dei patti originari possa aver luogo senza il consenso di tutti gli obbligazionisti. Invece si ammette che gli obbligazionisti possano deliberare in assemblea. In questo caso però il terzo comma richiede una maggioranza qualificata. L'assemblea degli obbligazionisti delibera sempre con la maggioranza dell'assemblea straordinaria. Nel caso della modifica delle condizioni del prestito, anche in seconda convocazione è necessario il voto favorevole degli obbligazionisti che rappresentano almeno la metà delle obbligazioni emesse e non estinte. È opinione dominante che la modificazione delle condizioni del prestito non può consistere in una modificazione di carattere sostanziale. Se la società ha emesso obbligazioni con interesse del 10% e l'assemblea straordinaria della società decide che le obbligazioni anziché l'interesse pattuito del 10% percepiranno l'interesse del 3%, il consenso dell'assemblea degli obbligazionisti non sarebbe sufficiente a rendere vincolante per ciascuno obbligazionista una così radicale modifica.

Altra materia che suscita problemi è quella relativa al voto sulla procedura di concordato preventivo. Sono ipotizzabili diverse soluzioni. La decisione di approvare o respingere la richiesta della società può essere

considerata di competenza di ciascuno obbligazionista, con la conseguenza che ai fini del raggiungimento della maggioranza richiesta dalla legge occorre tener conto di tutti i voti, positivi e negativi. In alternativa, si può sostenere che il voto della maggioranza assembleare vincola l'intero gruppo. Sarà così conteggiato l'intero ammontare del prestito.

La società non può esercitare il diritto di voto spettante alle obbligazioni da essa eventualmente possedute. La legge non parla espressamente di conflitto di interessi; però le deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti, in base a 2416, possono essere impugnate a norma degli articoli 2377 e 2379. Quindi è da ritenere che siano impugnabili anche per conflitto di interessi.

IL RAPPRESENTANTE COMUNE

In base al 2417 il rappresentante comune può essere scelto al di fuori degli obbligazionisti e possono essere nominate anche le persone giuridiche autorizzate all'esercizio dei servizi di investimento nonché le società fiduciarie. Non possono essere nominati rappresentanti comuni degli obbligazionisti e, se nominati, decadono dall'ufficio, gli amministratori, i sindaci, i dipendenti della società debitrice e coloro che si trovano nelle condizioni indicate nell'[articolo 2399](#). Se non è nominato dall'assemblea a norma dell'[articolo 2415](#), il rappresentante comune è nominato con decreto dal tribunale su domanda di uno o più obbligazionisti o degli amministratori della società.

Il rappresentante comune dura in carica per un periodo non superiore a tre esercizi sociali ⁽³⁾ e può essere rieletto. L'assemblea degli obbligazionisti ne fissa il compenso. Entro trenta giorni dalla notizia della sua nomina il rappresentante comune deve richiederne l'iscrizione nel registro delle imprese.

La legge prevede diverse modalità di nomina con l'evidente intento di evitare che la comunità degli obbligazionisti resti priva di un rappresentante. I diritti e gli obblighi del rappresentante comune sono regolati da 2418, ai sensi del quale *il rappresentante comune deve provvedere all'esecuzione delle deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti, tutelare gli interessi comuni di questi nei rapporti con la società e assistere alle operazioni di sorteggio delle obbligazioni. Egli ha diritto di assistere all'assemblea dei soci.*

Per la tutela degli interessi comuni ha la rappresentanza processuale degli obbligazionisti anche nell'amministrazione controllata, nel concordato preventivo, nel fallimento, nella liquidazione coatta amministrativa e nell'amministrazione straordinaria della società debitrice.

Il 2419 infine, prevede che le disposizioni sull'organizzazione degli obbligazionisti *non precludono le azioni individuali degli obbligazionisti, salvo che queste siano incompatibili con le deliberazioni dell'assemblea previste dall'[articolo 2415](#).*

LE OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI IN AZIONI

Il 2420-bis, introdotto nel 1974, prevede che *L'assemblea straordinaria può deliberare l'emissione di obbligazioni convertibili in azioni, determinando il rapporto di cambio e il periodo e le modalità della conversione. La deliberazione non può essere adottata se il capitale sociale non sia stato interamente versato.*

Contestualmente la società deve deliberare l'aumento del capitale sociale per un ammontare corrispondente alle azioni da attribuire in conversione.

La legge disciplina esclusivamente l'ipotesi dell'emissione di obbligazioni destinate ad essere convertite le azioni della stessa società emittente, non ancora esistenti al momento dell'emissione. Possono essere ipotizzate però altre forme di emissione: la società può emettere obbligazioni convertibili in azioni di altre società oppure in azioni proprie, già esistenti e detenute dalla stessa società emittente. La liceità di altre forme di emissione diverse da quelle previste dalla legge non può essere esclusa a priori, ma neppure può essere considerata lecita qualunque forma di emissione. Il criterio discriminante deve essere ricercato nella possibilità di un'applicazione logica della disciplina delle 2420-bis.

Le obbligazioni convertibili sono sottoposte ad una disciplina che non solo tiene conto della loro natura attuale, ma si preoccupa anche delle loro destino. Come le azioni di nuova emissione, esse devono essere offerte in opzione agli azionisti e dai possessori di obbligazioni convertibili già emesse; non possono essere messe se il capitale non è stato integralmente versato. La delibera dell'assemblea straordinaria deve fissare il rapporto di cambio e il periodo e le modalità della conversione.

Il terzo comma del 2420-bis prevede che *Nel primo mese di ciascun semestre gli amministratori provvedono all'emissione delle azioni spettanti agli obbligazionisti che hanno chiesto la conversione nel semestre precedente. Entro il mese successivo 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. Si applica la disposizione del secondo comma dell'[articolo 2444](#).*

LA TUTELA DEL TITOLARE DI OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI

Un aspetto delicato della posizione del titolare di obbligazioni convertibili è rappresentato dal rischio che al momento della conversione la società non disponga dei titoli promessi. Nei confronti di tale eventualità una certa cautela è assicurata dall'obbligo (secondo comma del 2420-bis) di deliberare l'aumento del capitale già al momento dell'emissione delle obbligazioni.

Altro aspetto delicato è rappresentato dal rischio della società modifichi durante il periodo di pendenza del potere di conversione rilevanti aspetti della sua struttura patrimoniale. Il quarto comma del 2420 bis assicura all'obbligazionista una certa tutela. Esso dispone infatti che *Fino a quando non siano scaduti i termini fissati per la conversione, la società non può deliberare né la riduzione volontaria del capitale sociale, né la modificazione delle disposizioni dello statuto concernenti la ripartizione degli utili, salvo che ai possessori di obbligazioni convertibili sia stata data la facoltà di esercitare il diritto di conversione. Nei casi di aumento del capitale mediante imputazione di riserve e di riduzione del capitale per perdite, il rapporto di cambio è modificato in proporzione alla misura dell'aumento o della riduzione.*

GLI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI

Il 2346 prevede che la società possa emettere strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali e anche di diritti amministrativi, escluso soltanto il voto nell'assemblea generale degli azionisti, a fronte di apporti (da parte di soci o di terzi) che possono essere costituiti anche da opere o servizi. Viene in tal modo ulteriormente ampliata la già molto vasta tipologia di posizioni patrimoniali e stative che può essere creata. L'entità dell'autonomia di cui la società viene in tal modo a godere di grande dall'interpretazione del termine "apporto".

Analoghi strumenti finanziari possono essere assegnati, con delibera dell'assemblea straordinaria, ai dipendenti della società o di società controllate. Qui la legge non menziona apporti di alcun genere ed è perciò da ritenere che gli strumenti finanziari possono essere assegnati gratuitamente.

Possono essere messi anche strumenti finanziari di partecipazione e non alle vicende dell'intero patrimonio sociale, ma ad uno specifico affare.

I PATRIMONI DESTINATI AD UNO SPECIFICO AFFARE

Il principio generale nelle diritto delle obbligazioni è che il debitore risponde delle sue obbligazioni con tutti i suoi beni presenti e futuri. Considerando come debitore la società, dall'applicazione di tale principio discenderebbe l'impossibilità di attribuire volontariamente diritti diversi ai creditori sociali. Questo limite dell'autonomia privata può rivelarsi un ostacolo al reperimento di credito perché impedisce di raggruppare i creditori in categorie diverse dotate di diritti diversi, corrispondenti al grado di propensione al rischio che ciascuna categoria manifesta.

La riforma si è proposta di eliminare questa difficoltà. Il 2447-bis consente ora alle S.p.A. di costituire uno o più patrimoni ciascuno dei quali destinato in via esclusiva ad uno specifico affare. I preesistenti creditori della società possono fare opposizione, ma decorso il termine o respinta l'opposizione, perdono ogni diritto sui beni costituiti in tale patrimonio e possono aggredire soltanto i frutti o i proventi eventualmente spettanti alla società. Quanto ai creditori nati in relazione allo specifico affare, essi hanno diritto di soddisfarsi esclusivamente sul patrimonio adesso destinato. Tale regola non vale però per le obbligazioni già fatte illecite per le quali resta ferma la responsabilità illimitata della società. Questa disciplina solleva numerosi problemi, non essendo per nulla chiaro se si può costituire in patrimonio una massa attiva e passiva, o soltanto una massa attiva. L'uso del termine patrimonio farebbe propendere per la prima soluzione che tuttavia, se ammessa, ingenera una serie di problemi anche alquanto paradossali.

La competenza a costituire patrimoni destinati spetta di regola all'organo amministrativo, che delibera con la maggioranza assoluta dei componenti. La delibera deve indicare:

- a) *l'affare al quale è destinato il patrimonio;*
- b) *i beni e i rapporti giuridici compresi in tale patrimonio;*
- c) *il piano economico-finanziario da cui risulti la congruità del patrimonio rispetto alla realizzazione dell'affare, le regole relative al suo impiego, il risultato che si intende perseguire e le eventuali garanzie offerte ai terzi;*
- d) *gli eventuali apporti di terzi, le modalità di controllo sulla gestione e di partecipazione ai risultati dell'affare;*
- e) *la possibilità di emettere strumenti finanziari di partecipazione all'affare, con la specifica indicazione dei diritti che attribuiscono;*

f) la nomina di una società di revisione per il controllo contabile sull'andamento dell'affare, quando la società non è già assoggettata alla revisione contabile da parte di una società di revisione (2) ed emette titoli sul patrimonio diffusi tra il pubblico in misura rilevante ed offerti ad investitori non professionali;

g) le regole di rendicontazione dello specifico affare.

La delibera deve essere iscritta nel registro delle imprese.

È prevista la tenuta di una contabilità separata riferita allo specifico affare (2447-sexies). Quando l'affare si esaurisce o per essere giunto a compimento o per essere diventato impossibile, gli amministratori redigono un rendiconto finale. Se la società fallisce, l'amministrazione del patrimonio destinato è attribuita al curatore che vi provvede con gestione separata.

È infine prevista la possibilità che in caso di finanziamento di uno specifico affare il relativo contratto stabilisca che al rimborso totale o parziale del finanziamento stesso siano destinati proventi dell'affare stesso o parte di essi. Il contratto relativo al finanziamento di uno specifico affare ai sensi della lettera b) del primo comma del 2447-bis può prevedere che alle rimborso totale o parziale del finanziamento siano destinati, in via esclusiva, tutti o parte dei proventi dell'affare stesso. A condizione che il contratto sia depositato per l'iscrizione nel registro delle imprese e che la società adotti un sistema di contabilizzazione separata, i proventi dell'operazione vengono a costituire un patrimonio separato, su cui non sono ammesse azioni da parte dei creditori sociali, e che risponde in via esclusiva delle obbligazioni nei confronti del finanziatore. In caso di fallimento della società è previsto lo scioglimento del contratto, quando l'operazione non può essere continuata, in caso contrario la possibilità per il curatore di subentrare nel contratto o, infine la possibilità per il finanziatore di chiedere al giudice delegato di continuare l'operazione in proprio o affidandola a terzi. Altrimenti si applica il 2447-decies, comma 6.