

GIAN FRANCO CAMPOBASSO

DIRITTO COMMERCIALE

2. Diritto delle società

Settima edizione

a cura di Mario Campobasso

UTET
GIURIDICA

Inoltre, la responsabilità illimitata viene meno per le obbligazioni sociali sorte dopo che i conferimenti sono stati eseguiti o dopo che la pubblicità è stata effettuata⁶¹.

Nel contempo con la riforma del 2003 sono stati soppressi (per la s.p.a. e per la s.r.l.) gli altri due casi di perdita del beneficio della responsabilità limitata previsti dalla disciplina del 1993: unico socio che sia una *persona giuridica* ed unico socio (persona fisica) che sia, nel contempo, socio unico di altra società di capitali. È così caduta la ingiustificata discriminazione fra persone fisiche e società quanto all'accesso al beneficio della responsabilità limitata per le obbligazioni sociali. Si consente inoltre il contemporaneo esercizio di più imprese (sostanzialmente) individuali in regime di responsabilità limitata e, di riflesso, l'articolazione secondo la struttura del gruppo di società di un'impresa individuale.

15. I patrimoni destinati.

La creazione di società unipersonali consente di limitare il rischio di impresa attraverso la moltiplicazione formale dei soggetti cui i relativi diritti e le relative obbligazioni sono imputabili. La riforma del 2003 offre per la prima volta alle società per azioni anche una nuova tecnica per limitare il rischio di impresa: quella dei patrimoni destinati ad uno specifico affare (artt. 2447-bis – 2447-decies). Una tecnica che consente di evitare la moltiplicazione formale delle società e i relativi costi; e permette di raggiungere risultati sostanzialmente identici operando direttamente sul patrimonio dell'impresa societaria. Questa resta unica, ma nel suo ambito sono individuati uno o più patrimoni separati che rispondono solo delle obbligazioni relative a predeterminate e specifiche operazioni economiche (ad esempio, una nuova linea di produzione di incerto successo; la distribuzione in un nuovo mercato di difficile accesso; l'apertura di un nuovo ramo di azienda). In breve, una tecnica che non moltiplica i soggetti per limitare il rischio di impresa, ma che a tal fine opera direttamente sul piano oggettivo del patrimonio facente capo ad un'unica società per azioni.

Al riguardo l'attuale disciplina offre due modelli di patrimoni destinati:
a) la società per azioni può costituire uno o più patrimoni ciascuno dei

Liber amicorum G.F. Campobasso, I, 346 ss.; nonché con riferimento anche alle vecchie norme: Cass., 12-11-2008, n. 27013, in *Società*, 2008, 569; Cass., 4-2-2009, n. 2711, *ivi*, 2009, 449.

⁶¹ Tanto risulta testualmente dall'art. 2325, 2° comma, per la pubblicità; e ad identica conclusione pervengono anche per i conferimenti: *Niccolini – Stagno d'Alcontres/SANFILIPPO*, 427; e con riferimento alla corrispondente disciplina introdotta nel 1993 per la s.r.l., G.F. CAMPOBASSO, in *Giur. comm.*, 1994, I, 232 ss.; SPOLIDORO, in *Riv. soc.*, 1993, 114 s.; TASSINARI, in *Giur. comm.*, 1994, I, 735; ma, *contra*, IBBA, *La società a responsabilità limitata*, 146; ROSAPEPE, *La società a responsabilità limitata*, 70 s.

quali destinato in via esclusiva ad uno specifico affare, sia pure entro i limiti del *dieci per cento* del proprio patrimonio netto e purché non si tratti di affari attinenti ad attività riservate in base a leggi speciali (c.d. *patrimoni destinati operativi*);

b) la società può inoltre stipulare con terzi un contratto di finanziamento di uno specifico affare, pattuendo che al rimborso totale o parziale del finanziamento siano destinati i proventi dell'affare stesso o parte di essi (c.d. *finanziamento destinato*).

Entrambe le operazioni sono assistite da specifiche cautele volte a conciliare le esigenze di tutela dei creditori sociali preesistenti con quelle dei creditori che possono fare affidamento solo sui patrimoni destinati. Esaminiamole separatamente.

16. (Segue): Patrimoni destinati c.d. operativi.

La costituzione di un patrimonio destinato avviene con apposita deliberazione adottata dall'organo amministrativo della società a maggioranza assoluta dei suoi componenti (art. 2447-ter).

La delibera costitutiva deve contenere le indicazioni fissate dall'art. 2447-bis. E cioè: Costituzione

1) *l'affare* al quale è destinato il patrimonio, che può anche consistere nell'esercizio di un'attività d'impresa⁶²;

2) *i beni e i rapporti giuridici* compresi nel patrimonio separato. Come anticipato, il valore complessivo del patrimonio destinato non può superare il 10% del patrimonio netto della società⁶³. Deve però nel contempo

⁶² Il punto non è pacifico e parte della dottrina, argomentando dalla lettera della legge, ritiene che l'affare debba consistere in una precisa iniziativa economica destinata a realizzarsi entro un tempo previamente indicato (Colombo, Giannelli, Fimmanò). Nel senso del testo, R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati e rapporti intergestori*, Torino, 2008, 14, correttamente osservando che il termine "affare" viene impiegato per consentire la creazione di patrimoni destinati anche per singole operazioni, e non per restringere l'ambito di applicazione dell'istituto (così pure, Corsi, Guizzi, Libonati, Mignone, Maffei Alberti; Rubino De Ritis). E si veda, per le diverse posizioni: COLOMBO, in *Banca e borsa*, 2004, I, 31; FIMMANÒ, *Patrimoni destinati*, 86 ss.; Niccolini - Stagno d'Alcontres/GIANNELLI, 1220; GUIZZI, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 646; Maffei Alberti/MAFFEI ALBERTI, 1677 ss.; RUBINO DE RITIS, in *Liber amicorum G.F. Campobasso* I, 837 ss.

⁶³ Il rispetto del limite va valutato al momento della costituzione, ed è irrilevante il suo successivo superamento a seguito di sopravvenute variazioni patrimoniali, anche perché nulla prevede la legge in questo caso (LAMANDINI, in *Riv. soc.*, 2003, 503). È inoltre opinione prevalente e corretta che il calcolo del limite vada effettuato sulla base del *valore netto* del patrimonio separato, vale a dire *attività, meno le passività* oggetto di destinazione (Colombo, Corsi, Fimmanò, Giannelli, Rubino De Ritis, e v. in particolare D'ALESSANDRO, in *Società*, 2004, 1061). Ma in senso contrario Maffei Alberti/MAFFEI ALBERTI, 1680, sul non divisibile presupposto che le passività pregresse non sarebbero suscettibili di destinazione al patrimonio separato.

Il limite del 10% del patrimonio netto si riferisce al valore complessivo *di tutti* i patrimoni destinati costituiti dalla società (art. 2447-bis, 2° comma). Non opera tuttavia per i patrimoni

essere *congruo* rispetto alla realizzazione dell'affare, il che va attestato attraverso un *piano economico finanziario* da allegare alla delibera di costituzione⁶⁴. Il piano economico finanziario è volto a precisare gli obiettivi che si intende raggiungere e deve indicare altresì le modalità e le regole relative all'impiego del patrimonio destinato, nonché le garanzie eventualmente offerte a terzi;

3) il patrimonio separato può essere incrementato da *apporti di terzi*. In tal caso la delibera costitutiva deve indicare le modalità di controllo sulla gestione e di partecipazione ai risultati dell'affare. Per agevolare la raccolta di fondi da terzi, è anche possibile l'emissione di *strumenti finanziari di partecipazione allo specifico affare*, con la specifica indicazione dei diritti che attribuiscono⁶⁵. Se tali strumenti finanziari sono titoli offerti ad investitori non professionali e sono diffusi tra il pubblico in maniera rilevante⁶⁶, la delibera di costituzione deve nominare una società di revisione incaricata del controllo contabile sull'andamento dell'affare, sempreché la società non sia già assoggettata alla revisione contabile da parte di una società di revisione;

separati disciplinati da leggi speciali, come la legge 130/99 sulla cartolarizzazione dei crediti, le gestioni patrimoniali (art. 22 Tuf), i fondi comuni di investimento (art. 36, 2° comma, Tuf), illustrati nel terzo volume.

⁶⁴ La congruità del patrimonio destinato è condizione di validità della costituzione, la cui mancanza comporta, al pari della mancanza di ogni altro elemento necessario della delibera, l'impugnabilità della stessa ai sensi dell'art. 2388. Non può condividersi invece la tesi che l'insufficienza originaria o sopravvenuta del patrimonio comporti automaticamente il venir meno della separazione patrimoniale fra società e patrimonio destinato (*Niccolini - Stagno d'Alcontres*/GIANNELLI, 1219, INZITARI, in *Società*, 2003, 300, ma sul punto v. i condivisibili rilievi critici di LENZI, in *Riv. not.*, 2003, I, 562; *Cottino e altri*/MIGNONE, 1639, R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati*, 221 ss.). Tuttavia, tale circostanza può e deve essere valutata come causa di impossibilità sopravvenuta dell'affare che impone la liquidazione del patrimonio separato ai sensi dell'art. 2447-*novies* (Maffei Alberti).

⁶⁵ È controverso se tali strumenti finanziari possano essere dotati dei diritti amministrativi previsti dall'art. 2346, 6° comma, e 2351, 5° comma: e si veda con contrapposto orientamento NIUTTA, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 254, ss. (favorevole); R. SANTAGATA, in *Banca e borsa*, 2005, I, 309 s.

L'opinione prevalente (Colombo, Giannelli, Portale, R. Santagata), invece, correttamente esclude che possano emettersi azioni rappresentative di una quota di capitale imputata al patrimonio separato e quindi *non esposte alle perdite del patrimonio generale* della società: e v. PORTALE, in *Riv. soc.*, 2002, 164, prospettando la violazione dei principi della seconda direttiva CE, secondo cui le azioni devono rappresentare una frazione dell'intero capitale sociale. Su posizioni permissive: BARTALENA, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 95; LAMANDINI, in *Riv. soc.*, 2003, 497; SALAMONE, in *Giur. comm.*, 2006, I, 252 ss, che ammettono la creazione (con deliberazione dell'assemblea straordinaria) di una categoria speciale di azioni postergate (ma non del tutto esenti) rispetto alle perdite del patrimonio generale.

⁶⁶ Si ritiene che in materia debba trovare applicazione l'art. 2-*bis*, ult. comma, reg. emittenti, a norma del quale sono diffuse in maniera rilevante tra il pubblico le obbligazioni (qui, i titoli sul patrimonio destinato) emesse da società dotate di un patrimonio netto non inferiore a cinque milioni di euro e con un numero di possessori superiore a duecento (*Sandulli - Santoro*/COMPORRI, II.2, 977). Per l'individuazione degli investitori professionali cfr. allegato n. 3 al regolamento Consob 16190/2007.

4) infine la delibera di costituzione deve indicare le *regole di rendicontazione dello specifico affare*.

La deliberazione deve essere verbalizzata da un notaio ed è soggetta ad iscrizione nel registro delle imprese (art. 2447-*quater*)⁶⁷. Su di essa si esercita il controllo notarile con le modalità previste per la modificazione dell'atto costitutivo (art. 2447-*quater*)⁶⁸. La separazione patrimoniale diventa tuttavia produttiva di effetti solo dopo che siano decorsi *sessanta giorni* dall'iscrizione. Entro tale termine i creditori sociali anteriori all'iscrizione possono fare opposizione al tribunale, che può disporre l'esecuzione previa prestazione da parte della società di idonea garanzia.

Decorso tale termine si producono gli effetti della separazione patrimoniale (art. 2445-*quinquies*). I creditori della società non possono più far valere alcun diritto sul patrimonio destinato allo specifico affare né, salvo che per la parte spettante alla società, sui frutti o proventi da esso derivanti. Il vincolo di destinazione riguardante beni immobili o mobili registrati deve però essere trascritto nei rispettivi registri, e non opera prima della realizzazione di tale pubblicità.

Separazione patrimoniale

Nel contempo, delle obbligazioni contratte per realizzare lo specifico affare la società risponde di regola solo nei limiti del patrimonio destinato, salvo che la delibera di costituzione non stabilisca diversamente⁶⁹. Resta tuttavia salva la responsabilità illimitata della società per le obbligazioni derivanti da fatto illecito.

Perché la separazione patrimoniale operi è necessario però che gli atti compiuti in relazione allo specifico affare rechino espressa menzione del vincolo di destinazione. In mancanza ne risponde la società con il suo patrimonio generale.

Per ciascun patrimonio destinato dovranno inoltre essere tenuti separatamente i libri e le scritture contabili (art. 2447-*sexies*) e nel bilancio della società dovranno essere distintamente indicati i beni e i rapporti compresi in ciascun patrimonio⁷⁰, con separato rendiconto in allegato al bilancio

⁶⁷ Se il patrimonio destinato è costituito con deliberazione assembleare, le società con azioni quotate devono mettere a disposizione del pubblico almeno quindici giorni prima della data di convocazione, una relazione degli amministratori che illustri il contenuto proposto per la deliberazione costitutiva. Devono inoltre comunicare alla Consob e mettere a disposizione del pubblico, contestualmente alla richiesta di iscrizione nel registro delle imprese, il verbale della deliberazione costitutiva del patrimonio destinato operativo e il rendiconto finale, nonché il contratto costitutivo del finanziamento destinato (art. 70-*bis* e 90-*bis*, reg. emittenti).

⁶⁸ In argomento, LAURINI, in AA.VV. *Destinazioni di beni allo scopo*, Milano, 2003, 124.

⁶⁹ La separazione patrimoniale alimenta rischi di conflitto d'interessi fra la società ed il patrimonio destinato, in parte simili a quelli che possono verificarsi fra controllante e controllata. Per reprimere gli abusi più vistosi si è convincentemente proposta l'estensione analogica della disciplina in tema di attività di direzione e coordinamento (7.4.) e dei relativi rimedi: cfr. R. SANTIAGATA, *Patrimoni destinati*, 257 ss.

⁷⁰ Benché l'art. 2447-*septies* si riferisca solo allo stato patrimoniale, non si dubita che la regola vada estesa anche al conto economico, che dovrà quindi recare separata indicazione dei costi e dei

(art. 2447-*septies*)⁷¹.

Strumenti finanziari
di partecipazione
all'affare

Se la società ha emesso strumenti finanziari di partecipazione all'affare, deve tenere un libro indicante le loro caratteristiche, i possessori (se nominativi) ed i vincoli ad essi relativi (art. 2447-*sexies*). È prevista inoltre un'organizzazione – articolata nell'assemblea speciale e nel rappresentante comune – per la tutela degli interessi dei loro possessori (art. 2447-*octies*).

Principale competenza dell'assemblea speciale è deliberare in ordine alle modificazioni dei diritti attribuiti dagli strumenti finanziari di partecipazione all'affare, nonché sulle controversie con la società e sulle relative transazioni e rinunce. L'assemblea nomina e revoca il rappresentante comune, con funzione di controllo sul regolare andamento dello specifico affare, e delibera sull'azione di responsabilità nei suoi confronti. Delibera inoltre sulla costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi e sul relativo rendiconto.

Per il resto, all'assemblea e al rappresentante comune si applica la disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti (15.7.). E come per gli obbligazionisti, si stabilisce che la presenza di un'organizzazione a tutela degli interessi comuni non preclude le azioni individuali dei possessori di strumenti finanziari, salvo che queste siano incompatibili con le deliberazioni dell'assemblea di categoria (art. 2419, richiamato dall'art. 2447-*octies*, 2° comma).

Rendiconto
finale

Realizzato l'affare o se lo stesso è divenuto impossibile, anche per fallimento della società, o negli altri casi di cessazione del vincolo di destinazione previsti dalla delibera costitutiva, gli amministratori redigono un rendiconto finale che deve essere depositato presso l'ufficio del registro delle imprese (art. 2447-*novies*)⁷².

ricavi dello specifico affare (Colombo, Giannelli, R. Santagata). Ulteriori informazioni devono poi essere fornite nella nota integrativa, fra cui, in particolare, i criteri adottati per l'imputazione degli elementi comuni di costo e di ricavo, nonché il corrispondente regime di responsabilità (art. 2447-*septies*, 3° comma). Se la delibera costitutiva prevede una responsabilità illimitata della società per le obbligazioni del patrimonio destinato, il relativo impegno deve risultare dai conti d'ordine, in calce allo stato patrimoniale (art. 2447-*septies*, ult. comma).

È controverso se l'iscrizione del patrimonio separato nelle voci del bilancio della società debba avvenire previa le elisioni e le rettifiche richieste dalla tecnica di consolidamento (13.12.); vale a dire previa l'eliminazione di crediti e debiti, proventi e oneri, utili e perdite derivanti da operazioni fra la società e il patrimonio destinato, anche se la soluzione affermativa tende correttamente a prevalere (così, COLOMBO, in *Banca e borsa*, 2004, I, 56; FIMMANÒ, *Patrimoni destinati*, 136; R. SANTAGATA, *Patrimoni destinati*, 158; RACUGNO, in *Giur. comm.*, 2007, I, 632. Per la tesi negativa v. Niccolini – Stagno d'Alcontres/GIANNELLI, 1253).

⁷¹ Il rendiconto del patrimonio separato deve avere le caratteristiche di un vero e proprio bilancio d'esercizio (art. 2447-*septies*, che fa riferimento agli artt. 2423 e ss.): DI SABATO, in *Banca e borsa*, 2004, I, 21. Si ritiene tuttavia non necessaria una apposita nota integrativa (Colombo), in quanto l'illustrazione del valore e della tipologia dei beni e dei rapporti giuridici compresi in ciascun patrimonio destinato viene fornita nella nota integrativa del bilancio della società (art. 2447-*septies*, 3° comma).

⁷² Nel senso che il rendiconto deve avere le caratteristiche di un bilancio di liquidazione Niccolini – Stagno d'Alcontres/GIANNELLI, 1273.

Se permangono creditori insoddisfatti, questi possono chiedere mediante lettera raccomandata – da inviare entro novanta giorni dal deposito – la liquidazione del patrimonio destinato⁷³. Non è prevista però alcuna procedura concorsuale per il patrimonio destinato insolvente, perché la legge puntualizza che la liquidazione avverrà osservando *esclusivamente* le disposizioni sulla liquidazione delle società di capitali (16.3.), in quanto compatibili (art. 2447-*quinquies*, 2° comma, modificato dal d.lgs. 37/2004). Soluzione giustamente criticata in dottrina, che comporta una grave lacuna nella tutela dei creditori del patrimonio destinato, in quanto la disciplina della liquidazione volontaria non è improntata al rispetto della *par condicio creditorum*; forte è pertanto il dubbio di incostituzionalità della nuova disciplina per la disparità di trattamento con i creditori del patrimonio generale per i quali invece opera la *par condicio* in caso di fallimento della società⁷⁴.

Se invece nessun creditore chiede la liquidazione del patrimonio dopo il deposito del rendiconto finale, cessa il vincolo di destinazione e i beni e i rapporti del patrimonio destinato confluiscono in quello generale, fermo restando, però, che su di essi i creditori insoddisfatti del patrimonio destinato conservano inalterati i propri diritti (art. 2447-*novies*, 3° comma).

17. (Segue): I finanziamenti destinati.

Più semplice è la disciplina dettata per la seconda modalità di costituzione di un patrimonio destinato: contratto di finanziamento di uno specifico affare, con previsione che al rimborso totale o parziale del finanziamento sono destinati, in via esclusiva, tutti o parte dei proventi dell'affare stesso (art. 2447-*decies*)⁷⁵.

⁷³ Si tende tuttavia a riconoscere che i creditori hanno il diritto di ottenere la liquidazione del patrimonio insolvente a prescindere dall'accertamento dell'insolvenza da parte degli amministratori e dal deposito del rendiconto: cfr. ROCCO DI TORREPADULA, in *Giur. comm.*, 2004, I, 49; Niccolini – Stagno d'Alcontres/GIANNELLI, 1270.

⁷⁴ E v. altresì i rilievi critici di Maffei Alberti/MAFFEI ALBERTI, 1695 ss. A tale lacuna la riforma del diritto fallimentare introdotta dal d.lgs. 5/2006 ha offerto solo parziale ed insufficiente rimedio. I nuovi artt. 155-156 l. fall. prevedono infatti che, in caso di insolvenza della società, la gestione del patrimonio destinato compete al curatore, il quale provvede a cederlo a terzi oppure a liquidarlo. Se il curatore (del fallimento della società) rileva che anche il patrimonio destinato è incapiente provvede alla sua liquidazione, ma sempre secondo le regole della liquidazione della società; vale a dire in forme non concorsuali.

Sempre in caso di fallimento della società, è inoltre espressamente prevista la soggezione alla revocatoria fallimentare degli atti compiuti a favore del patrimonio destinato quando pregiudicano il patrimonio generale della società (art. 67-*bis*), come nel caso di garanzia fornita dal patrimonio generale per debiti del patrimonio destinato. Sul punto si ritornerà nel terzo volume (24.25.).

⁷⁵ Il "finanziamento destinato" può avere alla base diversi rapporti contrattuali genericamente inquadrabili come "finanziamento": associazione in partecipazione, cartolarizzazione dei cre-

Il contratto di finanziamento destinato

Il contratto deve descrivere gli elementi essenziali dell'operazione, che consentano di individuarne lo specifico oggetto, le modalità ed i tempi di realizzazione, nonché i costi previsti ed i ricavi attesi. Deve, inoltre, specificare i beni strumentali necessari per la realizzazione e il relativo *piano finanziario* indicando la parte coperta dal finanziamento e quella a carico della società.

Come detto, il finanziamento viene rimborsato dai proventi generati dall'affare nel tempo massimo indicato dal contratto. Decorso tale periodo, nulla più è dovuto al finanziatore. La società può garantire il rimborso, ma solo per una parte del finanziamento, restando il finanziatore esposto, per la parte scoperta, al rischio dell'affare (art. 2447-*decies*, 2° comma, lett. g). D'altra parte, è anche possibile accentuare i profili di rischio dell'operazione, stabilendo che solo una parte dei proventi sia destinata al rimborso, ed in tal caso il contratto deve indicare le modalità per determinarli.

Per le descritte caratteristiche del finanziamento destinato, è consentito (nonché raccomandabile) che la società presti specifiche garanzie in ordine all'esecuzione del contratto e alla corretta e tempestiva realizzazione dell'operazione (art. 2447-*decies*, 2° comma, lett. d): il che è presupposto fondamentale affinché si generino i proventi destinati al soddisfacimento del finanziatore⁷⁶. È anche possibile riconoscere al finanziatore la facoltà di esercitare controlli sull'esecuzione dell'operazione, personalmente o tramite soggetto da lui delegato. Anche tali elementi devono comunque risultare dal contratto.

Separazione patrimoniale

Nel caso di finanziamento destinato, il patrimonio separato è formato dai proventi dell'affare, dai relativi frutti e dagli investimenti eventualmente effettuati in attesa del rimborso al finanziatore. È necessario tuttavia che copia del contratto sia stata iscritta nel registro delle imprese e che la società adotti sistemi di incasso e di contabilizzazione idonei ad individuare in ogni momento i proventi dell'affare ed a tenerli separati dal restante patrimonio della società (art. 2447-*decies*, 3° comma)⁷⁷.

Adempiuti i requisiti pubblicitari e contabili, i creditori della società non possono più esercitare azioni sui beni oggetto di separazione patrimoniale. Inoltre, non possono aggredire i beni strumentali alla realizzazione del-

diti, operazioni di c.d. *project financing*, ecc. (per tutti, SALAMONE, in *Liber amicorum G.F. Campobasso*, I, 880 ss.).

Non può però essere rappresentato da titoli destinati alla circolazione fuori dall'ipotesi di cartolarizzazione dei crediti (art. 2447-*decies*, 7° comma).

⁷⁶ Tali garanzie coprono i danni derivanti da inadempimento degli obblighi di corretta gestione ed esecuzione dell'affare da parte della società; le stesse non vanno pertanto confuse con la garanzia (art. 2447-*decies*, 2° comma, lett. g) concessa per l'ipotesi che l'affare, correttamente eseguito, non generi proventi sufficienti a rimborsare il finanziatore, la quale ultima garanzia può invece essere solo parziale: e v. *Niccolini-Stagno d'Alcontres*/GIANNELLI, 1280.

⁷⁷ Non è previsto invece il diritto di opposizione dei creditori, in quanto la separazione patrimoniale è destinata ad operare solo sui futuri ed eventuali proventi generati dall'affare.

l'operazione, ma esclusivamente esercitare sugli stessi azioni conservative, sino al rimborso del finanziamento o alla scadenza del termine massimo fissato nel contratto.

Il finanziatore, a sua volta, non ha azione sul residuo patrimonio della società, salva l'ipotesi di garanzia parziale di rimborso offerta dalla società stessa.

Se però la società fallisce prima della realizzazione dell'affare, il finanziatore potrà insinuarsi nel fallimento della società per le somme non rimosse (art. 2447-*decies*, 6° comma). In alternativa, quando il fallimento della società non impedisce la realizzazione dell'operazione, il curatore può (sentito il parere del comitato dei creditori) decidere di subentrare nel contratto assumendone gli oneri relativi; ovvero, il finanziatore può chiedere di realizzare o di continuare l'operazione in proprio o affidandola a terzi, insinuandosi nel fallimento per l'eventuale credito residuo (art. 72-*ter* l. fall.).

C. I CONFERIMENTI

18. Conferimenti e capitale sociale.

I conferimenti costituiscono i contributi dei soci alla formazione del patrimonio iniziale della società; la loro funzione essenziale è quella di dotare la società del *capitale di rischio* iniziale per lo svolgimento dell'attività di impresa (c.d. funzione produttiva dei conferimenti). Il valore in danaro del complesso dei conferimenti promessi dai soci, quale risulta dalla valutazione ad essi data nell'atto costitutivo, costituisce il *capitale sociale nominale* della società, la cui funzione vincolistica ed organizzativa è stata già illustrata (1.4.).

Fra conferimenti, patrimonio iniziale della società e capitale sociale intercorre quindi uno stretto legame: i primi formano il patrimonio iniziale della società ed il loro valore esprime, di regola, la cifra del capitale sociale nominale. Questo a sua volta individua la frazione ideale del patrimonio netto (*capitale reale*) indisponibile a favore dei soci durante la vita della società (funzione vincolistica) e funge inoltre da termine di riferimento per la misurazione di alcuni fondamentali diritti dell'azionista (funzione organizzativa).

La disciplina dei conferimenti costituisce il punto di partenza per la corretta operatività delle norme che ruotano intorno al concetto di capitale sociale ed in particolare di quelle dirette ad assicurare l'effettiva formazione e l'integrità del capitale reale. Da qui la previsione per la società per azioni di una specifica disciplina dei conferimenti, assente invece nelle società di persone. Disciplina ispirata da una duplice finalità:

Conferimenti,
patrimonio
e capitale sociale

CAPITOLO QUINDICESIMO

LE OBBLIGAZIONI

SOMMARIO: 1. Nozione. - 2. Tipi speciali di obbligazioni. - 3. I limiti all'emissione di obbligazioni. - 4. Il procedimento di emissione. - 5. Le obbligazioni convertibili in azioni. - 6. L'organizzazione degli obbligazionisti.

1. Nozione.

La società per azioni può emettere titoli di credito di massa (valori mobiliari) anche per la raccolta di capitale di prestito. Le obbligazioni costituiscono il tipico e tradizionale strumento a tal fine predisposto dall'ordinamento¹.

Nozione Le obbligazioni sono infatti *titoli di credito* (nominativi o al portatore) che rappresentano frazioni di *uguale valore nominale e con uguali diritti* di un'unitaria operazione di finanziamento a titolo di mutuo. I titoli obbligazionari documentano quindi un credito verso la società, ed un credito assoggettato alla disciplina legale del mutuo (arg. ex art. 2415, n. 2), per quanto non diversamente specificato dal titolo.

Azioni ed obbligazioni Netta è perciò la distinzione fra azioni ed obbligazioni. L'azione attribuisce la qualità di socio e, quindi, di compartecipe ai risultati (positivi e negativi) dell'attività di impresa; l'obbligazione attribuisce invece la qualità di *creditore* della società. L'obbligazionista, diversamente dall'azionista, ha perciò diritto ad una remunerazione periodica *fissa* (interessi), normalmente svincolata dai risultati economici della società finanziata; ha inoltre

¹ Fra gli altri tipi di società, l'emissione di obbligazioni era originariamente consentita solo alla società in accomandita per azioni, e successivamente consentita anche alle società cooperative per azioni (19.9.). I titoli di debito emessi dalle società a responsabilità limitata, che in concreto possono avere caratteristiche simili alle obbligazioni, sono soggetti ad autonoma disciplina (art. 2483) esposta in seguito (18.4.). È poi pacifico che tale forma di finanziamento non può essere utilizzata dalle società di persone. L'emissione di obbligazioni è inoltre vietata alle Sicav (art. 45, 8° comma, Tuf).

diritto al rimborso del *valore nominale* del capitale prestato alla scadenza pattuita. L'azionista, per contro, ha diritto al rimborso del suo apporto solo in sede di liquidazione della società e sempre che residui un attivo netto dopo che sono stati soddisfatti tutti i creditori, compresi gli obbligazionisti. Inoltre, la quota di liquidazione dell'azionista può essere uguale, superiore od inferiore al valore nominale del conferimento eseguito².

Meno netta è invece la distinzione fra obbligazioni e *strumenti finanziari partecipativi* (S.12.), che hanno in comune la caratteristica di essere emessi a fronte di un apporto *non imputato a capitale*.

Obbligazioni e
strumenti finanziari
partecipativi

Le obbligazioni hanno però specifiche caratteristiche. E precisamente: a) sono *titoli di massa*, in quanto rappresentano frazioni standardizzate di un'unica operazione economica; b) attribuiscono il diritto al rimborso di una somma di denaro.

In particolare, il diritto al rimborso del capitale delle obbligazioni può essere subordinato, in tutto o in parte, al soddisfacimento dei diritti di altri creditori, ma non può dipendere dall'andamento economico della società, né può essere escluso o soppresso. Solo i tempi e l'entità del pagamento *degli interessi* possono variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società (art. 2411).

Gli strumenti finanziari partecipativi sono invece genericamente «forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti» (art. 2346, 6° comma). Essi rappresentano pertanto una *categoria residuale*, atta a ricomprendere tutti gli strumenti finanziari emessi dalla società non altrimenti qualificati e disciplinati dalla legge.

Gli strumenti finanziari – a differenza delle obbligazioni – possono pertanto condizionare il diritto al rimborso del capitale (e non solo il tasso di interessi, come le obbligazioni) all'andamento della gestione, o escluderlo del tutto.

Ammissibile deve altresì ritenersi l'emissione di strumenti finanziari che prevedono – come le obbligazioni – il diritto incondizionato al rimborso del capitale alla scadenza, ma in più attribuiscono ai titolari diritti amministrativi, come il voto su specifiche materie³.

² Azioni ed obbligazioni, pur documentando posizioni sostanziali diverse, presentano alcune affinità poiché entrambe costituiscono forme di finanziamento attuate mediante l'emissione di valori mobiliari. Azioni ed obbligazioni sono perciò tendenzialmente equiparate nelle disposizioni di legge che regolano l'offerta al pubblico di strumenti finanziari.

Inoltre, anche l'emissione di obbligazioni dà vita nella società per azioni ad un fenomeno di gruppo organizzato (15.7.), sia pure per la realizzazione di interessi diversi – ma non necessariamente contrastanti – da quelli degli azionisti.

³ Così l'opinione prevalente (Cian, Ferri jr., Notari, Presti-Rescigno, Stagno d'Alcontres, Tombari); e v. CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, 89 s.; MIOLA, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 456 ss.; NOTARI, *Azioni*, 87 ss. Diversamente, però, COSTI, in *Liber amicorum G.F. Campobasso*, I, 729 ss. A differenza delle obbligazioni, l'emissione di strumenti finanziari partecipativi con

In sostanza, gli strumenti finanziari partecipativi possono essere emessi non solo in base ad un'operazione di finanziamento a titolo di mutuo, ma altresì in base ad un rapporto di diversa natura: associazione in partecipazione, negozio atipico di apporto di capitale di rischio.

Ciò detto, è indubitabile però che la somiglianza fra taluni strumenti finanziari partecipativi e le obbligazioni può essere molto stretta. Opporunamente, perciò, l'art. 2411, 3° comma, prevede che la disciplina di queste ultime è applicabile in quanto compatibile anche agli strumenti finanziari, comunque denominati, «che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società». Soluzione che a maggior ragione deve valere per gli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto incondizionato al rimborso del capitale⁴.

2. Tipi speciali di obbligazioni.

Questi caratteri distintivi restano fermi anche nei tipi speciali di obbligazioni che la pratica societaria ha creato e continua a creare, per incentivare la propensione dei risparmiatori verso tale forma di finanziamento e per ridimensionare il rischio della svalutazione monetaria proprio dell'investimento in titoli obbligazionari. Fra i tipi speciali di obbligazioni, possono essere ricordati per la loro diffusione:

a) le *obbligazioni a premio*, che prevedono l'attribuzione agli obbligazionisti di utilità aleatorie (in danaro o in natura) da assegnare mediante sorteggio o con altro sistema;

b) le *obbligazioni partecipanti*, in cui i tempi e l'entità degli interessi variano in dipendenza dell'andamento economico della società (art. 2411, 2° comma);

c) le *obbligazioni indicizzate*, che mirano a neutralizzare gli effetti della svalutazione monetaria e ad adeguare il rendimento dei titoli all'andamento del mercato finanziario, ancorando il tasso di interesse e/o il valore di rimborso ad indici di varia natura, interni o più spesso esterni alla società

diritto di rimborso necessita di una previsione statutaria; inoltre gli strumenti finanziari partecipativi devono avere il taglio minimo previsto dalla disciplina regolamentare del Cicr (5.12.); ne pare che debbano necessariamente essere emessi come titoli di massa (come prospettato G. FERRI jr., in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 819; ma in senso contrario TOMBARI, in *Riv. soc.*, 2004, 1094).

E nel senso che per gli strumenti finanziari *dotati di diritti amministrativi* il richiamo alla disciplina delle obbligazioni (art. 2411, 3° comma) valga solo con riferimento alle norme sui limiti di emissione, con convincente argomentazione, CIAN, *Strumenti finanziari*, 18 ss.

⁴ Peraltro l'inclusione di questi strumenti finanziari partecipativi nel calcolo dei limiti all'emissione previsti dall'art. 2412 è espressamente disposta dalla normativa secondaria del Cicr (art. 4, del. Cicr 19-7-2005, n. 1058).

finanziata, quali le *obbligazioni strutturate* indicizzate in base all'andamento dei prezzi di azioni, indici azionari o valute estere;

d) le *obbligazioni in valuta estera*, che rispondono al medesimo scopo delle obbligazioni indicizzate;

e) le *obbligazioni convertibili in azioni*, che attribuiscono all'obbligazionista la facoltà di trasformare il proprio credito in una partecipazione azionaria della società emittente (procedimento diretto) o di altra società alla prima collegata (procedimento indiretto);

f) le *obbligazioni con warrant* (o con diritto di opzione su azioni), che attribuiscono all'obbligazionista il diritto di sottoscrivere o acquistare azioni della società emittente o di altra società, ferma restando la posizione di creditore per le obbligazioni possedute. E ciò le distingue dalle obbligazioni convertibili;

g) le *obbligazioni subordinate*, che sono rimborsabili solo dopo l'integrale soddisfacimento degli altri creditori (ma prima delle azioni), in caso di liquidazione volontaria o di assoggettamento a procedura concorsuale della società emittente. La possibilità di emettere tali obbligazioni, già riconosciuta per le società bancarie, è stata estesa dalla riforma del 2003 a tutte le società per azioni (art. 2411, 1° comma)⁵.

Una specifica disciplina è tuttavia dettata nel nostro ordinamento solo per le obbligazioni convertibili (14.6.). La regolamentazione degli altri tipi speciali di obbligazioni, che spesso ricalcano i caratteri dei titoli similari emessi dallo Stato o da enti pubblici, è invece rimessa all'autonomia negoziale, sia pure nei limiti di compatibilità segnati dalla particolare disciplina dettata dal codice per le obbligazioni di società per azioni (artt. 2410-2420-ter).

3. I limiti all'emissione di obbligazioni.

La legge pone un limite quantitativo all'emissione di obbligazioni da parte della società per azioni.

Il codice civile del 1942 stabiliva al riguardo che le società per azioni non potevano emettere obbligazioni per una somma eccedente il capitale versato ed esistente risultante dall'ultimo bilancio approvato. Il punto è stato tuttavia radicalmente modificato dalla riforma del 2003, che ha abbando-

⁵ Dall'art. 2411, 1° comma, si ricava che non è possibile prevedere che gli obbligazionisti siano soddisfatti dopo o contestualmente al rimborso dei conferimenti dei soci (LAMANDINI, in *Banca e Borsa*, 2003, I, 530; A. GIANNELLI, in NOTARI-BIANCHI, *Obbligazioni. Bilancio*, 45).

Sulle obbligazioni bancarie subordinate ed irredimibili (previste dall'art. 12, 7° comma, Tub e disciplinate dalle *Istruzioni della Banca d'Italia*), PORTALE, in *Banca e Borsa*, 1996, I, 1 ss.; VANNONI, *I crediti subordinati*, Torino, 2000, 124 ss.; BONFATTI-(FALCONE), *Il rapporto banca-impresa nel nuovo diritto societario*, Milano, 2004, 255.

nato definitivamente l'idea che il limite all'emissione di obbligazioni abbia funzione di garanzia, in senso proprio, degli obbligazionisti e concepisce lo stesso come una tecnica volta ad evitare che gli azionisti ricorrano al mercato del capitale di credito in misura eccessiva rispetto al capitale di rischio apportato⁶. In questa diversa prospettiva la possibilità di emettere obbligazioni è significativamente ampliata rispetto al passato.

Il limite del capitale e delle riserve

In base all'attuale disciplina la società per azioni può infatti emettere obbligazioni, nominative o al portatore, per somma complessivamente non eccedente il *doppio* del capitale sociale (sottoscritto), della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. I sindaci attestano il rispetto di tale limite (art. 2412, 1° comma). Così, se il capitale sottoscritto è 100 (di cui 50 versato), la riserva legale 20 e le altre riserve disponibili (statutarie o facoltative) 30, la società potrà emettere obbligazioni per ammontare non superiore a 300 (mentre in passato il limite sarebbe stato 50).

Il termine di riferimento per determinare il rispetto dei limiti all'emissione è costituito dall'*ultimo bilancio approvato*. Non è necessario però che si tratti dell'ultimo bilancio di esercizio approvato. La società può quindi redigere un bilancio infraannuale al fine di emettere obbligazioni nel corso del primo esercizio o per conteggiare un aumento di capitale a pagamento attuato dopo l'approvazione dell'ultimo bilancio di esercizio⁷.

Garanzie per obbligazioni emesse da altre società

Per la verità questo limite poteva essere in passato eluso attraverso un semplice espediente. Si facevano emettere le obbligazioni da una società controllata (in genere con modesto capitale) avente sede in Stati che non pongono limiti all'emissione, e la controllante italiana (reale beneficiario del finanziamento) prestava garanzia per il loro rimborso⁸.

⁶ Punto ormai pacifico, (Brancadoro, Cavallo Borgia, G. Giannelli, Libonati, Pisani, Sarale; e prima della riforma, G.F. Campobasso, Niccolini) e v., in particolare, FERRO-LUZZI e CHIAPPETTA, in *Riv. soc.*, 2005, 143 ss. Per riferimenti sul dibattito antecedente la riforma vedi la quinta edizione.

⁷ Il punto era pacifico già prima della riforma (e vedi G.F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 400 s.) e non merita di essere revocato in dubbio sotto la nuova disciplina (così anche Cons. notafile Milano, *Massima*, 22-11-2005, n. 78). È invece controverso se sia legittimo il riferimento all'ultimo bilancio di esercizio approvato quando si siano verificate *medio tempore* delle perdite che incidono sulle riserve o sul capitale, ovvero se in tal caso sia vietata l'emissione per somma eccedente il doppio dell'attuale consistenza del capitale e delle riserve. Al riguardo, sotto la previgente disciplina si passava dall'opinione che esclude qualsiasi rilevanza delle perdite infraannuali (Ferrara, Ferri, Frè); alla tesi intermedia che distingue fra perdita superiore o meno ad un terzo del capitale e quindi a seconda che la riduzione del capitale per perdite sia o meno obbligatoria (Mignoli, Pettiti, Casella, Libonati, de Luca-Stagno d'Alcontres); all'opinione ancora che impone di tener conto di tutte le perdite verificatesi fino alla delibera di emissione (Cottino, Portale), o fino all'effettivo collocamento dei titoli (de Ferra, Simonetto). La soluzione più rigorosa che riconosce rilevanza a tutte le perdite intervenute fino all'emissione riscuote a ragione crescenti consensi alla luce delle nuove regole (A. Giannelli, G. Giannelli, Audino, nonché L. PISANI, in *Liber amicorum G.F. Campobasso*, I, 788 s.; BARTALENA, in *Banca e borsa*, 2005, I, 552 s.).

⁸ In un noto scandalo finanziario (caso Cirio) era inoltre avvenuto che le obbligazioni (emesse

Il fenomeno era ed è però difficilmente sanzionabile, dato che le società aventi sede legale, ed operanti, in uno Stato estero sono sottratte alla legge italiana. Da qui la necessità di prevenire possibili abusi.

A tale finalità risponde il nuovo art. 2412, 4° comma (introdotto dalla legge 262/2005), secondo cui al computo del limite all'emissione di obbligazioni concorrono gli importi relativi alle garanzie comunque prestate dalla società per obbligazioni emesse da altre società, anche estere.

Come visto, si tiene conto inoltre degli strumenti finanziari emessi dalla società, comunque denominati, che contengono l'obbligo di rimborso del capitale, anche condizionato (art. 2411, 3° comma, cod. civ. e art. 4, 1° comma, delibera Cicr, 19-7-2005, n. 1058).

La società può tuttavia emettere obbligazioni per ammontare superiore al limite fissato in via generale quando: Deroghe

1) le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate ad essere sottoscritte da investitori istituzionali soggetti a vigilanza prudenziale (banche, società finanziarie, imprese di assicurazione), i quali a loro volta, se trasferiscono le obbligazioni sottoscritte, rispondono della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali (art. 2412, 2° comma);

2) le obbligazioni sono garantite da ipoteca di primo grado su immobili di *proprietà della società*, sino a due terzi del valore (di bilancio) di questi. E l'attuale disciplina precisa che in tal caso l'emissione delle obbligazioni non è soggetta al limite generale e non rientra nel calcolo dello stesso (art. 2412, 3° comma): nel senso che la garanzia ipotecaria è richiesta solo per le obbligazioni emesse in esubero rispetto al limite generale dell'art. 2412, 1° comma;

3) ricorrono particolari ragioni che interessano l'economia nazionale e la società è autorizzata con provvedimento dell'autorità governativa a superare il limite (2412, 6° comma)⁹.

da alcune controllate lussemburghesi e garantite dalla capogruppo italiana) erano riservate alla sottoscrizione esclusivamente da parte di investitori professionali, con la clausola che le stesse non potevano essere rivendute a privati risparmiatori se non sulla base di trattative personalizzate e su esplicita richiesta del cliente. Per questa ragione, l'emittente e le banche intermediarie erano anche dispensati dal diffondere il prospetto informativo previsto dalla disciplina dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari; documento dal quale sarebbe risultata evidente l'elevata rischiosità dell'investimento. E così, oltre 35.000 risparmiatori privati italiani si sono trovati a possedere "su loro esplicita richiesta", e senza adeguata informazione, obbligazioni estere per oltre un miliardo di euro nel momento in cui il gruppo Cirio dichiarava l'insolvenza. A seguito di questa vicenda si è infine pervenuti a modificare la disciplina dei limiti all'emissione delle obbligazioni, come indicato nel testo, nonché ad estendere l'obbligo di prospetto informativo all'ipotesi che prodotti finanziari destinati alla sottoscrizione da parte di investitori professionali siano sistematicamente rivenduti entro dodici mesi dal collocamento ad investitori non professionali (art. 100-bis Tuf, più volte modificato), come illustrato nel terzo volume (15.10.)

⁹ È questo il caso, ad esempio, delle c.d. *società di progetto*, costituite per l'affidamento della concessione per la progettazione, esecuzione e gestione di opere pubbliche da realizzare con

Società quotate Restano in ogni caso salve le disposizioni di leggi speciali relative a particolari categorie di società, quali le società con azioni negoziate in mercati regolamentati e le società bancarie.

Per le prime *ogni limite è stato soppresso* dalla riforma del 2003, sia pure limitatamente alle obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati (art. 2412, 5° comma).

Leggi speciali Anche l'emissione di obbligazioni da parte di società bancarie era stata già interamente sottratta al rispetto del limite quantitativo e, per la verità, alle stesse non è applicabile quasi del tutto la restante disciplina dettata dal codice civile (art. 12 Tub)¹⁰.

Permanenza del rapporto Per le altre società, la legge si preoccupa poi di garantire che il rapporto fra capitale più riserve ed obbligazioni, fissato dall'art. 2412, permanga per tutta la durata del prestito obbligazionario (art. 2413), sia pure con una disciplina parzialmente modificata rispetto a quella originaria.

La società che ha emesso obbligazioni non può infatti ridurre *volontariamente* il capitale sociale o distribuire riserve se il limite del primo comma dell'art. 2412 non risulta più rispettato per le obbligazioni che restano in circolazione. È però consentita la riduzione (per perdite) *obbligatoria* (artt. 2446 e 2447). Ma in tal caso, o nel caso che le riserve diminuiscano in conseguenza di perdite, non possono distribuirsi utili finché non viene ripristinato il predetto rapporto fra obbligazioni, da un lato, e capitale più riserve, dall'altro.

4. Il procedimento di emissione.

Delibera di emissione Con l'attuale disciplina l'emissione di obbligazioni (con la sola eccezione delle obbligazioni convertibili in azioni) cessa di essere materia di competenza dell'assemblea straordinaria. Infatti, se la legge o lo statuto non dispongono diversamente, l'emissione di obbligazioni è deliberata *dagli amministratori* (art. 2410)¹¹. La delibera di emissione deve tuttavia risultare da verbale redatto da un notaio, è soggetta a controllo di legalità da parte

finanziamenti privati (art. 156 cod. app. e già legge 109/1994, come modificata dalla legge 415/1998). Queste società, costituite in forma di s.p.a. o di s.r.l. anche consortile, possono, previa autorizzazione degli organi di vigilanza, emettere obbligazioni in deroga ai limiti dell'art. 2412 c.c., purché garantite pro-quota mediante ipoteca (art. 37-sexies).

¹⁰ In particolare, non è applicabile la disciplina dell'organizzazione degli obbligazionisti (15.7.). In argomento, G.F. CAMPOBASSO, in *Banca e borsa*, 1994, I, 472 ss.; MARCHETTI, *IVL*, 1994, I, 485 ss.; FAUCEGLIA, *Le obbligazioni emesse dalle banche*, Milano, 2000.

¹¹ Lecita deve ritenersi nel nuovo sistema la clausola statutaria che riservi l'emissione di obbligazioni (non convertibili) all'assemblea ordinaria. Si ritiene inoltre che il consiglio di amministrazione possa delegare la competenza a decidere l'emissione del prestito obbligazionario: sul punto, PISANI in *Liber amicorum G.F. Campobasso*, I, 769 ss.

dello stesso e ad iscrizione nel registro delle imprese. Essa produce effetti e può essere eseguita solo dopo l'iscrizione (art. 2410, 2° comma)¹².

La delibera di emissione di obbligazioni che prevede la costituzione di garanzie reali a favore dei sottoscrittori deve designare un notaio per il compimento delle formalità necessarie per la costituzione delle stesse (art. 2414-*bis*).

Il collocamento sul mercato delle obbligazioni è soggetto alla disciplina dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari (art. 94 ss. Tuf), ove ne ricorrano i presupposti¹³. Alla sottoscrizione secondo le modalità fissate nel bando di emissione segue il rilascio dei titoli, che possono essere nominativi o al portatore e devono contenere le indicazioni stabilite dall'art. 2414¹⁴. Anche per le obbligazioni trova applicazione la disciplina della dematerializzazione introdotta dal d.lgs. 213/1998 (5.17.).

Sottoscrizione

Il prezzo di emissione delle obbligazioni può essere anche inferiore al valore nominale, salvo che per le obbligazioni convertibili.

L'ammontare delle obbligazioni emesse deve risultare da un apposito libro delle obbligazioni (art. 2421, n. 2). In tale libro devono essere annotati anche l'ammontare delle obbligazioni via via estinte, nonché il cognome ed il nome dei titolari di obbligazioni nominative, i trasferimenti ed i vincoli relativi a queste ultime¹⁵.

Libro delle obbligazioni

5. Le obbligazioni convertibili in azioni.

Una specifica disciplina è dettata dall'art. 2420-*bis* (introdotto dalla legge 216/1974, e rimasto sostanzialmente invariato con la riforma del 2003) per le obbligazioni convertibili in azioni. Più esattamente, tale norma regola le obbligazioni convertibili in azioni della *stessa società* di futura emissione (procedimento diretto).

¹² Le società con azioni quotate devono inoltre osservare gli obblighi di comunicazione al pubblico e alla Consob previsti per le modificazioni dell'atto costitutivo (artt. 72 e 92 reg. emittenti).

¹³ Al fine di acquisire elementi conoscitivi sull'evoluzione dei prodotti e dei mercati finanziari, la Banca d'Italia può richiedere a chi emette od offre strumenti finanziari segnalazioni periodiche, dati e informazioni a carattere consuntivo (art. 129 Tub, nel testo introdotto dal d.lgs. 303/2006). È stato però soppresso il potere della stessa Banca d'Italia di differire o vietare l'esecuzione di emissioni di ingente importo che potessero compromettere la stabilità e l'efficienza del mercato dei valori mobiliari.

¹⁴ La legge non richiede che i titoli obbligazionari siano sottoscritti da parte di uno degli amministratori della società ed è quanto meno dubbio che tale sottoscrizione, sia pure mediante riproduzione meccanica, sia necessaria per la validità e la regolarità dei titoli obbligazionari. In argomento, G.F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 389 s.; LIBONATI, *Titoli di credito*, 218; A. GIANNELLI, in NOTARI-BIANCHI, *Obbligazioni. Bilancio*, 190 s.

¹⁵ Il libro è tenuto a cura degli amministratori della società. Può essere esaminato dal rappresentante comune degli obbligazionisti, ma non dagli azionisti e dai singoli obbligazionisti (art. 2422).

Sono queste obbligazioni che attribuiscono il diritto di sottoscrivere azioni della stessa società, in base ad un prefissato rapporto di cambio, utilizzando come conferimento le somme già versate al momento dell'acquisto delle obbligazioni. Chi esercita il diritto di conversione cessa perciò di essere obbligazionista e diventa azionista della società.

Condizioni
per l'emissione

Norme specifiche sono innanzitutto dettate per l'emissione di questo tipo di obbligazioni.

Le obbligazioni convertibili devono essere offerte in opzione agli azionisti ed ai possessori di obbligazioni convertibili precedentemente emesse (art. 2441, 1° comma), secondo le modalità stabilite dalla disciplina del diritto di opzione (14.6.).

Si è voluto inoltre prevenire il pericolo che la futura emissione delle azioni avvenga violando le norme poste a salvaguardia dell'effettività del capitale sociale. A tal fine si è disposto che:

a) la delibera di emissione delle obbligazioni convertibili non può essere adottata se il capitale sociale precedentemente sottoscritto non è stato integralmente versato¹⁶;

b) le obbligazioni convertibili non possono essere emesse per somma complessivamente inferiore al loro valore nominale, trovando applicazione, in quanto compatibili, il secondo, terzo, quarto e quinto comma dell'art. 2346 (art. 2420-bis, 2° comma)¹⁷.

Si richiede cioè che siano rispettate, già in sede di emissione delle obbligazioni, le condizioni richieste per l'emissione di nuove azioni (artt. 2346 e 2438) e che a rigore dovrebbero acquistare rilievo solo in sede di conversione.

¹⁶ L'art. 2420-bis, 1° comma, continua a prevedere l'integrale versamento dei conferimenti come condizione *per la deliberazione* dell'emissione di obbligazioni convertibili e non solo per la sua esecuzione, come ora disposto invece per l'aumento di capitale (art. 2438). Ciò probabilmente per evitare che l'esercizio del diritto di conversione possa essere ostacolato dai soci ancora in debito con i conferimenti.

La giurisprudenza formatasi prima della riforma ha chiarito che il divieto riguarda gli aumenti di capitale già *sottoscritti* e non quelli semplicemente deliberati. Perciò, è legittima la delibera di emissione di obbligazioni convertibili adottata in pendenza del termine per la sottoscrizione di un aumento di capitale (App. Trento, 17-2-1976, in *Riv. not.*, 1976, 563). Legittima è inoltre l'emissione di un ulteriore prestito convertibile in pendenza del periodo concesso per la conversione, dato che l'aumento di capitale a servizio del prestito convertibile può considerarsi sottoscritto solo al momento dell'esercizio del diritto di conversione (App. Firenze, 6-7-1979; in *Giur. comm.*, 1980, II, 438, con nota di PEDANI; App. Milano, 24-10-1983, in *Società*, 1984, 678).

¹⁷ Così anche, G. FERRI *sr.*, *Diritto commerciale*, 408; Maffei Alberti/AUDINO, 1332. Ritiene invece lecita l'emissione di obbligazioni convertibili con disaggio, Cons. notarile Milano, *Massima*, 22-11-2005, n. 61, osservando che l'integrale copertura del capitale va riferita al credito maturato dagli obbligazionisti al momento della conversione, e non al prezzo di emissione. Su posizione intermedia, altra tesi ammette l'emissione con disaggio, purché il valore delle azioni offerte in conversione non ecceda la somma originariamente versata dagli obbligazionisti a titolo di prestito (Calvosa, Cavallo Borgia, A. Giannelli, Ferrara-Corsi), ovvero il disaggio trovi copertura in altri conferimenti (Sarale); e v. A. GIANNELLI, in NOTARI-BIANCHI, *Obbligazioni Bilancio*, 278 ss.

Anche le obbligazioni convertibili non possono essere inoltre emesse per ammontare superiore al limite generale fissato dall'art. 2412¹⁸.

Competente a deliberare l'emissione di obbligazioni convertibili è l'assemblea straordinaria. Competenza

Così come previsto per gli aumenti di capitale (14.5.), l'atto costitutivo o una successiva modifica dello stesso possono tuttavia attribuire agli amministratori la facoltà di emettere obbligazioni convertibili, fino ad un ammontare determinato e per il periodo massimo di cinque anni. La delega comprende anche quella relativa al corrispondente aumento del capitale sociale (art. 2420-ter). Delega agli amministratori

Il legislatore si è anche preoccupato di assicurare ai sottoscrittori di obbligazioni convertibili l'effettiva possibilità di conversione.

A tal fine è stabilito che la stessa assemblea che delibera l'emissione delle obbligazioni deve determinare il *rapporto di cambio*, nonché il periodo e le modalità di conversione. Deve inoltre *contestualmente deliberare l'aumento del capitale sociale*, per un ammontare corrispondente al valore nominale delle azioni da attribuire in conversione. Contenuto della delibera

L'aumento di capitale così deliberato sarà sottoscritto, anche parzialmente, via via che gli obbligazionisti eserciteranno il diritto di conversione. È perciò necessariamente ad esecuzione *differita e progressiva* e la società è vincolata a darvi esecuzione anche se non è sottoscritto integralmente per il mancato esercizio di alcuni dei diritti di conversione.

La legge si preoccupa infine di conciliare, durante il periodo concesso per la conversione, la libertà di decisione della società con l'esigenza di tutelare i possessori di tali obbligazioni di fronte ad operazioni societarie che possono vistosamente alterare il valore del diritto di conversione e la loro eventuale futura posizione di azionisti. Pendenza del periodo di conversione

Sono al riguardo fissate tre distinte regole, che non hanno mancato di sollevare numerosi problemi di interpretazione.

a) In caso di aumenti del capitale sociale a *pagamento* e di nuove emissioni di obbligazioni convertibili, il *diritto di opzione* sugli stessi spetta anche ai possessori di obbligazioni convertibili, in concorso con i soci attuali, sulla base del rapporto di cambio (art. 2441, 1° comma). Si permette così agli obbligazionisti di mantenere inalterata la proporzione della loro futura partecipazione azionaria¹⁹.

¹⁸ In senso contrario, muovendo dall'errato presupposto che le condizioni dettate per l'emissione di obbligazioni convertibili sostituiscano quelle generali previste (prima dall'art. 2410, ed ora) dall'art. 2412, DE DONNO, in *Riv. dir. comm.*, 1988, I, 391 ss.; App. Napoli, 6-4-1983, in *Società*, 1983, 1395, con nota critica di LANDOLFI. Correttamente, invece, CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, 217 s.; DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, 81, testo e nt. 12; A. GIANNELLI, in NOTARI-BIANCHI, *Obbligazioni. Bilancio*, 269 ss.; App. Firenze, 27-4-1982, in *Giur. comm.*, 1983, II, 100, con nota di MONTANO; Trib. Cosenza, 22-12-1982, in *Società*, 1983, 1036.

¹⁹ La soluzione non ha riscosso i consensi della dottrina in quanto costringe i possessori di obbligazioni convertibili a decisioni anticipate circa la partecipazione come azionisti alla so-

b) In caso di aumento *gratuito* del capitale o di riduzione dello stesso *per perdite*, il rapporto di cambio è automaticamente modificato in proporzione alla misura dell'aumento o della riduzione del capitale (art. 2420-bis, 5° comma). Nel primo caso, la società dovrà quindi aumentare proporzionalmente il numero delle azioni offerte in conversione, se l'aumento gratuito è attuato mediante emissione di nuovi titoli. Nel caso di riduzione per perdite, invece, sarà ridotto il valore nominale o il numero delle azioni offerte in conversione²⁰. E ciò per evitare che chi converte acquisti una quota di partecipazione percentualmente maggiore di quella offertagli al momento dell'emissione del prestito convertibile.

c) Infine, la società non può deliberare la riduzione reale del capitale sociale, la fusione con altra società, la scissione o la modificazione delle disposizioni dell'atto costitutivo concernenti la ripartizione degli utili, fin quando non siano scaduti i termini fissati per la conversione. Il divieto non ha però carattere assoluto. Può essere infatti superato dalla società concedendo agli obbligazionisti la facoltà di *conversione anticipata*, secondo le modalità fissate dal quarto comma dell'art. 2420-bis, modificate per la fusione e la scissione dall'art. 2503-bis²¹.

Quest'ultima disposizione ha inoltre risolto per la fusione (e la scissione) un problema lasciato aperto dall'art. 2420-bis, stabilendo espressamente che ai possessori di obbligazioni convertibili, che non si avvalgono della conversione anticipata, devono essere assicurati *diritti equivalenti* a quelli loro spettanti prima della fusione o della scissione, salvo che la modifica dei loro diritti non sia stata approvata dall'assemblea degli obbligazionisti²².

cietà. Solleva inoltre delicati problemi in caso di esclusione o di limitazione del diritto di opzione, dato che alla relativa decisione non partecipano i possessori di obbligazioni convertibili. Ed estremamente variegata sono le posizioni per quanto riguarda le forme di tutela di questi ultimi nei confronti della delibera di esclusione del diritto di opzione, anche se tende a prevalere l'opinione che non sia necessaria l'approvazione da parte dell'assemblea degli obbligazionisti (Portale, G.F. Campobasso, Casella, Cavallo Borgia, Rosapepe, Geraci, Domenichini, Cerrai, Libonati; ma *contra*, Modica, Bussoletti). In argomento, G.F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 459 ss.; BUSSOLETTI, in *Riv. dir. comm.*, 1988, I, 270 s.; GERACI, in *Riv. soc.*, 1990, 819 s.; CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, 235.

²⁰ Ne consegue che, in presenza di perdite che azzerino il capitale, anche il rapporto di cambio sarà azzerato, fermo restando che agli obbligazionisti convertibili spetta il diritto di opzione se viene deliberata la ricostituzione del capitale mediante aumento a pagamento: cfr. G. GIANNELLI in *Manuale breve*, 169; Niccolini - *Stagno d'Alcontres*/CALVOSA, 965; CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, 266 s.

²¹ In caso di riduzione volontaria del capitale e di modifica delle disposizioni statutarie concernenti la ripartizione degli utili, è prescritta la pubblicazione di apposito avviso nel registro delle imprese, almeno novanta giorni prima della convocazione della relativa assemblea, con facoltà di esercitare la conversione nel termine di trenta giorni dalla pubblicazione.

Per la fusione, l'avviso deve essere pubblicato nella *Gazzetta Ufficiale*, almeno novanta giorni prima della pubblicazione del *progetto di fusione*, con facoltà di esercitare il diritto di conversione entro trenta giorni dalla pubblicazione (art. 2503-bis). Identica disciplina vale per la scissione.

²² Sul punto, dettagliatamente, PISANI, in *Riv. soc.*, 1997, 384 ss., anche per i problemi che solleva la conservazione del diritto di conversione in caso di scissione.

Ne risulta indirettamente confermato che in caso di riduzione reale del capitale e di modifica delle norme statutarie sulla ripartizione degli utili, il periodo concesso per la conversione anticipata *sostituisce* quello inizialmente pattuito e che perciò, scaduto lo stesso, i diritti di conversione non esercitati si estinguono²³.

La disciplina fin qui esposta riguarda solo le obbligazioni convertibili in azioni della stessa società (procedimento diretto). Non è invece specificamente disciplinato il procedimento indiretto di emissione, che si ha quando le obbligazioni emesse da una determinata società sono convertibili in azioni di altra società. E può trattarsi sia di azioni già emesse e detenute nel proprio portafoglio dalla società che lancia il prestito, sia di azioni di futura emissione.

Procedimento
indiretto

Di fronte al silenzio del dato legislativo, la dottrina è ancor oggi divisa sulla possibilità di applicare per analogia al procedimento indiretto la disciplina dettata dall'art. 2420-*bis*, nonché sui limiti e sulle modalità di tale applicazione analogica²⁴.

Problemi analoghi si pongono, d'altro canto, per le obbligazioni con *warrant* o con diritto di opzione su azioni (15.2.). È vero infatti che queste obbligazioni si distinguono nettamente da quelle convertibili in quanto attribuiscono un diritto *cumulativo* (e non alternativo) rispetto al rimborso del capitale. È altrettanto vero però che esse sollevano problemi di tutela degli obbligazionisti in parte coincidenti con quelli posti dalle obbligazioni convertibili, sicché anche per esse è prospettabile l'applicazione analogica della disciplina dettata per queste ultime²⁵.

Obbligazioni
con *warrant*

6. L'organizzazione degli obbligazionisti.

I prestiti obbligazionari emessi da una società per azioni si caratterizzano, rispetto a quelli dello Stato e degli enti pubblici, per la previsione *ex lege* di un'organizzazione di gruppo degli obbligazionisti articolata in due organi: l'assemblea ed il rappresentante comune (artt. 2415-2418).

²³ Nello stesso senso, prima della riforma del 2003, Colussi, Simonetto; LIBONATI, *Titoli di credito*, 230; ed ora, Cian - Trabucchi/PISANI, 2621; MIRAGLIA, in *Società*, 2004, 424. In senso contrario invece, COSTA, in *Riv. soc.*, 1980, 74 ss.; CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, 214 ss.; BUSSOLETTI, in *Riv. dir. comm.*, 1988, I, 268 s.; DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, 188 ss.; CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, 272 s., sia pure con posizioni diverse circa il trattamento degli obbligazionisti che non si avvalgono della conversione anticipata, nelle singole fattispecie previste dalla norma.

²⁴ Per i termini del relativo dibattito, G.F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 476 ss.; BUSSOLETTI, in *Riv. dir. comm.*, 1988, I, 276 s.; DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili*, 232 ss. E per la legittimità del procedimento indiretto, Trib. Napoli, 5-10-1989, in *Società*, 1990, 63.

²⁵ In argomento, G.F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 483 ss.; ROMAGNOLI, in *Riv. dir. comm.*, 1993, I, 846 ss.; GUERRERA, *I warrants azionari*, 223 ss. in particolare.

Finalità La costituzione degli obbligazionisti in gruppo organizzato risponde al duplice ma non contrastante fine di: *a*) assicurare una più efficace tutela degli interessi comuni degli obbligazionisti nei confronti della società²⁶; *b*) consentire – ove l'evolversi della situazione dell'emittente lo renda necessario – modifiche *a maggioranza* delle originarie condizioni del prestito, così sollevando la società dalla necessità di ottenere il consenso dei singoli obbligazionisti.

Assemblea.
Competenze

L'assemblea degli obbligazionisti delibera:

- 1) sulla nomina e sulla revoca del rappresentante comune;
- 2) sulle modificazioni delle condizioni del prestito;
- 3) sulle proposte di amministrazione controllata e di concordato preventivo e fallimentare;
- 4) sulla costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi e sul relativo rendiconto;
- 5) sugli altri oggetti di interesse comune degli obbligazionisti (art. 2415).

Fra le competenze dell'assemblea degli obbligazionisti spicca quella di poter deliberare «sulle modificazioni delle condizioni del prestito», sia pure con le maggioranze rafforzate previste dall'art. 2415, 3° comma. La formula non è di agevole interpretazione. Essa tuttavia è prevalentemente intesa nel senso che modificabile a maggioranza è *qualsiasi modalità del prestito*, purché la modifica sia giustificata da una situazione oggettiva della società che la rende necessaria nell'interesse degli obbligazionisti (ad esempio, riduzione del tasso di interessi, rinuncia a parte delle garanzie, prolungamento della durata del prestito o temporanea sospensione del pagamento degli interessi)²⁷. Resta invece sottratta al potere dispositivo della maggioranza l'alterazione dei caratteri strutturali di quel determinato prestito obbligazionario. Illegittima sarà perciò una delibera che sopprima il diritto al rimborso del capitale, o disponga la conversione coattiva delle obbliga-

²⁶ Ne consegue che, in presenza di diverse emissioni obbligazionarie ciascuna con caratteristiche diverse, si determina la necessità di dar vita ad altrettante organizzazioni, ciascuna con una distinta assemblea, dato che gli interessi degli obbligazionisti delle varie categorie non sono omogenei: Cass., 31-3-2006, n. 7693, in *Società*, 2007, 43, con nota di RIZZINI BISINELLI.

²⁷ Non trova più seguito la tesi restrittiva che distingueva fra «condizioni accessorie» e «condizioni essenziali» del prestito obbligazionario e riteneva modificabili a maggioranza solo le prime (FORMIGGINI, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1952, 127 s.; GRAZIANI, *Diritto delle società*, 425). Nel senso del testo, sia pure con posizioni non puntualmente coincidenti nell'individuazione delle modifiche consentite e di quelle vietate, si pone oggi l'orientamento decisamente prevalente (G. Ferri sr., Pettiti, Cavallo Borgia, Casella, Cottino, Di Sabato, Cerrai; e dopo la riforma, Autuori, Brancadoro, G. Giannelli, Libonati, Presti-Rescigno, Pellegrino) e vedi: G.F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, 496 ss.; CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, 148 ss.; Niccolini - Stagno d'Alcontres/BRANCADORO, 950 s.; PELLEGRINO, *L'organizzazione degli obbligazionisti*, Milano, 2008, 119 ss.; nonché, Trib. Milano, 18-9-1989, in *Giur. comm.*, 1991, II, 507, con nota di GALLI, che nel caso concreto ha ritenuto illegittima la rinuncia definitiva a tutti gli interessi.

zioni in azioni, o ancora sopprima il diritto di conversione dei titoli obbligazionari convertibili.

Valgono per l'assemblea degli obbligazionisti le regole di funzionamento dettate per l'assemblea straordinaria dei soci (art. 2415, 3° comma), salvo alcune regole specifiche. Funzionamento

L'assemblea è convocata dagli amministratori della società o dal rappresentante comune degli obbligazionisti. La convocazione è obbligatoria quando ne è fatta richiesta da tanti obbligazionisti che rappresentano un ventesimo dei titoli emessi e non estinti. All'assemblea possono assistere amministratori e sindaci.

Per le delibere di modificazione delle condizioni del prestito è necessario, anche in seconda convocazione, il voto favorevole degli obbligazionisti che rappresentano la *metà* delle obbligazioni emesse e non estinte.

Le deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti sono iscritte nel registro delle imprese a cura del notaio che ha redatto il verbale (art. 2415, 3° comma). Devono inoltre essere trascritte in apposito libro delle adunanze e delle deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti, tenuto a cura del rappresentante comune (art. 2421, n. 7). I singoli obbligazionisti hanno diritto di esaminare tale libro e di ottenerne estratti a proprie spese (art. 2422, 2° comma).

Superando le incertezze sollevate dalla previgente disciplina, l'art. 2416 estende alle delibere dell'assemblea degli obbligazionisti l'intera disciplina dettata per le delibere assembleari nulle e annullabili (artt. 2377 e 2379)²⁸. L'impugnazione è proposta innanzi al tribunale nella cui giurisdizione la società ha sede, in contraddittorio con il rappresentante comune degli obbligazionisti (art. 2416). Impugnazione delle delibere

Il rappresentante comune degli obbligazionisti è nominato dall'assemblea degli obbligazionisti²⁹. Se questa non vi provvede, è nominato dal tribunale, su domanda di uno o più obbligazionisti o degli amministratori della società. Rappresentante comune

Il rappresentante comune può essere scelto al di fuori degli obbligazionisti e può essere una persona fisica o una persona giuridica autorizzata alla prestazione di servizi di investimento (su cui vedi il terzo volume, 15.1.) o ancora una società fiduciaria. La nomina è soggetta ad iscrizione nel registro delle imprese (art. 2417, 3° comma).

Il rappresentante comune ha diritto ad un compenso fissato dall'assem- Compenso

²⁸ Le quote previste dall'art. 2377 per la legittimazione all'impugnazione delle deliberazioni s'intendono riferite all'ammontare del prestito obbligazionario e alla circostanza che le obbligazioni siano quotate in mercati regolamentati.

²⁹ 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'art. 2399 (art. 2417, 1° comma).

blea degli obbligazionisti (art. 2417, 3° comma). Tale compenso deve ritenersi a carico della stessa organizzazione degli obbligazionisti e non della società³⁰.

Cessazione

Il rappresentante comune dura in carica per un periodo non superiore a tre anni ed è rieleggibile. Può essere revocato dall'assemblea anche senza giusta causa e salvo in tal caso il diritto al risarcimento dei danni.

Funzioni

Il rappresentante comune tutela gli interessi comuni degli obbligazionisti nei confronti della società e dei terzi (art. 2418). In particolare: 1) esegue le deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti; 2) assiste alle operazioni per l'estinzione a sorteggio delle obbligazioni, operazioni che sono nulle se svolte senza la sua presenza o, in mancanza, di un notaio (art. 2420); 3) ha diritto di assistere alle assemblee dei soci; 4) ha diritto di esaminare il libro delle obbligazioni, nonché quello delle adunanze e delle deliberazioni dell'assemblea dei soci e di ottenerne estratti (art. 2422, 2° comma); 5) ha la rappresentanza processuale degli obbligazionisti, anche nelle procedure concorsuali.

Azioni individuali

L'organizzazione di gruppo non priva il singolo obbligazionista del potere di tutelare i propri diritti nei confronti della società. Sono tuttavia precluse le azioni individuali che «siano incompatibili con le deliberazioni dell'assemblea previste dall'articolo 2415» (art. 2419).

La proposizione di azioni individuali è quindi preclusa solo quando il loro accoglimento porterebbe a risultati contrastanti con le azioni promosse dall'organizzazione per la tutela degli interessi comuni di gruppo. In caso contrario, le azioni individuali restano esperibili anche di fronte a comportamenti della società che riguardano unitariamente il prestito obbligazionario e legittimano perciò un'azione di gruppo³¹.

³⁰ Così, correttamente, Trib. Milano, 29-2-1968, in *Giust. civ.*, 1968, I, 739, con nota di GIANNATTASIO; Cass., 6-2-1969, n. 389, in *Banca e borsa*, 1970, II, 205; Cottino e altri/SARALE, 1291.

³¹ Così, anche Niccolini - Stagno d'Alcontres/BRANCADORO, 959; G. GIANNELLI, in *Manuale breve*, 167; CAVALLO BORGIA, *Delle obbligazioni*, 191 ss.; DE LUCA-STAGNO D'ALCONTRES, *Obbligazioni di società*, in *Enc. dir.*, VI agg., Milano, 2002, 839. In senso parzialmente diverso, Maffei Alberti/DATI, 1312; PESCATORE, in *Riv. dir. comm.*, 1968, I, 132 ss., secondo cui azioni individuali sarebbero ammissibili solo quando le posizioni spettanti ai singoli obbligazionisti siano venute a completa maturazione, mentre in precedenza la tutela degli obbligazionisti sarebbe devoluta in via esclusiva all'azione di gruppo. E nello stesso ordine di idee, Trib. Milano, 2-3-1970, in *Giur. it.*, 1971, I, 2, 144, secondo cui il rappresentante comune non sarebbe legittimato a proporre domanda di ammissione al passivo del fallimento della società per conto degli obbligazionisti. Ma per una puntuale e convincente replica, SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato della società*, Milano, 1981, 63 ss.