

## **Capitale di terzi nella struttura finanziaria della s.p.a.**

**16 dicembre 2024**

Allora, nella ultima lezione, avevamo sostanzialmente completato le ipotesi relative alle modificazioni dello statuto e in particolare alla alle tre casistiche più rilevanti che concernono questo tipo di fenomeno. Cioè rispettivamente il recesso, la l'aumento di capitale o la riduzione del capitale sociale per perdite e quindi sostanzialmente con queste diciamo tre fattispecie avevamo anche trattato le tematiche relative al capitale sociale e soprattutto al capitale di rischio, perché da questo punto di vista è evidente che noi studiando questo tipo di fattispecie. Abbiamo visto l'intervento dell'azionista per quanto riguarda le risorse che sono messe a disposizione della società in relazione allo svolgimento dell'attività sociale, però nel corso del tempo e soprattutto in tempi moderni è risultato evidente che anche a seguito dei, diciamo, delle degli studi che sono stati fatti. In ambito squisitamente economico, come in realtà, le risorse che derivano alla alla società per per la realizzazione del proprio oggetto sociale hanno provenienze di vari tipi, non unicamente dai soci, anzi, un ruolo sempre più rilevante hanno acquisito nel corso del tempo il. Diciamo gli strumenti finanziari o comunque il cosiddetto capitale di terzi o capitale di credito, cioè quella componente della struttura finanziaria della società che non deriva dagli apporti dai soci, bensì costituisce, rappresenta lo strumento di finanziamento proveniente dai terzi che viene messo al servizio, diciamo, della realizzazione dell'oggetto sociale. E bisognerebbe anzi una dimensione diciamo forse più articolata o addirittura espressamente dedicata allo studio della di questa struttura finanziaria, considerare anche in un diciamo una un'ulteriore fase. Ma ovviamente non non riguarda poi necessariamente il diritto societario. Anche quelle altri strumenti, diciamo sempre di raccolta di credito, che diciamo possono essere utilizzate dalla società per finanziare la propria attività. Mi riferisco, per esempio a tutto il sistema delle cambiali finanziarie. e a tutti gli altri strumenti, diciamo diversi da quelli che sono, diciamo, contemplati come elementi della struttura finanziaria codicistica della società prelazione. Che tuttavia hanno sicuramente un rilievo, un ruolo nell'ambito della del, diciamo una componente del capitale di terzi nel più generale novero degli della struttura finanziaria della società per azioni, un'altro elemento che noi dobbiamo porre in considerazione, porre diciamo in rilievo con riferimento a questo specifico segmento.

Nel diritto societario è il profondo cambiamento, anche concettuale, che hanno subito questi strumenti nel corso del tempo. Per quale motivo allora se noi cioè andiamo indietro nel tempo, soprattutto andiamo al codice del 42 nella sua formulazione originaria, ma addirittura. Ci spingiamo qualche anno prima del periodo che va tra la fine della prima guerra mondiale e l'inizio. Cioè diciamo e la e lo stesso diciamo. L'introduzione del codice civile ci accorgeremo di una cosa abbastanza significativa e cioè che c'era nella nella nostra disciplina ed è rimasta col codice del 42 1 profonda. Non dico avversione, ma sicuramente una compressione. Delle potenzialità di raccolta del credito in capo alle società per azioni. Perché

dico questo? Perché in realtà se noi andiamo a vedere la formulazione originaria del 2410 e seguenti, cioè le norme che si occupano di obbligazioni, ci accorgeremo che in origine il nostro legislatore era stato molto cauto nel consentire alle società per azioni. Di poter raccogliere, attraverso l'emissione di prestiti obbligazionari, capitale di credito da terzi. Ed anzi aveva, diciamo, uno degli elementi caratterizzanti della differenza allora tra la disciplina delle società per azioni e quella delle delle SRL. Era proprio la impossibilità per queste ultime. Di immobilizzare ricchezza attraverso la raccolta di capitali di credito da terzi e quindi vincolando sostanzialmente la SRL alla diciamo possibilità di utilizzare mezzi che provenivano o dal sistema di finanziamento bancario oppure da mezzi che erano messi a disposizione dei soci. E in parte, ancora oggi, questa struttura è sicuramente individuabile all'interno della SRL, anche se con la riforma del 2003 ha subito fortissime mitigazioni cosa? Che significato aveva quindi la norma, le norme codicistiche in materia ai limiti di emissione di obbligazioni? Essenzialmente una, cioè a creare o comunque a consolidare, perché forse era già presente nel nostro sistema. Quello che viene chiamato meccanismo bancocentrico o sistemi banche a rendere il nostro sistema un sistema cosiddetto bancocentrico. Che cosa si dice? Cosa si vuol dire quando si utilizza questa espressione?

Si vuol dire che sostanzialmente è un sistema che è fortemente accentrato per quanto attiene alla raccolta del capitale di credito, non già sul mercato dei capitali in questo caso. Il mercato dei capitali del mercato obbligazionario quanto sul finanziamento bancario, rendendo quindi le banche arbitre o comunque fortemente in grado di influenzare la capacità di finanziamento delle imprese. Perché diciamo riducendo la possibilità di raccolta di denaro, diciamo del mercato a titolo di credito? Evidentemente sì. Favorisce il ruolo delle degli istituti bancari questo modello ha naturalmente una, diciamo un correlato abbastanza significativo, che però non che ha avuto una fortissima influenza sul sistema italiano che è rappresentato dal sistema tedesco, perché anche in Germania effettivamente il sistema appare fortemente ancorato agli istituti bancari. E addirittura in Germania, con una dimensione quasi simbiotica tra banca e impresa, non già in termini di partecipazione del capitale, quanto di creazione di vere e proprie House Bank, come le chiamano loro, cioè di banche che sostanzialmente prendono in carico tutta l'attività di finanziamento di una determinata impresa e se ne rendono sostanzialmente gli unici artefici, creando naturalmente. Almeno nella dimensione che abbiamo noi in Italia, è un'enorme una concentrazione di rischio enorme. Perché, come voi vi potete immaginare, se un imprenditore ha un'unica banca è evidente che è fortemente condizionato dai comportamenti che la banca può assumere nei suoi confronti e in realtà, nonostante il fatto che molti affermino che la pratica dei cosiddetti multi affidamento, cioè l'utilizzo. Molto frequente in Italia di molte banche allo scopo di farsi, diciamo, concedere credito, ha però una sua ragionevolezza, perché in un contesto dove il credito è scarso rappresenta elementi di aleatorietà anche di carattere non economico, come per esempio le contingenze politiche o quant'altro. È evidente che affidarsi ad un'unica banca finanziatrice come magari. In termini omologhi omologhi accade in Germania potrebbe rivelarsi qualcosa di estremamente complicato e addirittura pericoloso. Ma soprattutto il il diciamo. I sistemi bancocentrici rispondono anche a una logica di forte capacità di condizionamento. Delle imprese da parte delle banche e, al a ricaduta, da parte di soggetti estranei al mondo

imprenditoriale sulle banche stesse. Questo è un pochetto la storia del finanziamento bancario in Italia che per lunghissimo tempo è stato condizionato, per esempio, da aspetti di carattere politico.

E quindi, ovviamente l'appartenenza a una certa area politica piuttosto che un'altra diciamo dava accesso o non dava accesso, a seconda di dei punti di vista, a diciamo la l'operatività con determinati intermediari e non con altri. Ci sono numerosi esempi nel corso del tempo che sostanzialmente indirizzano o fanno pensare che ci potesse essere. Può darsi che ci sia tuttora la capacità di soggetti. Non economici di garantire l'accesso al credito. E questo aspetto, AA mio modo di vedere, ma anche in generale di di coloro i quali si sono occupati di storia del del rapporto Banca Impresa, non è dei più favorevoli? No, perché è evidente che la l'impresa potrebbe essere condizionata nel suo sviluppo. Da meccanismi diciamo che non tengono unicamente conto delle potenzialità o della redditività dell'impresa stessa. Teniamo poi conto che tutto il sistema europeo, non solo quello italiano, salvo pochissimi e rarissime attenzioni eccezioni, utilizza pochissimo quegli strumenti alternativi alla crescita imprenditoriale che possono essere i fondi. Di private equity, i fondi di di venture capital, le attività del Business Angels e così via, che sono tutte quegli strumenti, prevalentemente usati negli Stati Uniti, attraverso i quali si tra virgolette finanzia uso la parola in senso molto estensivo. Molte delle attività della crescita di attività anche ad altissimo rischio, quindi ciò. Ha un impatto diciamo di carattere regressivo su tutte le attività che, incorporando un grandissimo rischio diciamo imprenditoriale, si prestano assai poco alla finanziabilità bancaria è abbastanza corrente negli Stati Uniti l'affermazione che l'innovazione non si finanzia con le banche? Perché cosa si vuol dire? Si vuol dire che per creare dei campioni di sviluppo in settori fortemente innovativi, come possono essere il caso degli over the top per quanto riguarda la digitalizzazione, non so tipo Google, tipo alphabet, tipo vabbè nvidia anche ma così via. È chiaro che occorrono degli investimenti, ma lo stesso chat, GBT insomma, e in tutta la parte dell'A i. Occorrono degli investitori che non aspettano un ritorno periodico del del credito o, tra virgolette, del capitale investito, ma che in una dimensione tutta imprenditoriale si espongono anche a rischio di perdere consistenti quote degli investimenti che hanno fatto, cosa che naturalmente sarebbe del tutto impensabile o addirittura impossibile per una banca no, la quale ovviamente basa proprio tutto il proprio ciclo finanziario. Proprio sulla certezza della restituzione, o meglio sulla probabilità della restituzione e valuta sulla base di questa probabilità il tasso applicabile a quel determinato finanziamento. Quindi è del tutto chiaro che iperattività molto rischiose le banche non sono lo strumento più, diciamo, più utile o più flessibile per rispondere a questa tipo di domanda di credito.

L'altro aspetto che deve essere sottolineato, che poi noi purtroppo possiamo trattare in maniera molto, molto circoscritta, molto episodica, è il fatto che oltre a questa superamento o parziale superamento dei vincoli ad emissioni di obbligazioni, nel corso del tempo si è anche sviluppata tutta quella che viene chiamata in gergo tecnico la Mezzan and finance. Cioè tutti quei sistemi di finanziamento che non sono da un lato capitale di rischio, ma che dall'altro lato non sono nemmeno capitale di credito per tante ragioni, perché, per esempio, concorrono alla loro remunerazione attraverso strumenti che partecipano ai risultati economici

dell'attività, oppure che addirittura danno diritto a esercitare determinati diritti amministrativi. E quindi che inevitabilmente in parte si confondono con le azioni e in parte conservano caratteristiche obbligazionarie questi strumenti che vengono anche chiamati ibridi o titoli partecipativi o strumenti finanziari partecipativi. La terminologia è varia, ma il concetto è unitario, servono a, diciamo, riempire quella, come direbbero gli americani, fill the gap, di a riempire quel quel differenziale che intercorre tra azioni e obbligazioni, cioè proprio quella, quel territorio, quell'area grigia che c'è tra il confine massimo delle azioni e quindi il capitale di rischio, e l'inizio delle obbligazioni, cioè del capitale di credito. È evidente che un sistema tanto più utilizza in maniera articolata tutti questi strumenti, tanto più ha la potenzialità di individuare qual è lo strumento adeguato, o meglio qual è lo strumento che individua il miglior equilibrio tra, diciamo, dei rischi assunti rispettivamente dall'emittente, dall'imprenditore per quanto riguarda questo tipo. Di strumenti diciamo partecipativi. Detto questo, possiamo entrare nel merito della diciamo del nostro sistema relativo ai prestiti obbligazionari. Perché i prestiti obbligazionari sono importanti? Perché sostanzialmente disintermediano le banche, nel senso che rendono diretto il rapporto che c'è tra finanziatori ed erogatori del capitale. Perché diciamo, se vogliamo andare al nocciolo, il ruolo della banca come intermediario è proprio quello di intermediare tra queste due categorie, sostanzialmente, come voi sapete, di intermediare un rischio di duration del rapporto. No? Perché mentre come si dice in gergo, i depositi sono a vista, i finanziamenti sono a termine, quindi sostanzialmente la Banca.

Attraverso quelle regole, diciamo di sistemiche, che ne garantiscono il funzionamento e soprattutto la solvibilità nel corso del tempo. Che cosa fanno? Raccolgono denaro a vista, a breve OA brevissimo termine e lo ergono invece su durate più o meno prolungate e quindi espongono si espongono al rischio che sostanzialmente i depositanti. Non possono diciamo riprendersi il il denaro che hanno depositato e quindi sostanzialmente rendere difficile alla banca la possibilità di restituzione dei depositi, avendoli la Banca impegnati per erogare credito a più lungo termine, quindi è evidente che diciamo se io entro nel mondo delle obbligazioni questo principio non ce l'ho. Perché? Lo la stessa posizione che ha la Banca con con riguardo a un finanziamento verso un determinato soggetto e l'avrà il sottoscrittore l'investitore che sottoscrive delle obbligazioni sul mercato perché è evidente che sarà esposto al rischio che non gli venga restituito il capitale, sarà esposto al rischio che diciamo il rimborso complessivo avvenga in un termine di durata più o meno lungo. Però dall'altro lato, se questo mercato questo è un mercato diciamo, del finanziamento bancario, diventa liquido attraverso la quotazione degli strumenti degli strumenti finanziari emessi dalla appunto dell'emittente, sarà possibile per il diciamo singolo il singolo investitore. Smobilizzare velocemente le proprie posizioni nel mercato obbligazionario e quindi rendere immediatamente liquida, seppure indirettamente liquida perché non viene liquidata direttamente dall'emittente, la propria il proprio investimento? E c'è da dire che una parte consistente, diciamo dello sviluppo economico, no, soprattutto del passato, è proprio avvenuto attraverso questi strumenti. Anche in forme estremamente estremamente rischiose, no. Come è stato il caso, per esempio, per lo sviluppo della bolla Internet. Per quanto riguarda quelle che vengono chiamate le obbligazioni spazzatura no, che erano state inventate da questa banca d'affari che si chiamava Drexler Barbon, la la quale era diventata

specialista in questo mercato di questi titoli. Altamente remunerativi perché davano diritto a una, diciamo, remunerazione del capitale molto, molto elevata, ma che altrettanto si prestavano a grandissimi rischi speculativi, perché il rischio di default di questi soggetti e di di queste, conseguentemente di queste obbligazioni spazzature era altissimo mercato che tuttora esiste ed è largamente, diciamo, utilizzato. Soprattutto per determinati tipi di attività che poi, una volta avviate, tendono ad avere un andamento non dico prevedibile ma sicuramente con grande capacità di generare flussi finanziari. Pensate al caso dell'estrazione petrolifera, pensate al caso del shale gas che è quasi tutto finanziato con obbligazioni ad altissima, diciamo, leva finanziaria ad altissimo livello di Remunerazione del capitale investito in queste attività che sono peraltro molto molto rischiose.

Detto questo, entriamo nella disciplina di queste obbligazioni. Cerchiamo di capire meglio quali vincoli diciamo Affettano questo tipo di strumento. Allora anzitutto bisogna introdurre una distinzione radicale che corre tra le società quotate e le società non quotate. Perché questa distinzione è così importante? Distinzione è importante perché in realtà, anche per ragioni di carattere squisitamente regolatorio, le società quotate. Hanno un minor livello di vincoli rispetto alle società non quotate, ciò deriva evidentemente dal fatto che per le società quotate esiste una maggiore trasparenza informativa e quindi è più facile, diciamo per queste società. Accedere a questo mercato e soprattutto è più facile e più garantito per quanto riguarda imprenditori di queste obbligazioni, avere la sicurezza su determinate tipologie di informazioni che poi diciamo in qualche maniera si riflettono sulle obbligazioni stesse e soprattutto, nel caso in cui queste obbligazioni sono quotate, sulla possibilità di dismettere, di vendere sul mercato in maniera abbastanza celere. Proprio queste obbligazioni. È vero che nel nostro ordinamento il mercato delle obbligazioni corporate, perché così vengono chiamate, non è di dimensioni enormi, ma tuttavia non bisogna negare che anche nel nostro sistema ormai numerose società, soprattutto società che hanno determinate caratteristiche di flusso di ciclo finanziario, utilizzano in maniera, diciamo strutturata il sistema di, diciamo delle obbligazioni. In particolare nel nostro sistema diciamo si è sviluppato, per quanto riguarda le società quotate, lo schema diciamo finanziario che diciamo genera un prospetto informativo di base a cui fa seguito no, poi diciamo l'emissione di singole tranches di obbligazioni rientranti in questo programma di emissione, ciascuna con caratteristiche evidentemente autonome rispetto alle quali appunto poi, dopo il. Il singolo sottoscrittore fa delle scelte diciamo di investimento se sottoscriverlo o meno. Qui bisogna tenere conto che noi abbiamo alle nostre spalle un episodio che sicuramente non aiuta allo sviluppo di questo mercato, anche se molto spesso diciamo la memoria degli investitori è molto corta perché noi abbiamo alle spalle 1 1 scandalo importantissimo come lo scandalo Parmalat che sembra sia stato tra i tre o più grossi scandali finanziari mondiali. Nel quale proprio tutti gli strumenti che erano stati utilizzati per mascherare, diciamo queste, diciamo giochetti contabili compiuti dal direttore finanziario di Parmalat, dal Ragionier Toma sì, avvenivano proprio attraverso l'emissione di obbligazioni. Quindi le obbligazioni sono state il veicolo per la raccolta di denaro che poi è andato in fumo a seguito del fallimento Parmalat.

Allora cerchiamo di vedere quali sono le caratteristiche che diciamo, diciamo riguardano l'emissione di prestiti obbligazionari rispetto a società quotate e non quotate. Anzitutto,

ovviamente le obbligazioni che cosa sono? Sono sostanzialmente un rapporto di mutuo che viene cartolarizzato attraverso l'emissione di titoli cosiddetti seriali o titoli di massa. Cosa vuol dire? Che tutte le obbligazioni emesse all'interno della stessa serie, ovviamente una società può emettere più serie, hanno le stesse, le stesse identiche caratteristiche e godono degli stessi diritti. Ecco perché diciamo, la serializzazione è così importante. Perché attraverso la serializzazione è poi possibile avere dei titoli. Con contenuto omogeneo. Contenuto economico omogeneo che possono poi essere agevolmente scambiate sui mercati finanziari. Ecco perché molto spesso le obbligazioni vengono anche quotate sui mercati finanziari. Perché adesso e poi dopo è data attraverso la circolazione, una maggiore visibilità e anche la possibilità per gli investitori più agevolmente dismetterne la partecipazione. Detto questo, in ordine alla diciamo. Di per sé, alla natura dello strumento emesso, bisogna andare a capire quello che è il cuore di questa regolamentazione, cioè quali sono i limiti all'emissione, cioè sostanzialmente il fatto che il nostro legislatore, a differenza di molti altri legislatori stranieri, ha inteso determinare, in maniera preordinata, quale è il limite all'indebitamento di una società per azioni attraverso questo tipo di strumenti. È una, diciamo, un elemento molto cogente? No, perché come voi potete capire, introdurre strumenti di questo genere significa un po' a Monte coartare diciamo le scelte imprenditoriali delle singole società e quindi capite meglio cosa volevo dire quando parlavo di sistema bancocentrico, perché implicitamente un sistema che introduce così tante limitazioni l'emissioni di obbligazioni e dall'altro lato ha così poche società quotate? In qualche maniera, diciamo non dico di prima, ma sicuramente rende più complesso, più complicato, la possibilità per la società di finanziarsi sul mercato dei capitali, ovviamente di debito. Infatti noi sostanzialmente perché parliamo di regime differenziale tra società quotate non quotate, perché in realtà alle prime si applicano.

Una serie di limitazioni all'emissione di prestiti obbligazionari che invece non sono riconosciuti al seguente alla alla successiva del professore. Anzi, dirò che tra l'altro questa diciamo, questi vincoli sono stati, come come avevo accennato prima, nel corso del tempo anche molto mitigati, erano molto più rigidi, quindi in qualche maniera c'è stata sicuramente un'evoluzione per rendere più. È plausibile? È più facile emettere obbligazioni, però questo risultato in realtà non è mai stato raggiunto in maniera definitiva e lo dimostra il fatto che noi comunque abbiamo sempre un mercato, diciamo di obbligazioni sia semplice che convertibile successivamente con contenuto nel quale una parte da da diciamo una consistente parte, la svolgono quelle società che per le loro caratteristiche strutturali. Possono avere, diciamo, periodi di restituzione molto, molto lunghe, pensate a tutte le utilities, pensate ai gestori di servizi pubblici come per esempio le autostrade e così via, che hanno molta facilità da finanziarsi sul mercato perché hanno un sottostante rappresentato dei flussi finanziari in ingresso proveniente dallo svolgimento della loro attività, che è anzitutto molto liquido, perché non dico tutti i giorni diciamo incassano soldi, ma probabilmente è così. Ma da e dall'altro lato, quindi hanno flussi finanziari veramente molto, molto imponenti. Sono chiamati sono chiamati questo tipo di società, in gergo tecnico delle cashdown, cioè delle diciamo, delle degli animali, da da da cash, da da da da da denaro liquido. No, perché in effetti se voi pensate a l'obbligazione a una società, non so, autostradale tutti i giorni incassa pedaggi e quindi ha una quantità di flussi economici molto, molto consistenti. Quindi in che termine

una società non quotata può emettere prestiti obbligazionari? Cioè fino a che punto si può indebitare col mercato? Qui noi abbiamo due tipologie di previsioni per le società non quotate che fanno rispettivamente, diciamo, riferimento a due tipologie di obbligazioni. Quelle cosiddette o come usiamo l'espressione inglese che fa, che diciamo fa più fa più strano? Quelle cosiddette unsecured e invece quelle cosiddette secured. Cosa voglio dire con queste due espressioni? Che le prime diciamo hanno una garanzia, scusate il secondo hanno una garanzia, adesso vedremo in che termini e le prime invece no. Per quanto riguarda le cosiddette la prima tipologia, quelle cosiddette unsecured, noi dobbiamo fare riferimento all'articolo 2412 che ci dice che le obbligazioni, le missioni di obbligazioni, può avvenire per somme complessivamente non eccedenti il doppio del capitale sociale.

Della riserva legale delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. Quindi voi vedete che in sostanza, sostanzialmente adesso, magari con qualche limitazione, quello che viene in gioco è il patrimonio netto della società come limite, anzi due volte il patrimonio netto della società che quindi rappresenta. Diciamo che sostanzialmente vuol dire che questo tipo di indebitamento. Non può superare il i due terzi diciamo o bene, non può essere più di due terzi di due volte quello che è il diciamo complessivo valore del capitale sociale del netto patrimoniale. Però questa limitazione quantitativa all'emissione di obbligazioni di società mi ricordate? È superata nel caso si utilizzi una garanzia in particolare. L'ipotesi prevista dal nostro codice civile che la società conceda ipoteca di primo grado agli obbligazionisti, che quindi diventano hanno la possibilità di operare un cosiddetto passfrom, cioè un'altro termine di soddisfarsi direttamente sul bene della società e qual è il limite quantitativo che deve ricorrere in casi di questo genere? Ce lo dice il terzo comma dell'articolo 2412 quando si dice che nelle società non quotate, scusate la società non non quotate, è possibile superare il limite di emissioni rappresentato da due volte il patrimonio netto, concedendo, diciamo, un prestito obbligazionario della società. Con ipoteca di primo grado su beni immobili sociali fino a due terzi del valore dell'immobile, cioè quindi su fino al 60 per 6% del valore dell'immobile. Cosa vuol dire che io dovrò emettere? Potrò emettere con questo sistema, obbligazioni che arrivano a coprire i due terzi del valore economico di questi beni immobili, il che, se voi pensate, è abbastanza poco, perché tecnicamente parlando. Quando io devo andare a determinare il limite per diciamo l'iscrizione ipotecaria del credito, normalmente dovrò attenermi al valore più alto del credito stesso e quindi dovrò contemplare, dovrò aggregare alla capitale anche tutti gli interessi che mi sono dovuti per la vita utile delle delle obbligazioni, quindi in qualche maniera diciamo. Utilizzare in maniera inefficiente lo strumento della garanzia in relazione a questo tipo di obbligazioni. Detto questo, passiamo invece ad esaminare qual è la posizione che riguarda le società quotate. E qui abbiamo, diciamo la diciamo l'indicazione che non ci sono limiti sostanzialmente per le società quotate perché si dice che non è soggetta al limite di cui al zero cova, che è il limite che vi ho detto fin dall'inizio e non rientra nel calcolo della del della garanzia ipotecaria, scusate dell'obbligo di garanzia di garantire il l'ipoteca di primo grado su beni mobili della società.

No, scusate. Per le società quotate non è non è previsto alcun limite all'emissione di prestiti obbligazionari, quindi sostanzialmente le società quotate sono del tutto, diciamo, disancorate dal dal regime quantitativo che invece è proprio delle società quotate non quotate. Il

superamento però di questi limiti diciamo quantitativi e in particolare quello che abbiamo visto in materia di emissione di prestiti obbligazionari con garanzia ipotecaria che nel passato erano più frequenti e adesso sono molto, molto rari, ricorre anche un'altra caratteristica e cioè che diciamo la possibilità di sottoscrivere questi strumenti finanziari. È riservata a determinati investitori, che sono i cosiddetti investitori professionali, cioè sono quegli investitori che sono dotati di una particolare preparazione economica che si sostanzia tanto per tanto per sintetizzarla o nella disponibilità di un patrimonio investito in titoli abbastanza significativo, nell'ordine di almeno mezzo milione di euro e dall'altro lato? O avere avere un'esperienza significativa nel mondo finanziario, per esempio essere stato l'amministratore di una grande società, avere svolto attività di questo genere, oppure nel compimento, nell'ultimo nell'ultimo anno di attività, di un numero significativo di operazioni finanziarie tale da giustificare una specifica competenza operativa da parte del soggetto. Che opera per conto di quel determinata società oppure della persona fisica che intende, diciamo, candidarsi alla qualificazione di di operatore professionale. Però questi titoli che vengono emessi a favore di queste speciali categorie hanno e questo ricordatevelo perché è un tema che riguarda anche l'emissione di, diciamo, le raccolte di capitale di credito attraverso sostanzialmente delle simili obbligazioni da parte delle SRL. Perché anche in questo caso la possibilità di circolazione di queste partecipazioni deve essere, cioè deve essere garantito da una specifica competenza del sottoscrittore. Ciò deriva, oltre che dallo naturalmente, dallo scandalo Parmalat di cui vi dicevo da una prassi che si era ingenerato molto tempo fa. Per cui, sostanzialmente, che cosa succedeva? Che delle società diciamo che avevano bisogno di raccogliere capitale? Che cosa facevano per superare, diciamo per aggirare il limite previsto dal codice? Costituivano una controllata in Lussemburgo.

Il diritto lussemburghese, scusate, non prevede limite all'emissione di prestiti obbligazionari, per cui cosa facevano emettevano dei prestiti obbligazionari queste società controllate con la garanzia, cioè con la fideiussione, della propria controllante italiana? In questo modo potevano emettere obbligazioni per un importo molto maggiore a quello previsto dall'articolo 1412. Ma nel contempo questo, diciamo maggior finanziamento andava alla capogruppo italiana che sarebbe stata limitata in questo tipo di raccolte dalle norme vincolistiche contenute nell'articolo 2412 e seguenti. Purtroppo oltre allo scandalo, diciamo Parmalat, ci fu anche uno scandalo relativo a queste obbligazioni. Perché buona parte di questo tipologia di obbligazioni? Furono rimasero ripagati, cioè ci fu un fallimento su questo, sul il pagamento di queste obbligazioni. Ricordo ancora alcuni casi molto importanti in questa materia che portavano a un fortissimo disfavore e a introdurre il vincolo proprio al trasferimento, prevedendo che se questo valeva soprattutto per le SRL è rimasto per le SRL si procedeva al trasferimento l'acquirente. Da una banca di queste obbligazioni avrebbe dovuto avrebbe dovuto comunque garantire sulla solvibilità della società e quindi avrebbe in questa maniera impedito l'utilizzo fraudolento diciamo delle obbligazioni emesse diciamo al di fuori di questi limiti quantitativi. E attraverso gli schemi che vi ho descritto prima. Perché comunque anche se l'obbligazione fosse rimasta all'estero e quant'altro, il solo fatto di di intermediario avrebbe comportato per la banca poi l'obbligo di dare garanzia al diciamo al singolo prendi il singolo sottoscrittore e così via. Ovviamente queste diciamo le obbligazioni emesse. E in in relazione a prestiti obbligazionari invece convertibili? Poi adesso vedremo



che cosa sono. Non soggiacciono a questo tipo di problemi in quanto titolo di credito e come ho detto titolo Seriale. Titolo di massa quindi che ricade nel disposto cos'è del 2001 del codice civile. Queste diciamo obbligazioni, sono caratterizzate da un contenuto tipico. I cui elementi sono elencati all'articolo 2414. In questo senso è molto interessante perché nel passato c'era una quando ancora si mettevano naturalmente si mettevano in per davvero, cioè in Carta, queste obbligazioni, c'era la prassi da parte delle società più importanti di farsi predisporre l'obbligazione da un più o meno famoso pittore.

E quindi c'è tutta una grafica collegata alle obbligazioni estremamente interessante perché diciamo è, diciamo, il frutto della congiunzione tra artisti e società emittenti, siccome il questa diciamo l'emissione di questa obbligazione di titoli seriali genera una classe di soggetti dotati di diritti unitari, cioè tutti uguali. Quindi. In durata del di durata delle obbligazioni di un certo tipo e così via, si viene a creare una vera e propria organizzazione degli obbligazionisti, che è rappresentata dalla cosiddetta assemblea degli obbligazionisti. L'Assemblea degli obbligazionisti ha caratteristiche del tutto simili, del tutto analoghe a quelle proprie delle assemblee speciali degli azionisti. Che anch'esse vedono coinvolto soltanto i portatori delle azioni che hanno tutte la medesima tipo di di diritti? No, sono identiche oppure che hanno caratteristiche con simili. Perché questo? Perché sostanzialmente il sistema delle garanzie, scusate delle assemblee speciali e in questo senso anche il sistema della Assemblea degli obbligazionisti servono a realizzare. Il superamento del principio, o meglio dell'applicazione del principio della diciamo della innovazione oggettiva del rapporto obbligatorio che invece vi sarebbe se non si avesse un tipo di organizzazione di questo genere. Cosa voglio dire? Che sostanzialmente si tratta dell'applicazione diciamo del del voto per categorie che è stato inventato. Sostanzialmente nel, nel, nel, nel sì nel 5 600, allo scopo di superare la necessità che invece si avrebbe di avere il consenso. In che dire? Altrimenti si avrebbe di avere il consenso individuale di ciascun portatore del titolo laddove se ne volesse modificare il contenuto, cioè in altri termini, se per esempio la società unita unilateralmente decide. Di cambiare i termini, per esempio di rimborso dell'obbligazione. Non è detto che questo modificazione debba necessariamente essere inapplicabile, perché se la società riesce a ottenere una delibera favorevole dei portatori di obbligazioni, allora anche l'Assemblea della società, diciamo quotata potrà autonomamente e diciamo unilateralmente modificare il contenuto delle obbligazioni. Perché? Sostanzialmente si applica il principio di maggioranza a quello che è la modificazione, anche peggiorativa operata dai portatori degli appartenenti a un'unica categoria di portatori, come sono in questo caso i portatori di obbligazioni, e questo lo vedete riflesso nell'articolo 2415, il secondo comma, quando si dice cheL'assemblea degli azionisti delibera degli obbligazionisti cosiddetti delibera sulle modificazioni delle condizioni del prestito, implicitamente diciamo autorizzando la possibilità di superare eventuali impasse tra, diciamo soci ordinari, o meglio società e amministratori e portatori di obbligazioni, perché inevitabilmente ci vorrà per far passare questo tipo di deliberazione il loro consenso.

Altro problema è, diciamo quello relativo alla Assemblea degli obbligazionisti, perché l'Assemblea degli obbligazionisti genera sostanzialmente un meccanismo chiama natura associativa e che quindi si muove con delle logiche associative, ivi incluse, da un lato

l'esclusione dell'associazione, l'esclusione dell'organizzazione. Privatistica, dall'altro lato, la previsione di un onere economico a carico dei sottoscrittori di questo tipo di obbligazioni. Quindi bisogna stare un pochetto a vedere. No, perché altrimenti non è detto necessariamente che per gli obbligazionisti questa sia la situazione più favorevole. Naturalmente la diciamo Assemblea degli obbligazionisti non delibera unicamente su questo tema. Perché? È competente a nominare revocare il rappresentante comune, poi vedremo che cosa fa il rappresentante comune è tenuta a deliberare in materia di concordato e quindi evidentemente ha interviene su quella che è la logica delle falcidie cosiddette concordatarie. E poi, diciamo naturalmente può deliberare su tutte le materie che sono di suo interesse poiché naturalmente rientranti. Nella sua competenza questa è una disposizione molto importante perché naturalmente rende possibile alle società di modificare nel corso del tempo i propri prestiti degli obbligazionari e quindi naturalmente anche renderli coerenti con quello che è il proprio andamento economico finanziario. Il rappresentante comune oltre diciamo a rappresentare come dice la parola gli obbligazionisti, delibera cioè scusate delibera esegue tutte le deliberazioni dell'Assemblea degli obbligazionisti e interessa gli interessi comuni, ivi incluso la possibilità di impugnare le deliberazioni che presentano un interesse confliggente con quello del del liquidatore. Che naturalmente tutto lui svolge l'interesse, scusate il liquidato, del rappresentante comune, perché lui svolge l'interesse dei. Gli obbligazionisti. Adesso vediamo la natura è il sistema che invece caratterizza le obbligazioni cosiddette convertibili.

Queste obbligazioni sono molto importanti perché sostanzialmente consentono, in una logica che già. Anticipatori delle logiche mezzanino, anche se naturalmente non è un titolo Inter necessariamente intermedio tra l'azione El Obbligazione, cercano però di risolvere proprio questo problema del, diciamo della differenza tra capitale di credito e capitale di rischio, perché sostanzialmente le obbligazioni convertibili non sono altro di obbligazioni diciamo tradizionali, quindi un mutuo, diciamo sottoscritto dai portatori delle obbligazioni. Che a determinate fondazioni e subordinatamente alla delibera favorevole da parte dell'Assemblea dei soci, possono trasformarsi in azioni. Quindi, in altri termini, quando diciamo il rapporto di conversione tra obbligazioni e azioni è più favorevole rispetto all'andamento del corso borsistico, evidentemente sarà più interessante. Procedere alla conversione di obbligazioni convertibili esistenti piuttosto che fare altre operazioni sul capitale sociale. Perché questa, scusi? Quest'operazione è chiaramente più favorevole dal punto di vista economico. Per l'obbligazionista, sì, mi dica. No, no, il meccanismo, il meccanismo è individuale, totalmente diverso. La conversione è un meccanismo che deriva da un processo. No, perché sostanzialmente la società quando intende emettere obbligazioni convertibili deve, diciamo, svolgere un procedimento di carattere composito che è rappresentato. Contemporaneamente dalla emissione di un prestito obbligazionario, quindi sostanzialmente dall'emissione di un titolo che incorpora una posizione di creditori della società al quale però accede il diritto entro determinate periodi temporali predefiniti dalla, diciamo delibera che contiene il regolamento del prestito obbligazionario convertibile di poter trasformare queste azioni, queste obbligazioni, scusate, in azioni. E lo si fa attraverso una manifestazione di volontà di carattere recettizio che il singolo socio, nei periodi delle cosiddette finestre temporali previste dal regolamento del del prestito, può attuale. Nella sostanza si tratta di una

innovazione del rapporto che passa da un rapporto di credito a un rapporto di rischio rapporto di societario.

E che si si attua appunto alle condizioni che dicevo prima, cioè che il numero di obbligazioni scusate di azioni che io ottengo per ciascuna obbligazione è più elevato del valore economico che io otterrei. Comprandomi una sola obbligazione. Il prestito obbligazionario convertibile, vi dicevo, ha una caratteristica di una deliberazione duplice perché occorre da un lato emettere le obbligazioni. E dall'altro lato avere sufficiente capitale sociale per consentire a tutti di in astratto ovviamente di poter di poter convertire le obbligazioni, quindi sostanzialmente cioè ci deve essere il diritto di cambiare queste azioni che io ho comprato perché me li ha dati in sottoscrizione la società con delle scusate delle obbligazioni che io ho comprato a seguito delle missioni che io posso trasformare in azioni. Attraverso l'esercizio di un potere della volontà e quindi io devo avere una quota di aumento di capitale che è al servizio della cosiddetta conversione, cioè vuol dire che io devo aver aumentato il capitale in via scindibile, cioè con ricognizione e formazione del capitale sociale, qualunque sia la quota di sottoscrizione. In modo tale che di avere sufficienti quote di capitale a disposizione degli obbligazionisti che vogliono convertire le proprie azioni le proprie obbligazioni al periodo determinato. L'obbligazionista eserciterà tale potere e potrà ricevere il luogo delle obbligazioni delle azioni. Ovviamente tutto il sistema che io vi ho descritto è accentrato presso Monte titoli che si occupa di. Disciplinare tutto il sistema, appunto, sia delle azioni rivenienti le cosiddette azioni di compendio, sia delle diciamo, delle obbligazioni che danno diritto a questo tipo di conversione. Il meccanismo di diciamo emissione di obbligazioni può essere oggetto di doppia delega, nel senso che può diciamo per quanto riguarda le obbligazioni. Semplici, cioè quelle che incorporano il mutuo, essere delegato dall'Assemblea agli amministratori, al consiglio d'amministrazione EE la stessa cosa può fare, cioè addirittura, va beh, si potrebbe addirittura fare una clausola statutaria che prevede che per le obbligazioni, per l'emissione di obbligazioni non convertibili, è competente unicamente il consiglio d'amministrazione. Quindi consentire la delega permanente al consiglio d'amministrazione. Ma a netto di questo. Quello che è più interessante è che diciamo la il consiglio di amministrazione può essere anche delegato alla missione di obbligazioni convertibili e quindi in qualche maniera può scegliere il momento nel quale operare l'emissione delle obbligazioni che poi potranno essere convertite da parte dei soci e quindi andare a incrementare il capitale sociale e anche implicitamente, a modificare la compagine sociale.